

# ÍNDICE

Página

## ARTÍCULOS

- Informe anual del gobierno corporativo. *Fernando Sánchez Calero* . 7
- El sistema estadounidense de circulación de las *Investment Securities* en la disciplina del artículo 8 del *Uniform Commercial Code*. *Dario Latella* ..... 43
- Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación. *José M.<sup>a</sup> de la Cuesta Rute* ..... 87
- Sobre la separación de dinero en la quiebra. *María Luisa Muñoz Paredes* ..... 117

## CRÓNICA

- Identificación de los “intereses concurrentes” y del “interés del concurso” en la nueva Ley Concursal. *Emilio González Bilbao* .. 167
- Los compromisos por pensiones de las entidades de crédito: su tratamiento jurisprudencial y su regulación por el Banco de España. *Mónica Calonje Conde y Joaquín Ruiz Echaury* ..... 193

## JURISPRUDENCIA

- Territorialidad e irretroactividad del Derecho sancionador del mercado de valores. *Mercedes Fuertes* ..... 215

## NOTICIAS

1. Aprobación de la Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición. <i>Fernando Sánchez Calero</i> .....	237
2. El nuevo Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	239
3. Informe del <i>Takeover Panel</i> sobre el ejercicio 2002-2003. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	244
4. Establecimiento de un título ejecutivo europeo para créditos no impugnados. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> .....	246
5. Aplicación por primera vez de las Normas Internacionales de Contabilidad. <i>Alberto Ayala</i> .....	247
6. La Directiva 2003/125/CE de la Comisión sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	248
7. Nueva numeración de las órdenes ministeriales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	251
8. La Directiva 2004/39/CE sobre los mercados de instrumentos financieros. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	252
9. Propuesta de modificación de la Octava Directiva en materia de sociedades, relativa a los auditores de cuentas. <i>Alberto Ayala</i> .	258
10. La Comisión Europea publica cuatro informes de expertos independientes sobre la evaluación del Plan de Acción de Servicios Financieros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	260
11. Régimen simplificado de contabilidad. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	262
12. Resolución del ICAC sobre utilización de técnicas de muestreo y de otros procedimientos de comprobación selectiva. <i>Alfredo Muñoz García</i> .....	264
13. El desarrollo de la Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de mercado por el Reglamento (CE) núm. 2273 y las Directivas 2003/124/CE y 2003/125/CE, de la Comisión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	269

## BIBLIOGRAFÍA

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

---

# ARTÍCULOS

---

# INFORME ANUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO

*Catedrático de Derecho Mercantil*

---

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. FINALIDAD DEL “INFORME ANUAL”.
  - III. INCIDENCIA DE LA REDACCIÓN DEL INFORME EN LA TRANSPARENCIA DE LA SOCIEDAD.
  - IV. INSERCIÓN DEL “INFORME ANUAL” EN LA “LEY DE TRANSPARENCIA”.
  - V. GRADO DE VINCULACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES DEL GOBIERNO SOCIETARIO.
  - VI. CONTENIDO DEL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO.
    - 1. Estructura de la propiedad de la sociedad.**
    - 2. Estructura de la administración de la sociedad.**
    - 3. Operaciones vinculadas.**
    - 4. Sistemas de control de riesgos.**
    - 5. Junta general.**
    - 6. Grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno o, en su caso, explicación de la falta de seguimiento de las recomendaciones.**
  - VII. RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN RESPECTO A LA ELABORACIÓN DEL “INFORME ANUAL”.
-

## I. INTRODUCCIÓN

La Ley 23/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1998, de 28 de julio del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (conocida como “Ley de Transparencia”), introdujo en la primera de las leyes modificadas, esto es, en la LMV, un Título X referido a las “Sociedades cotizadas”. Entre las novedades que ofrece ese título, se encuentra la obligación de las sociedades cotizadas de formular un documento denominado “informe anual del gobierno corporativo” (en adelante “Informe anual”) que está regulado en el artículo 116 de la LMV. Este precepto establece, en primer término, la obligación de hacer público con carácter anual dicho Informe, al tiempo que establece que éste ha de ofrecer una explicación detallada “de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica”, fijando un contenido mínimo de tal Informe (apartado 4.º de dicho art. 116). A pesar del detalle de este apartado, el propio artículo 116.4 precisa que el contenido y estructura del “Informe anual” será “determinado por el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores” (CNMV).

En aplicación de esta habilitación, el Ministerio de Economía dictó la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre “sobre el informe anual del gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades” (publicada en el BOE de 8 de enero de 2004), que según estableció su Disposición final entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE. El contenido de la Orden, según nos dice su propia exposición de motivos, trata de concretar dos nuevas obligaciones de las sociedades cotizadas que la LMV había introducido con relación a la información societaria: En primer lugar, “la imposición a las sociedades anónimas cotizadas de la obligación de hacer público con carácter anual un informe del gobierno corporativo”; obligación que extiende a otras entidades emisoras de valores que se coticen en un mercado secundario oficial. En segundo término, la Orden se ocupa de los instrumentos de información que las sociedades cotizadas deben cumplir.

En este trabajo vamos a ocuparnos de la primera de las obligaciones relativa a la formulación del “Informe anual” por las sociedades cotizadas. Obligación regulada, como decimos, en el artículo 116 de la LMV y en la Orden ministerial citada, que fue completada con posterioridad con la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV sobre el “Informe anual” (publicada en el BOE de 29 de marzo de 2004), cuya disposición final estableció su entrada en vigor a

los treinta días desde el siguiente a su publicación en el BOE <sup>(1)</sup>. Antes de entrar en el estudio del “Informe anual”, hemos de decir que, a la vista de la declaración contenida en la Orden ministerial, buena parte de las sociedades cotizadas publicaron ese “Informe anual” antes de que fuera promulgada la Circular de la CNMV, y, por cierto, su proyecto fue sometido durante un periodo de tiempo a información pública.

Los “Informes de Gobierno Corporativo” publicados por las sociedades cotizadas antes de la entrada en vigor de la Circular adolecen en general de una falta de homogeneidad, aun cuando es cierto que buena parte de ellos nos ofrecen una información de gran interés sobre la vida práctica de las sociedades cotizadas. Sirva como ejemplo que, como la Orden de 26 de diciembre hablaba de la necesidad de exponer la “identidad de los miembros del Consejo de administración, así como la condición de los mismos de acuerdo con lo establecido en el Reglamento del Consejo de Administración de la Sociedad” y otros detalles [apartado b) del art. 1.1 de la Orden], nos encontramos en muchos de esos informes con la exposición del currículum de cada uno de los miembros del Consejo de administración, con la reproducción del reglamento del Consejo y de los relativos a sus Comisiones, de las normas sobre la conducta de los consejeros, datos sobre la estructura de su capital, del Consejo de Administración, etc. <sup>(2)</sup>. El examen de estos informes, que puede encontrarse en la página web de algunas sociedades cotizadas y de modo especial en la de la CNMV en el apartado relativo a “información sobre gobierno corporativo”, nos muestra el interés de ofrecernos muchos datos sobre las sociedades cotizadas, pero una gran disparidad respecto al contenido de la información ofrecida por unas sociedades con relación a otras.

La publicación y entrada en vigor de la Circular 1/2004 de la CNMV <sup>(3)</sup> ha de significar una normalización del “Informe anual”, con supresión de algunos de los datos que nos ofrecían las sociedades, y por el contrario con la concreción de algunos otros que exige el formulario que viene anexo a la Circular. Pero ha de tenerse en cuenta que, según se dice en ésta, reiterando lo establecido en el artículo 116.4 de la LMV, nos hallamos ante un contenido mínimo del documento, que podrá ser ampliado por la sociedad que lo redacte.

---

(1) Estas disposiciones se ocuparon también de regular los medios de información de las sociedades cotizadas y del contenido de esa información. Aspectos que quedan al margen de este trabajo.

(2) Antes de la entrada en vigor de la Circular 1/2004, según resulta de la página web de la CNMV, 63 sociedades cotizadas en el mercado continuo habían presentado un Informe de gobierno corporativo. Entre esas sociedades se encuentran las que forman parte del IBEX 35, que hemos examinado.

(3) La Circular entra en vigor el 30 de abril de 2004.

## II. FINALIDAD DEL “INFORME ANUAL”

El estudio del llamado por el artículo 116 de la LMV “Informe anual del gobierno corporativo” se ha de enmarcar, o al menos se ha de poner en conexión, con el proceso relativo al control del cumplimiento de las reglas surgidas del *Corporate Governance*, expresión que hemos de conformarnos por traducir como “gobierno corporativo”, aun cuando como se ha puesto de relieve entre nosotros esa expresión “en español tiene un sentido muy diverso del equivalente inglés” (4), lo que se pone de manifiesto si observamos las traducciones efectuadas en los textos comunitarios (5). Admitida esa expresión usada por la LMV, el “Informe anual de gobierno corporativo” tiene por finalidad de modo específico el ser un medio para controlar si las sociedades cotizadas cumplen las normas legales, las de los códigos de buen gobierno y las que las propias sociedades, con su poder de autorregulación, se hayan dado. Porque si en definitiva la esencia del llamado gobierno societario no es otra cosa que el sistema con que las sociedades cotizadas son eficazmente administradas y controladas (6), el “Informe anual” es un mecanismo público de control, que ha de elaborar el Consejo de administración de la propia sociedad, del cumplimiento de las normas de ese gobierno. Es opinión común, reiterada por la doctrina, el resaltar la diferencia entre el diseño previsto por las leyes y normas que regulan las sociedades y su aplicación en la realidad práctica. Pues bien, el “Informe anual” tiene como preocupación esencial el exponer esa realidad práctica de la vida de las

---

(4) GARRIDO, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, p. 22, nota 8.

(5) La expresión “Corporate Governance” ha sido traducida entre nosotros —y acogida en la LMV— como “gobierno corporativo”, cuando el término inglés “Governance” no es gobierno, sino “gobernanza” y el adjetivo de “corporativo” debería ser sustituido por “societario” o si se prefiere “empresarial”. Es sabido que las sociedades anónimas en Estados Unidos son denominadas “Corporations” y de ahí la expresión “corporate”. Si se observa la traducción de los términos “Corporate Governance” en los documentos de la Unión Europea vemos que en la versión española se emplea la de “gobernanza empresarial”, en la francesa “gouvernement d’entreprise”, y en la italiana “governo societario”. La Comisión de las Comunidades Europeas dice que una definición que estima completa de lo que se entiende por “Corporate Governance” es la recogida en los principios de OCDE de 1999: “La gobernanza empresarial hace referencia a las relaciones de la dirección de un empresa, su consejo de administración, sus accionistas u otras partes involucradas en sus actividades. La gobernanza empresarial determina también la estructura por la que se establecen los objetivos de una empresa, así como los medios para alcanzarlos, y se garantiza un seguimiento de los resultados obtenidos”.

(6) En este sentido FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre el gobierno corporativo; aspectos metodológicos y de contenido”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 61 y ss.

sociedades cotizadas, respecto a la aplicación de los preceptos legales o estatutarios, así como de las normas que en virtud de la autorregulación se han dado las propias sociedades y también del cumplimiento de las normas sobre el gobierno de las sociedades contenidas en los códigos de *corporate governance*.

Un estudio comparativo de estos códigos de buen gobierno en la Unión Europea demuestra que existe una especial preocupación por el funcionamiento de mecanismos tendentes a controlar el grado de su cumplimiento. Los mecanismos que se emplean a estos efectos son fundamentalmente dos. El primero pone énfasis en respetar el carácter voluntario de la información sobre las prácticas del gobierno societario, confiando en gran medida que su uso será propiciado por el juicio del mercado, ya que las sociedades emisoras percibirán que se crea un clima favorable de confianza hacia ellas cuando proporciona información sobre el cumplimiento de las normas de esos códigos; el segundo sistema practicado por las sociedades cotizadas está basado en informar públicamente sobre ese cumplimiento, con aplicación del principio de “cumplir o explicar” (*comply or explain*), esto es, de dar cuenta de las reglas que se han cumplido y explicar el por qué otras no se han cumplido; sistema adoptado por la Bolsa de Londres desde 1998 y seguido por otros países <sup>(7)</sup>. Sin entrar en el detalle de estas invitaciones al cumplimiento de las reglas del buen gobierno, que se han llamado de “coerción indirecta” <sup>(8)</sup>, y que pueden estimarse como sistemas blandos, ha de indicarse que algunos ordenamientos han dado un paso más decidido consistente en el establecimiento de una obligación legal que pesa sobre las sociedades cotizadas de redactar un documento relativo a cada ejercicio en el que se informe públicamente sobre el grado de cumplimiento por su parte de las normas sobre el buen gobierno. Sistema que se ha recogido en el artículo 116 de la LMV <sup>(9)</sup>.

---

<sup>(7)</sup> V. referencias en el *Informe de Weill, Gotshal & Manges, Comparative Study of Corporate Governance Codes to the European Union and its Member States. Final Report, 2002*, pp. 60-70.

<sup>(8)</sup> V. MORILLAS JARILLO, M. J., *Las normas de conducta de los administradores de las sociedades de capital*, Madrid, 2002, p. 495 y ss., donde recoge indicaciones sobre este punto.

<sup>(9)</sup> En la exposición de motivos de la Orden EC/3722/2003, de 26 de diciembre, se dice que el informe anual de gobierno corporativo “es un documento cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno en cada sociedad que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario, con objeto de que el mercado, los inversores y los accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad.

Antes de proseguir sobre esta obligación, y con el fin de aludir a sus precedentes entre nosotros, se ha de indicar que tanto el Informe Olivencia<sup>(10)</sup> como su Código recomendaban la conveniencia de que el Consejo de administración de las sociedades cotizadas incluyera en la documentación pública anual el grado de cumplimiento de sus reglas de gobierno “razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este Código”<sup>(11)</sup>.

El “Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en las sociedades cotizadas”, conocido como el *Informe Aldama*, en uno de los aspectos en los que puso especial acento fue en la elaboración por estas sociedades de un documento, que denominó “Informe anual de gobierno corporativo”, que informase sobre la estructura y prácticas del gobierno corporativo de la sociedad y en el que se expusieran de forma ordenada los extremos que la propia Comisión redactora del informe indicaba. Además, dando un paso más con el fin de no quedarse en una pura recomendación a las sociedades y teniendo a la vista el relativo éxito que había alcanzado la que formulaba el *Informe Olivencia*, la Comisión Aldama declaró que “la estructura de este Informe —como la de las cuentas anuales— podía ser objeto de alguna forma de regulación para su presentación sobre bases homogéneas que facilite a los inversores su evaluación y seguimiento” [letra a), del ap. II, 2.2]<sup>(12)</sup>. Aparecía, por tanto aquí, una recomendación cuyo destinatario no eran las sociedades, sino el propio legislador.

Aun cuando hemos de volver sobre estas consideraciones del Informe Aldama sobre este documento y la recomendación de que su redacción fuera objeto de una norma legal, conviene hacer referencia a algún precedente inmediato que seguramente influyó en ese Informe, entre los que destacan de modo especial los requerimientos del primer *Informe Winter* sobre la primera y fracasada propuesta de Directiva sobre las OPAs, en el que se expresaba la necesidad

---

(10) El título completo del llamado *Informe Olivencia* es “Informe de la Comisión especial para el estudio de un Código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas”, publicado por la CNMV y también como “Apéndice documental”, I del libro *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco, Madrid, 1999, p. 707 y ss.

(11) *Informe Olivencia*, apartado 12.2 y recomendación 23 del Código; sobre el poco éxito de la acogida de forma voluntaria de las recomendaciones v. ÁLVAREZ-VALDÉS Y VALDÉS, M., “Los Códigos de buen gobierno en las sociedades. El cumplimiento de las recomendaciones del Informe Olivencia”, en AA.VV., *Libro homenaje F. Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, III, p. 2517, e *Informe Aldama*, p. 8.

(12) El título completo del llamado *Informe Aldama* es “Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en las sociedades cotizadas”, CNMV, 2003, en edición española e inglesa, p. 14.

de regular las obligaciones de publicidad de las sociedades con la finalidad de alcanzar la mayor transparencia posible sobre la estructura del capital y del control de las sociedades, manteniendo tal información de una forma actualizada<sup>(13)</sup>. Cuestión sobre la que insistió el segundo *Informe Winter* sobre “un marco reglamentario moderno del Derecho europeo de sociedades”<sup>(14)</sup>, tanto al referirse a las obligaciones de publicidad en sus consideraciones generales (ap. II, 3), como en otros puntos del mismo; así, al recordar que en su documento de consulta —previo a la redacción del segundo *Informe*— el Grupo se había manifestado en el sentido de que en el *corporate governance* la publicidad debía considerarse como un elemento clave, en cuanto reviste una importancia creciente para las decisiones de inversión y para las decisiones posteriores de los inversores, el propio Grupo hacía notar que una mayoría absoluta de las respuestas se habían pronunciado a favor de una mejor publicidad de las estructuras y de las prácticas del gobierno de las sociedades cotizadas<sup>(15)</sup>. En una línea similar los “Principios de gobierno societario” de la OCDE habían marcado en 1999 la importancia de la transparencia informativa sobre la situación financiera, la estructura de la propiedad y el gobierno societario. La revisión de estos Principios en enero de 2004 refuerza este aspecto de la transparencia de las sociedades en unos términos muy similares a los contenidos en el *Informe Winter*<sup>(16)</sup>.

La obligación de formular un informe anual sobre el cumplimiento de las normas del *corporate governance* se recogió en una reforma de la Ley alemana de sociedades por acciones, tras la efectuada en 1998 que afectaba en buena medida a la transparencia de la sociedad y al “órgano de vigilancia”, que se vio posteriormente completada por la “Ley sobre la reforma del Derecho de sociedades anónimas y de balance, y transparencia y publicidad” de 19 de julio de

---

(13) V. su texto traducido por el miembro del Grupo Winter J. M. GARRIDO GARCÍA, que lleva el nombre de “Informe del Grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión Europea (sobre las cuestiones planteadas por las ofertas públicas de acciones)”, publicado en *RDBB* 89, 2003, pp. 277-365, en especial pp. 293-294, donde se indican las menciones que debían recogerse en el informe.

(14) El segundo *Informe Winter* titulado “Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés. Rapport du groupe de haut niveau d’experts en droit des sociétés”, Bruselas, 4 de noviembre de 2002.

(15) *Informe Winter*, p. 50; v. igualmente, J. M., GARRIDO, “El informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *RdS* 20, 2003, p. 111 y ss.

(16) V. OECD, *Principles of Corporate Governance. Draft revised text*, enero de 2004, apartado IV, A, donde se enuncia la difusión de ocho puntos, que como mínimo deben publicar las sociedades, siendo el último de ellos las prácticas del gobierno corporativo.

2002, que entró en vigor pocos días después. La cual, entre otros aspectos, modificó el artículo 161 de la Ley de sociedades anónimas de 1965 en el sentido de imponer a los órganos de administración de la sociedad cotizada el deber de efectuar la redacción de un informe sobre el cumplimiento o no de las reglas del Código de buen gobierno <sup>(17)</sup>.

En una línea similar, aun cuando situando la norma en la LMV y no en la LSA, lo que no deja de ser relevante, la llamada “Ley de transparencia” impuso a todas las sociedades cotizadas la obligación legal de redactar el “Informe anual”, del que nos estamos ocupando.

### III. INCIDENCIA DE LA REDACCIÓN DEL INFORME EN LA TRANSPARENCIA DE LA SOCIEDAD

La obligación de hacer público el “Informe anual” tiene como una finalidad inmediata, conforme ha quedado dicho, el manifestar el cumplimiento de las reglas sobre el buen gobierno de la sociedad, pero de forma más relevante tal obligación tiende a la información y transparencia de esta. Esta preocupación por la transparencia sobre la estructura de las sociedades cotizadas se ha venido manifestando igualmente en el Derecho comunitario del mercado de valores y, como consecuencia de ello, en nuestro ordenamiento. Cabe recordar que la Comisión Europea formuló dos consultas sobre esta materia. La primera de ellas titulada “*Hacia un régimen para la UE relativo a las obligaciones de transparencia de las emisiones cuyos valores están admitidos a cotización oficial*” (11-7-2001). Tras las respuestas a esta consulta, se formuló una segunda que llevaba el mismo título (2-5-2002), con la pretensión de completar algunos aspectos de la primera. En estas consultas se puso de manifiesto el objetivo de alcanzar un mercado financiero único en Europa, para lo que había de establecerse un régimen prácticamente uniforme sobre las obligaciones de información de las sociedades cotizadas. En esta línea, y como primera medida para incrementar la calidad y la comparabilidad de los estados financieros de las

---

<sup>(17)</sup> La reforma del consejo de vigilancia se efectuó mediante la Ley “zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmensbereich” (Kon-TraG) de 27-4-1998; dentro de una amplia bibliografía v. P. HOMMELHOFF y D. MATTHEUS, 1998, p. 249 y ss. Especial mención merece el trabajo de HOPT, K. J., 2000, p. 779 y ss. y, por su vigencia con respecto al debate en nuestro ordenamiento, tienen especial interés las consideraciones dedicadas a anteponer los distintos modelos británico y alemán al abordar la cuestión, p. 798 y ss. La modificación del artículo 161 de la AktG, puede traducirse de la siguiente forma: “La dirección y el consejo de vigilancia de las sociedades cotizadas han de redactar cada año un informe sobre el cumplimiento de las recomendaciones de la Comisión del Código de buen gobierno sobre la dirección y el gobierno de las empresas publicadas en el Diario Oficial. Este informe indicará la lista de las recomendaciones que se han respetado, las que van a serlo y las recomendaciones que no se han aplicado: Este informe debe estar de forma constante a disposición de los accionistas”.

sociedades con cotización en bolsa, se ha promulgado el *Reglamento (CE) núm. 1606/2002 de 19-7-2002 sobre la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad*<sup>(18)</sup>. Normas que tienen singular importancia en este campo, ya que no se limitan al aspecto puramente contable, sino que inciden en la información financiera, hasta el punto de que el *Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad* (que redacta tales normas) ha propuesto que se denominen “*Normas Internacionales de Información Financiera*”<sup>(19)</sup>.

En segundo lugar, se preconizaba por la Comisión Europea “en aras de una mayor claridad y racionalidad” que se procediera a la codificación de las diversas Directivas existentes sobre la información y transparencia vigentes en esta materia relativas al régimen del Mercado de Valores. Labor que se efectuó en buena parte por medio de la Directiva 2001/34/CE de 28-5-2001 sobre “*la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre esos valores*”. El Capítulo III, del título IV, lleva el expresivo título de “*Obligaciones de informar en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa*”<sup>(20)</sup>.

(18) V. D.O. L 243 de 11-9-2002, p. 1; también el Reglamento (CE) 1725/2003, D.O. L 261 de 13-10-2003, p. 1 y Reglamento (CE) núm. 707/2004 de la Comisión, que modifica la anterior, D.O. L 111 de 17-4-2004, p. 3 y ss.

(19) V. *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma. Libro blanco para la reforma de la contabilidad en España*, ICAC, Madrid, 2002; v. el artículo SÁNCHEZ CALERO, F., “Alcance de la aplicación del Reglamento comunitario de las Normas Internacionales de Contabilidad en las sociedades cotizadas”, *RDBB* 88, 2002, p. 141 y ss.

(20) La Directiva 2001/34/CE de 28-5-2001 refundió, con importantes modificaciones, las Directivas 79/279/CEE “*sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial*”; la 80/390/CEE sobre “*coordinación para la elaboración y difusión del folleto para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial*”; la 82/121/CEE sobre “*la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial*”; y la 88/627/CEE sobre “*las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante de una sociedad cotizada*”.

El artículo 65 de la Directiva 2001/34, relativo al trato a los accionistas, establece que la sociedad deberá asegurarles un trato igual a los que se encuentren en condiciones idénticas. Deberá dar todas las facilidades e informaciones necesarias para permitir a los accionistas ejercer sus derechos. En particular, habrá de informar a los accionistas de la celebración de las juntas generales y permitirles ejercer su derecho de voto; publicar avisos o difundir circulares relativas a la distribución y pago de dividendos, a las operaciones de emisión de nuevas acciones, de distribución, de suscripción, de renuncia y de conversión, y designar un organismo financiero como mandatario ante el cual los accionistas puedan ejercer sus derechos financieros, a menos que la sociedad desempeñe ella misma el servicio financiero.

Ha de indicarse que la Directiva 2001/34/CE ha sido modificada en parte y está prevista su modificación en otros aspectos, lo que demuestra el relativo éxito de su propósito armonizador.

El “programa de la transparencia” en la Unión Europea se ha de completar no sólo con las medidas indicadas, sino también con otras, como la Directiva 2003/6/CE sobre información privilegiada (abuso de mercado) y la Directiva 2003/71/CE sobre “*el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o en caso de admisión de los valores mobiliarios a negociación, y que modifica la directiva 2001/34/CE*”<sup>(21)</sup>, la cual es un instrumento de publicidad que contiene las informaciones esenciales, financieras y no financieras, que la sociedad emisora pone a disposición de los eventuales inversores. Información que se ha de completar con la Propuesta de Directiva *sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado, por la que se modifica la directiva 2001/34/CE*<sup>(22)</sup>, a la que se ha de añadir la nueva Directiva, ya aprobada, pero que en estos momentos no ha sido publicada, *relativa a las ofertas públicas de adquisición*, cuyo artículo 10 exige una publicación muy detallada sobre la estructura de toda sociedad cotizada.

En esta línea, el *Informe Aldama* dedicó especial atención a la importancia de la información y la transparencia de las sociedades, y recomendó que esa transparencia debía proyectarse sobre determinados aspectos, como eran la estructura de la propiedad de la sociedad, con relación a las participaciones significativas; la existencia de pactos parasociales, la pertenencia a grupos de sociedades, las medidas de blindaje que pueden existir; la estructura de la administración de la sociedad; operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, esto es, no sólo las operaciones de las sociedades con sus accionistas y sus administradores, sino también con las sociedades del grupo, que pueden dar lugar a violaciones del deber de lealtad de los administradores con la sociedad; los sistemas de control de riesgo, de forma que se hagan públicos los dispositivos de control, para evaluar y mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad; y el funcionamiento de la Junta general, con reglas de funcionamiento y los cauces abiertos para la relación de los accionistas con la sociedad, delegaciones de voto, asistencia a las reuniones, con indicación de su desarrollo.

Sobre la base del interés de estas cuestiones, el *Informe Aldama* sugirió, como se ha dicho, que toda la información referida a ellas debía recogerse en un documento que podía denominarse “Informe anual de gobierno corporativo”, y que, por su importancia, debía ser obligatorio para todas las sociedades cotizadas [letra a) del ap. II, 2.2].

---

(21) DO L 345/64, 31-12-2003.

(22) COM/2003/0138.

#### IV. INSERCIÓN DEL “INFORME ANUAL” EN LA “LEY DE TRANSPARENCIA”

En marzo de 2003, el Gobierno envió al Congreso un proyecto de Ley que recogía la recomendación de la redacción del documento sugerido por la Comisión Aldama sobre el “Informe anual del gobierno corporativo” y también los instrumentos de información de que la sociedad debía disponer para difundir la información a los accionistas y la relativa a los hechos relevantes prevista en la LMV <sup>(23)</sup>. Se ha de hacer notar que el Proyecto no detallaba los datos que debían ofrecerse a los accionistas, sino que se remitía a las normas reglamentarias, al tiempo que se indicaba que del documento, una vez entregado a la CNMV, ésta debía remitir una copia “a las respectivas autoridades de supervisión cuando se trate de sociedades cotizadas que estén dentro del ámbito de su competencia”.

Tras el trámite parlamentario, se promulgó la Ley 26/2003, de denominación amplia pero que había de conocerse como “Ley de transparencia”, que incorporó la obligación de redactar el documento del “Informe anual de buen gobierno corporativo” al artículo 116 de la LMV, con la particularidad de que concretó su contenido mínimo, que debía completarse por normas reglamentarias (confiriendo tal facultad al Ministerio de Economía, que podía delegar en la CNMV), al tiempo que añadía a los apartados señalados en el *Informe Aldama* otro titulado: “f) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”. Lo que quiere decir que el “Informe anual de gobierno corporativo” hace referencia no sólo a las “recomendaciones de gobierno corporativo” o si se quiere a los “códigos de buen gobierno”, sino también al principio recogido en el movimiento de *corporate governance*, conocido como el de “cumplir o explicar”. El *Informe Aldama* lo explica diciendo que “las sociedades disponen de un alto grado de autonomía para estructurar la organización y funcionamiento de sus órganos de gobierno y para adaptarlos a sus necesidades, circunstancias y preferencias específicas. No obstante, cuando se aparte de los estándares de buen gobierno, sea de los establecidos o recomendados con carácter general —como los que se contienen en este Informe—, sea de los adaptados y publicados por cada sociedad, deben ofrecer una motivación detallada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarlas adecuadamente. Además, en relación a las prácticas efectivamente seguidas, la exigencia de motivación significa evaluar regularmente las prácticas de buen gobierno y

---

(23) Publicado en el B.O. del Congreso de 28 de marzo de 2003, v. SÁNCHEZ CALE-RO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de Ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, *RdS* 20, 2003, p. 17 y ss.

ofrecer un juicio sobre su grado de observancia, aportando —allí donde sea posible— datos y soportes que puedan acreditarlos” (ap. II, 2.3) <sup>(24)</sup>.

El fundamento de este “principio” ha de buscarse partiendo de la idea de la “autorregulación” de las sociedades cotizadas. O dicho en términos más precisos, del ámbito en que se ha de mover la autonomía de la voluntad de la propia sociedad, dentro de los límites impuestos por el Derecho imperativo existente tanto en el campo del Derecho de sociedades, como en el del mercado de valores. Dejando a un lado este último, que ha de incluirse normalmente dentro del ámbito de la imperatividad bajo la vigilancia de la Administración pública que posee un poder sancionador en el supuesto de su incumplimiento (art. 85 y ss. de la LMV) y que por consiguiente limita la eventual autorregulación <sup>(25)</sup>, la autonomía de la voluntad ha de operar dentro de los márgenes señalados por la LSA, en el momento fundacional de la sociedad y también, a la hora de la redacción del contenido de los estatutos durante la vida de la sociedad, dentro de los marcados por su artículo 10, cuando señala el límite del poder de la autonomía de la voluntad de los socios en el momento de la fundación de la sociedad, que se ha de extender al ámbito de la competencia de la Junta general, en el caso de la reforma de los estatutos sociales. Límite marcado por las leyes y los “principios configuradores de la sociedad anónima”, que aparecen como un reflejo de lo que disponen las propias leyes societarias <sup>(26)</sup>. Principios que parece lógico admitir que no son idénticos en las sociedades anónimas cotizadas, sobre las que recaen normas contenidas en la LSA y en la LMV, y en las sociedades anónimas cerradas.

La autorregulación —basada como decimos en la autonomía de la voluntad— se manifiesta en las sociedades anónimas cotizadas no sólo por medio de los estatutos sociales, sino también a través de los reglamentos de la Junta general y del Consejo de administración, con la particularidad de que, en el primer caso, es la propia Junta quien dispone de cierta autonomía para la redacción de ese reglamento (art. 113 de la LMV), y, en el supuesto del reglamento del Consejo de administración, es el propio órgano, con Informe de la Junta general, quien podrá dictarlo, poder que se extiende a redacción de los reglamentos de las Comisiones del Consejo [art. 115 de la LMV, completado por la

---

(24) *Informe Aldama*, p. 16.

(25) V. sobre la función preventiva de las normas de la LMV, con su preocupación por la transparencia y difusión de la información, ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes sociedades (Reforma legal versus Códigos de conducta)”, AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 118.

(26) V. en este sentido VELASCO SAN PEDRO, L. A., en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (dirigido por F. Sánchez Calero), Madrid, 1997, p. 321.

letra c) de art. 1.1 de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre]. Reglamentos que, según resulta de las mencionadas disposiciones, han de respetar las normas contenidas en la ley y en los estatutos sociales.

## V. GRADO DE VINCULACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES DEL GOBIERNO SOCIETARIO

La determinación del grado de valor vinculante de las recomendaciones de gobierno corporativo ofrece algunas dificultades. Las recomendaciones del *Informe Olivencia* eran, en principio, según es notorio de carácter puramente voluntario<sup>(27)</sup>. El *Informe Aldama* nos manifiesta que, por medio del principio de “cumplir o explicar”, el cumplimiento de tales recomendaciones puede eludirse si la sociedad ofrece “una exposición detallada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarla”. Se advierte de esta consideración, que nos hallamos en un campo metajurídico, ya que se trata de unas recomendaciones cuyo incumplimiento, debidamente explicado, ha de ser juzgado por los mercados, no se sabe bien conforme a qué criterios y si tal juicio será a favor o en contra. De cualquier forma, si bien es cierto que se ha de partir del hecho de que se ha dado un paso adelante al establecer la obligatoriedad de redactar el “Informe anual de gobierno corporativo”, igualmente lo es que el artículo 116 de la LMV no es preciso al referirse a este punto, pues la letra f) del apartado cuarto de ese artículo, tras indicar que en el “Informe anual” se ha de recoger el grado de seguimiento de las recomendaciones del gobierno corporativo, *dicho artículo* declara, siguiendo el mencionado principio de “cumplir o explicar”, que en el “Informe anual” se ha de recoger la “explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”, por lo que ha de entenderse que la LMV parece confiar igualmente en el “juicio del mercado”, y deja al margen el considerar que se ha producido la infracción de una norma que se considera no vinculante.

No obstante, el apartado quinto del propio artículo 116 ha ido algo más allá, pues además de establecer que la falta del “Informe anual de gobierno corporativo” y que sus omisiones o datos engañosos o erróneos pueden generar una responsabilidad administrativa [v. letra b) bis del art. 100 de la LMV, que considera tales conductas como faltas graves], declara que corresponde a la CNMV “el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a cuyo efecto podrá recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento”. Lo que deja clara la facultad de supervisión o vigilancia de la CNMV en el

---

(27) V. por todos, OLIVENCIA, “El gobierno de las sociedades”, en AA.VV., *Libro homenaje F. Sánchez Calero*, II, Madrid, 2002, p. 1771 y ss.

cumplimiento de las normas sobre el gobierno corporativo, y su facultad de hacer público lo que considere relevante sobre “su grado efectivo de cumplimiento”, pero que el incumplimiento de las normas de buen gobierno por parte de una sociedad pueda no justificar por sí solo una actuación disciplinaria por parte de la CNMV.

Por otro lado, se ha de tener en cuenta que, entre nosotros, la determinación de las reglas o recomendaciones del gobierno corporativo no resulta fácil. La Orden ECO/3722/2003, en la letra f) de su artículo 1.1, establece que en el “Informe anual” se ha de indicar el grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno o, en su caso, las explicaciones de la falta de seguimiento de tales recomendaciones, y esa Orden añade que, a estos efectos, la CNMV “elaborará un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes, que podrán servir como criterio para la adopción de las normas de buen gobierno por parte de las sociedades, y para la justificación o explicación de las normas o prácticas que apruebe o realice la sociedad”. De forma ciertamente ambigua, viene a decirnos esta disposición que la CNMV habrá de redactar un “código de gobierno corporativo” inspirado en las recomendaciones existentes (Informes *Olivencia* y *Aldama*), “que podrán servir como criterio para la adopción de las normas de buen gobierno por parte de las sociedades”, dando a entender que no sólo la CNMV podrá preferir unas recomendaciones respecto a otras cuando no sean coincidentes<sup>(28)</sup>, sino también establecer algunas nuevas. En todo caso, al no estar redactado el “documento único” por la CNMV cuando publicó su Circular 1/2004, de 17 de marzo, ésta ha dejado indicado, al referirse al apartado F) del “Informe anual”, que “en tanto el documento único al que se refiere la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, no sea elaborado, deberán tomarse como referencia para completar este apartado las recomendaciones del Informe Olivencia y del Informe Aldama”.

Sobre este punto me parece importante recordar que la Comisión de la Unión Europea, siguiendo los pasos del *Informe Winter*, aconseja que cada Estado miembro redacte un “código de gobierno corporativo”.

En efecto ese Informe partió de la consulta pública que efectuó, sobre la conveniencia de redactar un código europeo de *corporate governance*, llegándose por el Grupo Winter a una conclusión negativa, una vez recibidas las respuestas, ya que estimó que las diferencias más relevantes estaban no en los códigos de buen gobierno, sino en el Derecho de sociedades de los Estados miembros. Por esta razón recomendó que, sin perjuicio de que la Comisión fomentara la coordinación entre muy numerosos “códigos”, aconsejara que

---

(28) V. gr., las relativas a las remuneraciones de los administradores, aun cuando la Orden ministerial parece haber tomado partido en este punto.

cada Estado eligiera un código para su país, lo que facilitaría la coordinación entre los diversos Estados <sup>(29)</sup>.

La Comisión Europea acogió esta idea y, tras reiterar que un código único europeo tendría diversos inconvenientes, propuso “mejorar la información sobre las prácticas de gobernanza empresarial”, lo que debe implicar que las sociedades cotizadas redacten, además de las cuentas anuales, una “Declaración anual de gobernanza empresarial” (*Annual Corporate Governance Statement*), es decir, un documento similar al denominado por la LMV, siguiendo el *Informe Aldama*, “Informe anual de gobierno corporativo”, que debe incluir los siete puntos que se transcribieron, con algunas diferencias, en su artículo 116. Redacción de este documento que, junto a diversas medidas que sugiere la Comisión, sigue en general el *Informe Winter*, que pretende, como es notorio, la modernización del Derecho de sociedades de los Estados miembros. En este punto la Comisión afirma que la Unión Europea debe implicarse activamente en una coordinación en esta materia, e indica que “en particular, cada Estado miembro debería avanzar hacia la designación de un código de gobernanza empresarial, para su uso a nivel nacional, al que deben ajustarse las empresas con cotización oficial de su jurisdicción o por referencia al cual deben explicar sus desviaciones. Esta coordinación —sigue diciendo el documento— no debería referirse solamente a la elaboración de estos códigos nacionales, también a los procedimientos que los Estados miembros hayan establecido para controlar su buena aplicación y el respeto de las obligaciones de información” <sup>(30)</sup>.

## VI. CONTENIDO DEL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO

El contenido del “Informe anual de gobierno corporativo”, cuyas líneas básicas vienen enunciadas en el artículo 116 de la LMV, está detallado en la

---

<sup>(29)</sup> En el Informe se hace referencia al voluminoso trabajo realizado por Weil, Gotschal & Manges: WEIL, GOTSHAL & MANGES, *Comparative Study of Corporate Governance Codes to the European Union and its Member States. Final Report, 2002*, tras el Informe general comprende cinco anexos, con referencia a los distintos códigos en los Estados miembros de la Unión Europea. La lista de “códigos” en la actualidad es aún mucho más numerosa.

<sup>(30)</sup> El documento de la Comisión Europea es una Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo que lleva por título “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar”, COM/2003/284, y es en su apartado 3.1.3 donde establece que cada Estado miembro de la U.E. debería designar un código único de gobierno societario, válido a nivel nacional. Este documento de la Comisión ha sido informado favorablemente en términos generales por el Consejo el 22-9-2003 y por el Comité Económico Social Europeo con fecha 10-12-2003.

Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, cuyo régimen, a su vez, se completa por la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV<sup>(31)</sup>. Esta Circular se refiere de forma detallada al contenido y a la estructura del Informe corporativo, así como a los formularios que han de rellenar las sociedades anónimas cotizadas. Las disposiciones reglamentarias han fijado en seis apartados el contenido del Informe, dentro del marco fijado por el artículo 116.4 de la LMV (apartados que están señalados en el *Informe Aldama*; los cinco primeros están enunciados en sus páginas 13 y 14; el sexto se indica en su página 16). Se ha de advertir que la Circular desarrolla en su Anexo I un Modelo de “Informe anual de gobierno corporativo”, cuyos conceptos tratan de aclararse en unas instrucciones que se recogen en el mismo anexo<sup>(32)</sup>. Es de interés hacer notar que en la exposición de motivos de la Orden ECO/3722/2003 se dice que el “Informe anual” debe contener una información reglada que no omita datos relevantes, ni incluya informaciones que puedan inducir a error, y precisa que para ello deberá estar redactado “en lenguaje claro y preciso, de forma que no dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios”. Añade, a tal efecto, que se han de realizar las comprobaciones necesarias y adoptar todas las medidas oportunas para asegurarse la veracidad de su contenido y de que no se omite ningún dato relevante, ni se induce a error, advertencia que se relaciona con el contenido del apartado 5.º del artículo 116 de la LMV cuando establece que sin perjuicio de las sanciones que proceda imponer por la falta de remisión de la documentación o del informe del gobierno corporativo, o la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos, corresponde a la CNMV “el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a cuyo efecto podrá recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento”.

## **1. Estructura de la propiedad de la sociedad**

La finalidad de este apartado es la de exponer cuál es el capital de la sociedad e indicar el detalle de su titularidad. A tal efecto el Informe Aldama sugería, partiendo de la actual obligación de publicidad de las participaciones significativas, ofrecer “una imagen fiel y actualizada de los poderes que controlan las sociedades, haciendo pública la estructura de su capital”. Para ello seña-

---

(31) Con relación a las Cajas de Ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales, se ha publicado la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero.

(32) En él se dice: “Para mejor comprensión del modelo y posterior elaboración del mismo, es necesario leer las instrucciones que para su cumplimentación figuran al final del presente Informe”). Sin poder entrar en el detalle del mismo, interesa aludir a alguno de sus aspectos más relevantes.

laba que era preciso tener en cuenta no simplemente los porcentajes de participación, directa o indirecta de los accionistas, sino de modo especial las que resultaran de los pactos parasociales, de los grupos de sociedades o de la titularidad de las acciones por parte de los miembros del Consejo de administración, así como de la autocartera.

Estas exigencias —recogidas ya en nuestro Derecho del mercado de valores—, tanto mediante disposiciones contenidas en la LMV, como también en normas reglamentarias <sup>(33)</sup>, se quieren precisar en la Orden ECO/3722/2003 y en la Circular con referencias no sólo a esas disposiciones, sino poniendo énfasis en la titularidad de las acciones, la participación de los administradores en el capital, los pactos entre accionistas que afecten al derecho de voto y otros detalles que vamos a exponer a continuación, sin olvidar que la pretensión de este documento es precisamente la de ofrecer una visión de conjunto de la estructura de capital, con carácter actualizado respecto a la situación de esa estructura en un determinado año y que se pueda obtener mediante la consulta de la página web o el documento en el que se imprima.

a) Un primer aspecto que ha de ofrecer este apartado es la determinación de la cifra del capital social, tras su última modificación, con indicaciones del número de acciones que lo componen, así como si todas las acciones son iguales o existen clases de acciones, con precisión del número de ellas. Se requiere el detalle de los titulares directos o indirectos de participaciones significativas, de su cuantía, del porcentaje que representan sobre el total del capital social, así como, en el caso de que la titularidad sea indirecta, la identidad de las personas a cuyo nombre están las acciones indicando el número que corresponde a cada una de ellas e igualmente el porcentaje con relación al capital social. Junto a esto se pide que en el documento aparezcan los movimientos más significativos de la estructura accionarial, esto es, las compras y ventas de acciones que se han producido durante el ejercicio.

En este aspecto de la titularidad de las acciones se pretende que luzcan en el “Informe anual” las participaciones directas o indirectas, con la indicación del número de acciones que posee cada uno y el porcentaje sobre el capital social que representan, que tengan los miembros del Consejo de administración, al tiempo que se ha precisar no solamente su identificación, sino la fecha de su primer nombramiento y la del último. Se requiere también que en el caso

---

(33) Principalmente por medio del R.D. 377/1991, de 15 de marzo, modificado en parte por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre y completado por otras normas; V. Orden de 23 de abril de 1991, Circular 2/1991, de 24 de abril, R.D. 1370/2000, de 19 de junio y Circular 4/2000, de 2 de agosto; v. TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del mercado de valores*, 2.<sup>a</sup> ed. Madrid, 2003, pp. 70-72.

de participaciones indirectas poseídas por el consejero se precise a nombre de quién están, así como el número de acciones que forman esas participaciones. Al propio tiempo se ha de hacer constar los derechos de opción que los consejeros tengan sobre las acciones de la sociedad, con la identidad de cada consejero, el número de derechos de opción de que dispone, así como las acciones que en definitiva puede adquirir cada uno.

b) Otro aspecto al que presta atención el documento en este apartado es el referente a los vínculos que pueden existir entre los accionistas, ya sean de carácter familiar, contractual o societario, precisando la naturaleza del vínculo, siempre que se trate de participaciones significativas y sean conocidos por la sociedad, con descripción sucinta de su contenido y la identidad de los titulares. Al margen de estas relaciones, han de reflejarse en el documento los pactos parasociales entre accionistas que hayan sido comunicados a la sociedad, a los que se refiere el artículo 112 de la LMV, con descripción de la naturaleza del pacto (referido al ejercicio de derecho de voto o a la transmisibilidad de las acciones) así como el porcentaje de capital que representan. También habrán de reflejarse en el “Informe” las acciones concertadas que puedan existir entre los accionistas de la sociedad y que ésta conozca, a las que se refiere el R.D. 377/1991. Es de hacer notar que, siguiendo estas normas, la Orden 3722/2003 y la Circular 1/2004 distinguen los pactos o acuerdos entre accionistas que impliquen una acción concertada de los pactos parasociales [v. letra a) del art. 1.1 de la Orden y apartado A.6 del anexo de la Circular]. Siguiendo estas disposiciones las instrucciones contenidas en la Circular nos dicen que “se entiende por **Pactos Parasociales** aquellos pactos que tengan por objeto la regulación del ejercicio de derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas”, para añadir en el apartado siguiente que “se entiende por **Acción Concertada** la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas, que generen la obligación de comunicar participación significativa de conformidad con el R. D. 377/1991, en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tengan por objeto influir de manera relevante en la misma”<sup>(34)</sup>.

c) El control de la sociedad por parte de alguna persona es otro dato que se ha de reflejar en este documento, en el que se ha de indicar si existe alguna persona física o jurídica que ejerza o pueda ejercer el control sobre la sociedad

---

(34) Apartado A.6 de las instrucciones. La referencia al R.D. 377/1991, en lo relativo a la definición de “acción concertada”, reproduce el contenido del párrafo 2.º del art. 2.1 de dicho R.D., que fue introducido por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, de modificaciones al régimen jurídico de los mercados de valores.

de acuerdo con el artículo 4 de la LMV, el cual, como es notorio, ofrece una noción del grupo de entidades caracterizado por la unidad de decisión<sup>(35)</sup>.

d) Las últimas indicaciones referentes a la estructura del capital social están dirigidas a exponer la situación de la autocartera de la sociedad. El documento ha de reflejar, en primer lugar, el número total y el porcentaje referido al capital de acciones propias que la sociedad posee, de forma directa o indirecta, debiendo precisarse en este último supuesto la entidad que directamente es titular de las acciones y su número. En todo caso, se ha de describir el detalle de las variaciones significativas de la autocartera durante el ejercicio, conforme a lo establecido en el R.D. 377/1991, con precisión de los resultados obtenidos por operaciones de autocartera.

Se ha de recoger en este apartado el acuerdo de la Junta general de la sociedad autorizando la adquisición de acciones propias, así como las condiciones establecidas en él conforme a lo dispuesto en el artículo 75 de la LSA, con indicación de la suspensión del derecho de voto y demás derechos políticos incorporados a las acciones propias y, en su caso, a las de la sociedad dominante; se informará igualmente que las acciones propias se computan a los efectos de calcular las cuotas necesarias para la constitución y adopción de acuerdos en la Junta, de conformidad con el artículo 79 de la LSA.

## **2. Estructura de la administración de la sociedad**

Este aspecto del Informe corporativo ofrece un especial interés tanto por el carácter preeminente que ocupa el Consejo de Administración en la organización de las sociedades anónimas cotizadas como por la configuración del propio Consejo y la procedencia, en ciertos casos, de alguno de sus miembros.

Partiendo la Ley 26/2003 del respeto al principio de la autorregulación de la sociedad cotizada, ésta, de acuerdo con lo establecido en el artículo 115.1 de la LMV, está obligada a que el Consejo de administración apruebe su propio reglamento que ha de regular su régimen interno y su funcionamiento. La Orden ECO/3722/2003 en su número cuarto, completada por lo establecido en la Circular 1/2004, declara que en la página web de la sociedad ha de figurar, junto a otros documentos, el reglamento del Consejo de Administración y en su caso los reglamentos de las comisiones del Consejo, el número e identidad de los

---

(35) V., dentro de una amplia bibliografía, EMBID IRUJO, J. M., “Grupos y gobierno corporativo”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 60 y ss., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Breves reflexiones sobre el concepto de grupo en el artículo 4.º de la LMV”, en AA.VV., *Libro homenaje F. Sánchez Calero*, T.V, Madrid 2002, p. 5465 y ss.

miembros del Consejo, así como “la condición de los mismos de acuerdo con lo establecido en el Reglamento del Consejo”. La Circular 1/2004 de la CNMV expone con singular detalle las menciones que ha de recoger el “Informe anual” sobre la estructura de la administración de la sociedad.

a) Con relación a la composición del Consejo de Administración ha de contar el número máximo y el número mínimo de consejeros fijados por los estatutos, cuya concreción, como es notorio, ha de efectuar dentro de esos límites la Junta general. Ese número total de consejeros ha de figurar en el documento anual, con indicación de su identidad, si ocupa algún cargo en el Consejo, fecha de su primer nombramiento, fecha del último, y el procedimiento por el que ha sido elegido. Si el administrador fuera una persona jurídica, habrá de indicarse al propio tiempo el nombre del representante que ejerza las funciones de administrador de la sociedad.

Se ha de hacer constar en el “Informe anual” si se han producido ceses durante el ejercicio, con indicación del nombre y la fecha en que se produjo el cese.

b) Habrán de indicarse las distintas clases de consejeros, que en la Circular son cuatro:

a’) Los consejeros ejecutivos, que el *Informe Aldama* califica también como “internos”, y de forma bastante imprecisa los define diciendo que son los “consejeros que poseen funciones ejecutivas o directivas en la sociedad o en alguna de sus sociedades participadas, y en todo caso los que mantengan una relación contractual laboral, mercantil o de otra índole con la sociedad, distinta de su condición de consejero<sup>(36)</sup>. También son consejeros ejecutivos quienes tengan alguna capacidad de decisión en relación con alguna parte del negocio de la sociedad o del grupo mediante delegación o apoderamiento estables conferidos por el Consejo de administración o por la sociedad respectivamente”. Para afirmar a continuación “*a sensu contrario*, que no debería considerarse consejero ejecutivo o interno a quien reciba facultades especiales de la Junta general o del Consejo de administración, vía delegación, autorización o apoderamiento para un determinado contrato” [letra a) del apartado IV.2.1]. Definición del consejero ejecutivo cuyo primer párrafo ha reproducido la Circular

---

<sup>(36)</sup> Esta definición resalta el hecho de que el consejero tenga una “relación contractual” con la sociedad. A nuestro juicio, todo consejero, como administrador, mantiene una relación orgánica con la sociedad en cuanto titular del órgano de administración, lo que no impide que en el orden interno puedan establecerse contratos de arrendamiento de servicios (o si se quiere, “de administración”) para concretar los términos de esa relación. En todo caso, nos parece impreciso e inexacto hablar de que tal relación puede ser de carácter “laboral, mercantil o de otra índole”.

1/2004 en sus Instrucciones <sup>(37)</sup>. Quizá hubiera sido más preciso decir que el consejero ejecutivo es el consejero delegado en quien el Consejo de administración delega de forma permanente funciones de dirección y administración ordinaria de la sociedad, con el poder de representación de ésta en los términos previstos en el artículo 129 <sup>(38)</sup>.

La Circular establece que en el apartado correspondiente a los consejeros ejecutivos ha de aparecer, junto a su identidad, la “Comisión que ha propuesto su nombramiento” (cuando en realidad lo relevante es el acuerdo de delegación del Consejo, conforme a lo establecido en el artículo 141 de la LSA), y el cargo en el organigrama de la sociedad;

b’) Los consejeros “externos dominicales” se delimitan en el *Informe Aldama* como “los consejeros propuestos por accionistas, individuales o agrupados, en razón de una participación estable en el capital social que, independientemente de que dé o no derecho a un puesto en el órgano de administración, se haya estimado suficientemente significativa por el Consejo, teniendo en cuenta el capital flotante de la sociedad, para elevar su propuesta a la Junta General de Accionistas” [letra b), ap. IV, 2.1] <sup>(39)</sup>.

La Orden ECO/3722/2003 establece que el “Informe del gobierno corporativo” ha de indicar “los consejeros que hayan sido nombrados en representación de participaciones significativas, o cuyo nombramiento haya sido promovido por los titulares de participaciones significativas, con especificación de la

<sup>(37)</sup> V. letra B.1.3 de las Instrucciones.

<sup>(38)</sup> Nos parece claro: a) Que no se puede calificar como consejero ejecutivo de una sociedad el que lo sea de una filial (lo será de ésta, no de la matriz, en la que sea simple consejero); b) Que el único órgano que puede delegar en los consejeros es el Consejo, no la Junta general, la cual tampoco puede otorgar poderes); c) Que el contrato realizado entre el consejero delegado y la sociedad, por medio del Consejo de administración, es un contrato mercantil de prestación de servicios, que concreta —a diferencia de lo que sucede con otros consejeros— los términos de su relación orgánica interna con la sociedad. De forma incidental crítica la definición contenida en el *Informe Aldama* ESTEBAN VELASCO, 2001, p. 90.

<sup>(39)</sup> Se ha de anotar que en el Proyecto de Ley de transparencia presentado al Gobierno en marzo de 2003 se establecía la responsabilidad de los accionistas que hubieran propuesto a los consejeros dominicales, si bien con una formulación equívoca, al decir el apartado 3.º del artículo 133 de la LSA que “igualmente responderán los accionistas del daño que causen los administradores que designen por actos contrarios a la Ley o a los estatutos o realizados incumpliendo los deberes con los que deben desempeñar el cargo”. Párrafo que no pasó al Proyecto definitivo de ley enviado al Congreso.

El calificativo de “externo” referido a quienes son miembros titulares del Consejo de administración procede del movimiento de *corporate governance*, y es una expresión, a nuestro juicio, poco acertada.

naturaleza de las relaciones que los vinculen a los titulares de participaciones significativas. Indicación de la existencia e identidad de miembros del Consejo de administración que sean, a su vez, miembros consejeros de sociedades que ostenten participaciones significativas en la sociedad cotizada”.

Los casos de consejeros llamados dominicales, según se desprende de la lectura del párrafo transcrito de la Orden ministerial, ofrecen una diversidad de matices que en ella se detallan, lo cual se ha reflejado en las Instrucciones de la Circular 1/2004 <sup>(40)</sup>, que declara que dentro de la categoría de accionistas externos dominicales se incluirán los siguientes supuestos:

a”) Cuando el consejero ha sido nombrado por el titular de la participación significativa o una entidad perteneciente al mismo grupo en ejercicio del derecho de representación proporcional. Esto es, se alude al nombramiento del consejero siguiendo el sistema regulado del artículo 137 de la LSA y RD 821/1991, de 17 de mayo que lo desarrolla. Supuesto de aplicación ciertamente poco frecuente en las sociedades anónimas cotizadas <sup>(41)</sup>;

b”) Cuando los nombrados miembros del Consejo de la sociedad sean a su vez Consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios respecto al titular de la participación significativa o sociedades pertenecientes al mismo grupo;

c”) Cuando para el acuerdo de nombramiento hayan sido necesarios los votos a favor emitidos por el titular de la participación significativa o por sociedades pertenecientes al mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados por dicho titular. Supuesto en el que, al parecer, se mezclan dos casos diferentes. En primer lugar, cuando el nombramiento del Consejero se haya efectuado en la Junta general, ya que en otro caso no tiene sentido la referencia a los votos del accionista o los de las sociedades de su grupo. En segundo término, se refiere al nombramiento del consejero por sistema de cooptación;

d”) Cuando sea el propio consejero el titular de la participación significativa de que se trate o de una sociedad perteneciente a su grupo. En este último supuesto parece darse a entender que el consejero es una persona jurídica, caso posible pero no frecuente, pues la práctica nos muestra que cuando una socie-

---

<sup>(40)</sup> Distinción que no se refleja adecuadamente en la casilla del formulario relativo a los “consejeros externos dominicales” (apartado B.1.3).

<sup>(41)</sup> La Propuesta de Código de Sociedades mercantiles establece que “no será de aplicación al consejo de administración de sociedad cotizada el sistema de representación proporcional” (art. 423.1).

dad tiene una participación significativa en otra sociedad cotizada suele designar a una persona natural (o más de una) que externamente aparece como consejero en su propio nombre, pero es un fiduciario de la persona jurídica. No obstante, el supuesto al que se refiere la Circular en primer término puede referirse también al caso de una persona natural que es titular de la participación significativa, directa o indirectamente;

e') Cuando en la documentación de la sociedad en la que conste el nombramiento, el titular de la participación significativa asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular o que lo representa o que el consejero dominical lo es por su relación con aquél. Es frecuente que el accionista significativo, al conocer el hecho de que existe una vacante en el Consejo de la sociedad, proponga en un escrito al Presidente la designación como consejero de la misma por el sistema de cooptación a una determinada persona;

c) A continuación la Circular 1/2004 se ocupa de los llamados “consejeros externos independientes”. El *Informe Olivencia* dedicó especial atención a los consejeros independientes, indicando en la recomendación segunda de su Código que en la composición del Consejo debía integrarse un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil respondiera a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos (rec. 2.<sup>a</sup>). En ese Informe se ponía de manifiesto la importancia de la extracción profesional de los independientes, si bien no dejaba de ocultar la dificultad de obtener tales consejeros<sup>(42)</sup>.

El *Informe Aldama* trata de concretar las condiciones que garanticen su imparcialidad y objetividad de criterios, y enuncia a modo indicativo, los siguientes: “1. No tener o haber tenido recientemente, relación de trabajo, comercial o contractual, directa o indirecta, y de carácter significativo con la sociedad, sus directivos, los consejeros dominicales o sociedades del grupo cuyos intereses accionariales éstos representan, entidades de crédito con una posición destacada en la financiación de la sociedad u organizaciones que reciban subvenciones significativas de la sociedad. 2. No ser consejero de otra sociedad cotizada que tenga consejeros dominicales en la sociedad de que se trate. 3. No

---

<sup>(42)</sup> El propio *Informe Olivencia* no dejaba de mostrar, de forma anticipada, un cierto temor, ante la selección de los independientes, al decir: “Nuestra impresión es que en los medios financieros se está extendiendo la interpretación un tanto ligera de lo que es el consejero independiente, más atenta a la letra que al espíritu de la denominación”. (ap. 2.2). Una referencia a las distintas opiniones sobre los consejeros independientes, v. en M. J. MORILLAS JARRILLO, 2002, p. 215 y ss.

tener relación de parentesco próximo con los consejeros ejecutivos, dominicales o los miembros de alta dirección de la sociedad” [letra c) del ap. IV.2.1] <sup>(43)</sup>.

El *Informe Winter* destaca que lo relevante para tener carácter de independiente es la ausencia de vínculos con la sociedad y aconseja la conveniencia de hacer una lista de casos que pueden comprometer la independencia. Así dice que tal lista debería incluir, al menos, las personas empleadas de la sociedad o que lo hayan sido durante un periodo inferior a cinco años a su nombramiento como consejero; los que perciban honorarios de la sociedad o de sus dirigentes por sus trabajos o consejos; los que perciban remuneraciones vinculadas a los resultados de la sociedad; los que en su condición de administrador externo (o miembro del consejo de vigilancia) tengan la misma condición en otra sociedad vinculada, y los que solos o juntamente con otros sean accionistas mayoritarios de la sociedad o sus representantes <sup>(44)</sup>.

La Circular 1/2004 —omitiendo una alusión a las cualidades de independencia de los consejeros respecto a la sociedad— hace una referencia indirecta a ellos con unos especiales matices en los que aflora la esperanza de su eficacia, al decir que se entenderá por consejeros externos independientes a los consejeros de reconocido prestigio profesional “que puedan aportar su experiencia y conocimientos al gobierno corporativo y que, no siendo ejecutivos ni dominicales, resulten elegidos como tales y reúnan las condiciones que aseguren su imparcialidad y objetividad de juicio”. Se pide por la Circular que conste una referencia al perfil de su trayectoria profesional en la Comisión del Consejo que propuso al consejero externo independiente.

d) La Circular 1/2004, siguiendo al *Informe Aldama*, se refiere a otros consejeros externos que no tengan ni la condición de dominicales, ni de independientes, sin indicar su perfil, pidiendo exclusivamente su identidad y la indicación de la Comisión que ha propuesto su nombramiento.

e) El “Informe anual”, tras recoger las menciones de las distintas clases de consejeros y pedir que se indique en él si la calificación de los mismos se ajusta a la distribución prevista en el reglamento del Consejo, exige que se enuncien, con la identificación correspondiente, una serie de datos que en gran medida tratan de detectar los eventuales conflictos de intereses con la sociedad, y en los que aflora también la preocupación por el deber de fidelidad o de

---

<sup>(43)</sup> En el *Informe Aldama* se hace referencia al voluminoso trabajo realizado por Weil, Gotschal & Menges, ya citado, formado por un Informe General y cinco Anexos, que fue presentado en marzo de 2002, con descripción de los “códigos” de buen gobierno existentes entonces. La lista de “códigos” en la actualidad es aún mucho más numerosa.

<sup>(44)</sup> *Informe*, letra b) del ap. III, 4.1.

lealtad. Así se ha de indicar: 1. Los miembros del Consejo que asuman cargos de administradores o de directivos en otras sociedades que forman parte del grupo de la sociedad cotizada, identificando tales sociedades así como el cargo que ocupan en ellas; 2. Si los miembros del Consejo lo son también de otras sociedades cotizadas en España, ajenas al grupo, indicando el nombre de esas sociedades y el cargo que desempeñan; 3. Si los miembros del Consejo son titulares de participaciones significativas de otras sociedades, sean o no del grupo, con indicación de la sociedad y de la participación; 4. Si los miembros del Consejo tienen relaciones relevantes, distintas de las participaciones significativas, con accionistas importantes u otras sociedades del grupo, indicando el nombre del accionista significativo y describiendo la naturaleza de esa relación; 5. Si los miembros del Consejo tienen participaciones en el capital de otra sociedad que tenga el mismo, análogo o complementario género de actividad del que constituya el objeto social, tanto de la sociedad como de su grupo y que hayan sido comunicadas a la sociedad <sup>(45)</sup>, debiendo indicarse en el “Informe anual”, además de la identidad del consejero y de la otra sociedad, el importe de la participación y si ocupa algún cargo en esta sociedad <sup>(46)</sup>.

f) La remuneración de los consejeros es objeto de especial atención por parte de la Circular que exige el detalle, separado por conceptos, tanto respecto a los que perciba de la sociedad, como lo que perciba por ser consejero o directivo de las sociedades del grupo, y también en otras sociedades. Información que no es individualizada con relación a cada consejero, sino que se exigen datos globales o agregados. En estos datos se ha de indicar el porcentaje que representa el total de esas cifras respecto al beneficio de la sociedad, así como si existen cláusulas de garantía o de blindaje para el caso de despido o de tomas de control por parte de otras sociedades.

Se ha de lamentar la omisión del “Informe anual” de ofrecer una información relativa a la remuneración de cada uno de los consejeros porque éste ha sido un dato pedido por diversos informes y “códigos” de buen gobierno. Así el *Informe Olivencia* recomendaba una información individualizada de la remunera-

---

(45) Deber de comunicación que el artículo 127 *ter*, apartado 4, de la LSA impone al consejero.

(46) Estas menciones prestan especial atención, como decimos, al deber del lealtad de los administradores; sobre el superior alcance que ha de tener el deber con relación al de diligencia se manifiesta PAZ-ARES, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, 2003, p. 68 y ss.; justamente, a nuestro juicio, sobre la importancia del deber de diligencia, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El deber de diligencia”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 435 y ss.

ración de cada miembro del Consejo de Administración<sup>(47)</sup>, pero el *Informe Aldama* no siguió tal recomendación, aconsejando una información global. El *Informe Winter*, que expuso como es notorio el marco sobre la regulación para un moderno Derecho europeo de sociedades, hizo unas consideraciones sobre esta materia, mostrándose de forma decidida a favor de la información particularizada de la remuneración de todos los miembros del Consejo de administración.

Al margen de este punto, el *Informe Winter* se mostró crítico sobre los sistemas de remuneración que vinculan la obtención de acciones de la sociedad por parte de los consejeros a la subida en la cotización de las acciones<sup>(48)</sup>. Parte el Informe de la afirmación de que la remuneración de los administradores es uno de los campos donde el riesgo de los conflictos de intereses es particularmente sensible, dado que la coincidencia de los intereses de los administradores con los de los accionistas se vincula en parte, en los sistemas modernos que hacen depender la cuantía de tales remuneraciones de los resultados de la sociedad, ya sea bajo la forma de acciones, de opciones sobre las acciones y otros derechos de compra de participaciones de la sociedad o también de los pagos que varían según el curso de la acción. Estos sistemas no suprimen totalmente los riesgos de los conflictos de intereses y presentan determinados inconvenientes, en la medida que permiten una realización de beneficios resultantes de los aumentos a corto plazo de la cotización de la acción, lo que incita a los administradores a mostrar resultados positivos según el calendario del que depende su remuneración. Además, estas formas de remuneración implican un incentivo a la transferencia a los administradores de las ventajas pecuniarias y de los derechos de control de los accionistas. Como la cotización de la acción está vinculada a los resultados financieros anunciados por la sociedad los administradores que están encargados de la rendición de cuentas de la sociedad se ven impulsados a presentar unas cuentas anuales que sobrevaloran esos resultados.

El Grupo Winter, aun cuando juzga que no es preciso prohibir totalmente esta forma de remuneración, considera necesario una cuidadosa regulación de los sistemas de remuneración bajo la forma de acciones y de opciones sobre las acciones, de forma que puedan contribuir favorablemente a coordinar los intereses de los administradores con los de los accionistas.

g) El “Informe anual” exige la contestación a una serie de preguntas sobre el régimen del Consejo de Administración, como son las de si se ha

---

(47) Sobre el sentido del *Código Olivencia* en este punto, v. JUSTE MENCÍA, J., “Retribución de consejeros”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 498 y ss.

(48) V. *Informe*, III, 4.2.

introducido durante el ejercicio alguna modificación en el reglamento del Consejo y cuáles han sido; sobre los procedimientos seguidos en el nombramiento, reelección, evaluación y remoción de consejeros; sobre si recae sobre el presidente la función de ser el primer ejecutivo de la sociedad y las medidas adoptadas para evitar los riesgos de concentración de poder; si el presidente tiene voto de calidad; si en el Consejo se exigen algunas mayorías reforzadas, distintas de las legales, para algunos asuntos; si existe límite de edad para los consejeros ejecutivos y el resto de los consejeros; sobre el número de reuniones que el Consejo y las Comisiones han tenido durante el ejercicio.

También se ha de hacer constar en el “Informe anual” si las cuentas anuales “que se presentan para su aprobación al Consejo están previamente certificadas o no”, indicando las personas que han “certificado” las cuentas. Idea que, con independencia de si la formulación de las cuentas por los miembros del Consejo es un acuerdo o no, parece olvidar que la “certificación” de las cuentas —adoptada por el *Informe Aldama*, siguiendo el modelo americano, y de forma especial de la *Ley Sarbanes Oxley* de 30 de julio de 2002— es difusa y que corre el riesgo de hacer perder la responsabilidad que debe derivar de la firma individual de las cuentas por los miembros del Consejo, salvo los que no lo quieran hacer con indicación de la causa<sup>(49)</sup>. Firma de las cuentas por todos los Consejeros, que se coordina con la recomendación del *Informe Winter* de la responsabilidad colectiva de todos los miembros del Consejo con relación a las cuentas anuales, que se quiere imponer por la Comisión Europea en todos los Estados miembros.

h) Se exige por la Circular 1/2004 que figure en el “Informe anual” un conjunto de datos sobre la auditoría, partiendo de los mecanismos establecidos por la sociedad para preservar la independencia del auditor, debiendo hacerse constar si la firma de auditoría realizará otros trabajos para la sociedad diversos de la auditoría, el importe de lo que la sociedad ha pagado por ellos, el número de años que la firma de auditoría lleva efectuando de forma ininterrumpida la auditoría de las cuentas anuales, la proporción que representan esos años teniendo en cuenta el número total de años en los que se han formulado las cuentas anuales auditadas por la sociedad. También se pregunta sobre los mecanismos que la sociedad haya establecido, si los hubiera, para evitar que las cuentas por él formuladas “se presenten a la Junta General con salvedades en el Informe de auditoría”. Tal mecanismo nos parece que no puede ser otro que el previsto por el artículo 219 de la LSA, el procurar salvarlos —si es posible sin falsear las cuentas— y someter de nuevo las cuentas a los auditores.

---

(49) Cfr. art. 171.2 de la LSA.

En este punto se ha de tener en cuenta la muy interesante Propuesta de Directiva relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo <sup>(50)</sup>, que se justifica diciendo que el aumento de escándalos en los EE.UU. y en la UE ha puesto de relieve que la auditoría legal es un elemento importante para la credibilidad y la fiabilidad de los estados financieros de las sociedades, por lo que se hace necesario aclarar los deberes de los auditores legales, su independencia y su ética, introduciendo la exigencia de un control de calidad exterior, asegurando una supervisión pública importante sobre la profesión de auditoría y mejorando la cooperación entre los organismos supervisores de la UE. Esta Propuesta de auditoría, partiendo del principio básico de independencia del auditor, prohíbe que el auditor pueda prestar a la sociedad auditada un servicio diferente al de auditoría y regula el ejercicio de la profesión tanto por los auditores individuales como por las sociedades de auditoría, al tiempo que se impone la obligatoriedad de que todas las auditorías se realicen de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) <sup>(51)</sup>.

i) Otro aspecto de la estructura del Consejo de administración que ha de describirse en el “Informe Anual” es la constitución de Comisiones, cuya composición y funcionamiento se ha de indicar en él. Como es sabido, el movimiento de *corporate governance* ha considerado que, para el buen ejercicio de las funciones del Consejo de administración, y con el fin de buscar su mayor eficiencia con la participación más activa de todos sus miembros en sus labores y como una manifestación concreta del deber de diligencia de todos los miembros del Consejo, así como con la finalidad de división del trabajo, considera aconsejable la constitución dentro del mismo de comisiones dedicadas al estudio de determinadas tareas que puedan servir como medio para el conocimiento más profundo de ellas y poder preparar de la manera más adecuada posible las decisiones del Consejo.

La organización de las comisiones, en el sentido de determinar su composición, competencia y funcionamiento, se debe detallar en el reglamento del Consejo y en ocasiones en el Reglamento de cada una de ellas. La existencia de estos reglamentos ha de reflejarse en el “Informe anual”. La Circular 1/2004

---

(50) Documento COM (2004) 144, de 16-3-2004.

(51) Al regular las sociedades de auditoría, el artículo 38 de la Propuesta de Directiva obliga a estas sociedades a hacer público anualmente un “Informe de transparencia”, que cumple unas funciones relativamente análogas al “Informe anual de gobierno corporativo”, con exigencias de información sobre la forma de operar la sociedad. Los auditores, conforme a la Propuesta de Directiva, han de aplicar las “Normas Internacionales de Auditoría” (NIA), elaboradas por un ente privado, que tiene una reconocida autoridad, cual es el Consejo Internacional de Normas de Auditoría y Fiabilidad (*International Auditing and Assurance Standard Board-IAASB*).

señala que, en primer lugar, han de reseñarse estas Comisiones dentro de las cuales comprende la Comisión ejecutiva o delegada y las demás Comisiones, calificando a todas ellas como “órganos de administración”, incluyendo, en primer lugar, la Comisión ejecutiva que, a nuestro juicio, sí lo es, y el resto de las Comisiones, cuyo carácter de “órgano” no parece tal claro. Estas últimas Comisiones ejercen una función auxiliar y de apoyo para el funcionamiento del Consejo, pero no le sustituyen en el ejercicio de sus funciones, sino que las preparan, por lo que, como decimos, parece inapropiado su calificación como “órganos delegados”, lo que hace el *Informe Olivencia*, utilizando este término en un sentido diferente al de delegación de facultades que emplea el artículo 141 de la LSA y el propio RRM (arts. 149-152) <sup>(52)</sup>.

Por lo que ha de estimarse conveniente evitar ese calificativo de “delegadas” para unas comisiones en las que se divide la tarea preparatoria de la actuación del Consejo <sup>(53)</sup>. Un caso diverso es el de la Comisión ejecutiva que efectivamente es un órgano delegado, ya que en virtud de la delegación es titular de determinadas facultades que puede realizar sin que hayan de pasar necesariamente por la aprobación del Consejo.

El *Informe Olivencia* partió de la idea de que corresponde al propio Consejo determinar la competencia y las funciones de cada una de las Comisiones, si bien se sugirieron los cometidos básicos de las cuatro Comisiones que proponía: la Comisión de auditoría, la Comisión de nombramientos, la Comisión de retribuciones y la de cumplimiento [que se mencionan en el Informe (ap. II, 3.6) y se reiteran en la recomendación 8.ª del Código] <sup>(54)</sup>.

El Reglamento tipo preparado en 1998 por la CNMV se apartó del *Informe Olivencia* y, al margen de la Comisión ejecutiva (art. 15), redujo las cuatro Comisiones recomendadas a dos: la Comisión de auditoría y cumplimiento (art.

<sup>(52)</sup> V. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., e IGLESIAS PRADA, J. L., *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, 1971; Así dice en el *Informe Olivencia*, respecto a las facultades que tienen las Comisiones: “De lo que se trata no es que sustituyan en sus decisiones al Consejo, sino que le suministren elementos de juicio —información, asesoramiento y propuestas— para que éste desarrolle con efectividad su función de supervisión y mejore en este ámbito la calidad de sus prestaciones” (ap. II, 3.6).

<sup>(53)</sup> En este sentido, ALONSO UREBA, A., y RONCERO SÁNCHEZ, “Sistema de elección de los consejeros. Comité de nombramiento” en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), 1999, pp. 233-235; ESTEBAN VELASCO, G., “El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española”, *CDC* 35, 2001, p. 43.

<sup>(54)</sup> Justamente el *Código Olivencia* separa a la Comisión ejecutiva (rec. 7.ª), de las cuatro Comisiones llamadas “delegadas de control”, que entendemos por lo dicho que no son comisiones “delegadas” (rec. 8.ª).

16); y la Comisión de nombramientos y retribuciones (art. 17); todas ellas agrupadas bajo el equívoco rótulo de “órganos delegados del Consejo de administración” (art. 14). Modelo en el que incide el *Informe Aldama* con alguna modificación, ya que tras la “Comisión ejecutiva o delegada” alude a tres comisiones que cuida de no denominar “delegadas”, sino “con funciones únicamente de Informe y propuesta al Consejo”, que son: Comisión de auditoría y control; de nombramientos y retribuciones; y la de estrategia e inversiones. Sin perjuicio de la creación de otras (ap. IV, 5).

En este punto se ha de observar que la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de reforma del sistema financiero, modificó la LMV, añadiendo la disposición adicional decimonovena, que reguló el “Comité de auditoría” de las sociedades anónimas cotizadas, queriendo otorgar a tal Comisión unas funciones y una responsabilidad notables, y cuya estructura podrá ser ampliada por el reglamento del Consejo, pero no eludir el cumplimiento de lo que la LMV espera de ella <sup>(55)</sup>.

No obstante se advierte, quizá por influencia del “reglamento tipo”, que diversos reglamentos de los Consejos de administración continúan refiriéndose a la Comisión como “de auditoría y cumplimiento”. La Circular 1/2004 se aparta de esta práctica y en la parte relativa a las Comisiones del Consejo de administración se ocupa de cuatro: Comisión ejecutiva o delegada; Comité de auditoría; Comisión de nombramientos y retribuciones y Comisión de Estrategia e Inversiones. Si bien en un cuadro aparte indica la posibilidad de la existencia de otras Comisiones.

Respecto a todas ellas se exige la identidad de los consejeros que las componen, el cargo que desempeñan, las funciones atribuidas a cada Comisión, la existencia de reglamentos de las Comisiones, el grado de autonomía de que disponen y si tienen alguna facultad delegada. Además la Circular quiere que se indique si en la Comisión ejecutiva participan consejeros de distintas clases (ejecutivos o no) y si en la Comisión de nombramientos todos sus miembros son consejeros externos.

---

<sup>(55)</sup> Sobre el régimen del Comité de auditoría, SÁNCHEZ CALERO, F., “Líneas generales del régimen del Comité de auditoría de las sociedades cotizadas”, *RDBB* 89, 2003, p. 191 y ss.; también, el artículo 98.3 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, redactó la disposición decimoctava en la que se declara que deberán tener un Comité de Auditoría “las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores”, lo que da la impresión de que esa Ley de “acompañamiento” quiso modificar la disposición adicional decimonovena, no la decimoctava de la LMV. Pero lo cierto es que, de forma que no llega a entenderse, ha dejado en vigor la decimonovena.

### 3. Operaciones vinculadas

En la Orden ministerial ECO/3722/2003 el apartado que hemos indicado en el rótulo figura bajo el más amplio de “operaciones vinculadas y operaciones intragrupo”, y estas operaciones se dividen en esa Orden en tres clases. En primer lugar, se hace referencia a aquellas operaciones relevantes que supongan una transferencia de recursos entre la sociedad (o sociedades del grupo) y los accionistas o partícipes más significativos de la sociedad. En segundo término, las operaciones relevantes realizadas por los administradores y directivos de la sociedad (o de las sociedades del grupo) con la sociedad<sup>(56)</sup>. Por último, el tercer apartado ha de incluir las “operaciones significativas realizadas con otras sociedades pertenecientes al mismo grupo”.

La Circular ha alterado esta clasificación haciendo referencia, en sus “instrucciones”, a que “en cuanto a definiciones, criterios y tipo de agregación respecto a las personas citadas en este Informe se estará a lo dispuesto en la normativa que desarrolle, referente a operaciones vinculadas, el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, de mercado de valores”. De manera que en la clasificación de estas operaciones se estará a lo que en el futuro se disponga. Pero en el formulario de la Circular se indica que, en primer y en segundo término, se relacionarán las operaciones que hemos reseñado anteriormente. Con la particularidad de que cuando son operaciones intragrupo no será preciso reseñarlas cuando se eliminen en el proceso de elaboración de los estados financieros consolidados y no formen parte del tráfico habitual de la sociedad en cuanto a su objeto y condiciones. En tercer lugar, habrá de identificarse, en su caso, la situación de conflictos de interés en que se encuentren los consejeros de la sociedad, según lo previsto en el artículo 127 ter de la LSA. Por último, se indica, con relación a este punto, que se han de detallar en el “Informe” los mecanismos establecidos para detectar, determinar y resolver los posibles conflictos de intereses entre la sociedad o su grupo y sus consejeros, directivos o accionistas significativos.

### 4. Sistemas de control de riesgos

Esta indicación que ha de contener el “Informe anual” “trata de hacer públicos los dispositivos de control establecidos para evaluar, mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad”. La Orden ECO/3277/2003 realiza un

---

<sup>(56)</sup> V., dentro de una abundante literatura, EMBID IRUJO, J. M., “Grupos y gobierno corporativo”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 595; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Breves reflexiones sobre el concepto de grupo en el artículo 4 de la LMV”, cit., p. 5465 y ss.

esfuerzo para aclarar este punto, pero se cierra en una pura tautología, al decirnos que ese Informe ha de “señalar si existen sistemas del control del riesgo relacionado con las actividades desarrolladas por la sociedad. La descripción de los sistemas de control de riesgo contendrá, al menos, la indicación de los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de los sistemas de control de riesgos adaptados al perfil de riesgo de la sociedad”.

La Circular indica que se ha de recoger en el “Informe anual” lo señalado en el apartado anterior concretando la descripción de la política general de riesgos de la sociedad y de los sistemas para evaluar o reducir los principales riesgos de la sociedad y de su grupo, así como otros aspectos sobre este punto.

Por otro lado puede recordarse que el auditor en su Informe sobre las cuentas anuales debe hacer las observaciones precisas “sobre cualquier hecho que hubiese comprobado, cuando éste suponga un riesgo para la situación financiera de la sociedad”<sup>(57)</sup>. Igualmente se ha de tener en cuenta que el Comité de auditoría de las sociedades cotizadas ha mantener relaciones con los auditores externos “para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de auditoría de cuentas”<sup>(58)</sup>.

## **5. Junta general**

La información que se solicita que figure en el Informe corporativo sobre la Junta general adolece de cierta parquedad que llama la atención y que se aparta, por completo, de una de las preocupaciones del *Informe Aldama* y, en general, del movimiento del *corporate governance* que, partiendo del hecho de la escasa importancia de la función efectiva de la Junta, debe revitalizarse en lo posible, ya que “como órgano social soberano a través del cual se articula el derecho del accionista a intervenir en la toma de decisiones esenciales de la sociedad, debe posibilitar de modo más eficaz esa participación, facilitándose la representación del accionista que no concurre a la misma y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto”<sup>(59)</sup>.

La Orden ECO/3722/2003 limita su información mínima a la “existencia y descripción del Reglamento de la Junta General; derechos de los accionistas en

---

(57) Art. 209 de la LSA, que se ha de completar con los arts. 4 y 5 del Reglamento de la Ley de auditoría de cuentas; v. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Posibilidad y contenido de un Derecho preconcursal. Auditoría y prevención de la crisis empresarial [art. 209 b) LSA]*, Madrid, 2001, *passim*.

(58) Disposición adicional decimonovena de la LMV.

(59) Informe, p. 23.

relación con la Junta General; datos de asistencia en Juntas Generales anteriores y relación de acuerdos adoptados por la Junta General durante el ejercicio”. La Circular de la CNMV mejora este aspecto exigiendo un detalle mayor sobre el desarrollo de la Junta, los acuerdos, asistentes etc. <sup>(60)</sup>. En estos puntos, el “Informe anual” desea que se describan las diferencias que, debidas a los estatutos o al reglamento de la Junta, existen con relación a lo exigido con la LSA. Se pide se indique, en su caso, las modificaciones que se han introducido durante el ejercicio en el reglamento de la Junta y se solicita también la descripción de las medidas para fomentar la participación en la Junta general. En el cuestionario se pide que se indique si el Presidente de la Junta y del Consejo son los mismos, y que se detalle, en su caso, las medidas que se adoptan para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta general. También se ha de informar sobre la participación de accionistas en la Junta, con precisión del porcentaje del número de acciones de las que eran titulares, así como cuántos accionistas estaban presentes y cuántos representados, y si se ha votado a distancia. Se han de reseñar los acuerdos adoptados y el resultado de las votaciones. Presta atención la Circular a dos cuestiones de especial interés. La primera de ellas respecto a la política seguida por la sociedad referente a las delegaciones de voto en la Junta y la segunda sobre el conocimiento que tiene la sociedad de la política de los inversores institucionales de participar o no en las decisiones de la sociedad, entendiéndose por inversores institucionales las instituciones de inversión colectiva, entidades financieras e intermediarios de cualquier tipo, que agrupan a accionistas o inversores múltiples.

## **6. Grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno o, en su caso, explicación de la falta de seguimiento de las recomendaciones**

Según indicamos al principio de este trabajo, el movimiento de *corporate governance* y los Informes *Olivencia* y *Aldama* se han mostrado especialmente sensibles en que se conozca públicamente el grado de seguimiento de las reglas de buen gobierno de las sociedades. De ahí que el “Informe anual de gobierno corporativo”, cuyo fundamento se encuentra en buena medida en esa preocupación, deba recoger el grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre esta materia. Ha quedado igualmente indicado que los Informes mencionados se muestran partidarios, como complemento de la autorregulación, de “introducir

---

<sup>(60)</sup> V. ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 615 y ss., y EMPARANZA, A., “El Reglamento de la Junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio de transparencia de las sociedades cotizadas”, *RdS* 2, 2003, p. 149 y ss.

en nuestra práctica el conocido principio como ‘cumplir o explicar’”, con relación a las normas sobre gobierno corporativo. Principio que aflora en el artículo 112.5 de la LMV.

También ha quedado dicho que la Orden ECO/3277/2003 ha establecido que la CNMV “elaborará un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes, que podrá servir como criterio para la adopción de normas de buen gobierno por parte de las sociedades, y para la justificación o explicación de las normas o prácticas que apruebe o realice la sociedad”. Igualmente se ha indicado que la Circular 1/2004 de la CNMV declara que, en tanto no se elabore ese “documento único”, deberán tomarse como referencia las recomendaciones de los Informes *Olivencia* y *Aldama*. Lo que plantea una cierta indeterminación sobre estas recomendaciones y aconseja la publicación de un Código único que tenga valor en toda España, de igual forma que es necesaria la regulación de la sociedad cotizada como una modalidad especial dentro del régimen de la sociedad anónima<sup>(61)</sup>.

Ha de valorarse positivamente que la por otro lado defectuosa Ley de transparencia<sup>(62)</sup> haya tenido entre otros el acierto de obligar a las sociedades cotizadas a la redacción del “Informe anual del gobierno corporativo”, que trata de ofrecernos la vida real de la sociedad. La Comisión Europea, según ha quedado indicado, tiene en proyecto la elaboración de una Propuesta de Directiva que, entre otros aspectos, obligue a todas las sociedades de la Unión Europea de redactar un documento similar, lo que indica que en este punto nos encontramos en una situación avanzada.

## VII. RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN RESPECTO A LA ELABORACIÓN DEL “INFORME ANUAL”

Finalmente hemos de hacer una referencia a la responsabilidad del Consejo de Administración en la elaboración del Informe. Entendemos que corresponde a todo el Consejo, como acontece con la formulación de las cuentas anuales, la redacción del Informe y que se trata de una facultad indelegable, aun

---

(61) V. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Códigos de conducta y administración de sociedades”, en AA.VV., *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital* (J. & A. Garrigues, abogados), Madrid, 1996, p. 319 y ss. y 1999, p. 70 y ss.; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes sociedades (Reforma legal versus Códigos de conducta)”, AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coordinador G. Esteban Velasco), Madrid, 1999, p. 95 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, 2001, *passim*.

(62) PAZ-ARES, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *RdS* 20, 2003, p. 99 y ss.

cuando, a diferencia de las cuentas anuales, no sea precisa su aprobación por parte de la Junta general de la sociedad, sino su publicación por el Consejo, lo que ha de efectuar una vez aprobado y en todo caso antes de que se publique el primer anuncio de la convocatoria de la Junta general ordinaria (norma tercera de la Circular 1/2004 de la CNMV).

El artículo 116 de la LMV impone la obligación de redactar y hacer público el “Informe anual del gobierno corporativo” a las sociedades anónimas cotizadas y enviarlo a la CNMV y ésta, en su caso, remitirá copia de él a las respectivas autoridades de supervisión. La Orden ECO/3722/2003 no se ocupa de este aspecto de la responsabilidad del Consejo por su elaboración, sino especialmente de su contenido. La Circular 1/2004, en su norma tercera, que lleva el rótulo de “responsabilidad del Informe anual de gobierno corporativo y plazo para su remisión”, concreta ese aspecto importante diciendo que “La responsabilidad de la elaboración y del contenido de las información de los Informes anuales de gobierno corporativo corresponde al órgano de administración de la entidad”. El órgano de administración, en una sociedad cotizada, es el Consejo de administración, ya que según se deduce del artículo 115 de la LMV entendemos que las sociedades anónimas cotizadas no pueden tener otra forma de estructurar la administración que la del Consejo; es decir, no puede tener un administrador único, o dos administradores mancomunados o varios solidarios. Un caso excepcional será, en fecha próxima, el de la sociedad anónima europea (SE) domiciliada en España, en el supuesto de que haya adoptado el sistema de administración dual o dualista. En tal caso, parece que ha de entenderse como el órgano de administración al órgano de dirección que es responsable de la gestión de la SE<sup>(63)</sup>.

La redacción del Informe anual de gobierno corporativo es una facultad y un deber del Consejo de Administración en pleno que, como la formulación de las cuentas anuales, no puede delegar (art. 141 de la LSA). Esto se ve confirmado claramente por la norma tercera de la Circular y por el párrafo final del anexo I, cuando indica que se ha de recoger en el Informe la siguiente declaración: “Este Informe anual de gobierno corporativo ha sido aprobado por el Consejo u órgano de administración de la sociedad, en su sesión de fecha...”. Y añade esta observación: “Indique los Consejeros o Miembros del órgano de

---

(63) V. artículo 39 del Reglamento (CE) núm. 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE).

administración que hayan votado en contra o se hayan abstenido en relación con el presente Informe”<sup>(64)</sup>.

Aparte de la responsabilidad civil en que puede incurrir el Consejo por el incumplimiento de este deber conforme el artículo 133 de la LSA, cabe su responsabilidad administrativa. El artículo 100 en el párrafo b) bis de la LMV califica como falta grave “la falta de elaboración o de publicación del Informe anual de gobierno corporativo a que se refiere el artículo 116 de esta Ley, o la existencia en dicho Informe de omisiones o datos falsos o engañosos”. La ausencia o los defectos referentes al “Informe anual de gobierno corporativo” aparecen tipificados, por tanto, como falta administrativa por la LMV y ha de entenderse que la eventual responsabilidad administrativa por infracción de las normas de ordenación del mercado de valores recaerá sobre los miembros del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, debiendo estimarse que entre las normas Administrativas que disciplinan esa materia se han de comprender tanto la Orden ministerial como la Circular de la CNMV<sup>(65)</sup>.

---

(64) Por otro lado se ha de hacer notar que la Comisión Europea, siguiendo el *Informe Winter* dice que “con el fin de aumentar las responsabilidades de los administradores, la responsabilidad colectiva de todos los miembros del consejo de administración para los estados financieros y no financieros (incluida *la declaración anual de gobernanza empresarial* mencionada en la sección 3.1.1) deberá confirmarse como elemento de Derecho comunitario”, en “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea-Un plan para avanzar”, sec. 3.1.3, p. 19.

(65) Cfr. art. 95, en relación con el 15 de la LMV.

# **EL SISTEMA ESTADOUNIDENSE DE CIRCULACIÓN DE LAS *INVESTMENT SECURITIES* EN LA DISCIPLINA DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE* (\*) (\*\*)**

DARIO LATELLA

*Profesor de Diritto Commerciale  
de la Facoltà di Economia de la Università degli Studi de Catania.*

---

## **SUMARIO**

- I. ASPECTOS PRELIMINARES.
  - II. LA NOCIÓN DE “*SECURITY*”.
  - III. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL SISTEMA TRADICIONAL.
- 

(\*) Traducción realizada por Benjamín Peñas Moyano y María Jesús Peñas Moyano, profesores de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid.

(\*\*) El presente trabajo está destinado al estudio *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, dirigido por Gustavo VISENTINI y Alberto STAGNO D'ALCONTRES.

El autor desea agradecer al “Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht” de Hamburgo y al “International Institut for the Unification of Private Law -Unidroit” de Roma, la cordial acogida recibida con ocasión de los estudios realizados para la elaboración del trabajo.

*RDBB* núm. 94 / Abril-Junio 2004

- IV. EL SISTEMA DE “DESMATERIALIZACIÓN” O “DESCERTIFICACIÓN” INTRODUCIDO POR LA MODIFICACIÓN DE 1978.
  - V. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTO.
  - VI. LA NECESIDAD DE REGLAS DIFERENTES PARA EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTO Y PARA EL INDIRECTO.
  - VII. LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD.
  - VIII. EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTA TRAS LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
  - IX. EL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTA.
  - X. LA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS SOBRE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (*SECURITY INTERESTS IN INVESTMENT SECURITIES*).
  - XI. FINALIDAD Y APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: NOCIONES FUNDAMENTALES.
  - XII. LOS LÍMITES DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
  - XIII. TIPOLOGÍA DE LAS INVERSIONES EN ACTIVIDADES FINANCIERAS Y RELACIONES NEGOCIALES QUE TIENEN POR OBJETO ACTIVIDADES DE INVERSIÓN SUJETAS A LA APLICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 8 Y 9 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
- 

## I. ASPECTOS PRELIMINARES

La existencia en los Estados Unidos de un cuerpo normativo separado, genéricamente reconducible a una *law of securities regulation*, surge por primera vez gracias a los estudios dirigidos por uno de los más autorizados estudiosos de la materia, Louis LOSS, el cual en 1950 imparte por vez primera un curso universitario con aquella denominación, publicando al año siguiente la primera edición de su famoso tratado<sup>(1)</sup>. En los tres decenios sucesivos, la legislación federal y la estatal han generado una progresiva estratificación de aquel inicial cuerpo normativo, llegando a conseguir dignidad de disciplina de estudio autónoma.

---

(1) LOSS, *Securities Regulation*, Nueva York, 1951, del cual fue publicada una segunda edición diez años después y, ya en 1988, la tercera, a cargo del mismo Louis LOSS junto con Joel SELIGMAN (será a esta última edición a la que se hará referencia); v. también el más breve LOSS y SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 2001, especialmente, pp. 9 y ss. (en *Suppl.* 2002, 1 y ss.), para una panorámica de la legislación en materia de *securities* y, para una articulada exposición de las variadas y a veces muy matizadas acepciones del término, pp. 201 y ss. (en *Suppl.* 2002, pp. 11 y ss.). Sólo con la finalidad de hacer más ágil la referencia a la obra citada, se precisa que el manual *Fundamentals of Securities Regulations* ha estado al cuidado exclusivamente de LOSS hasta el fin de la edición anterior a su desaparición (ocurrida en el año 1997); sucesivamente, ha sido SELIGMAN quien ha continuado con su puesta al día.

Con un recorrido evolutivo en muchos aspectos análogo, cada uno de los ordenamientos jurídicos tomados en consideración en el estudio en el cual se inserta esta contribución pueden considerarse especializados en el sector de la intermediación financiera; ello no obstante, los complicados entramados normativos a lo largo del tiempo enredados con otras disciplinas jurídicas y con las económicas hacen que el terreno de estudio sea bastante accidentado <sup>(2)</sup>.

Una indagación con pretensiones de totalidad debe por tanto atender a innumerables fuentes (legislativas, doctrinales y jurisprudenciales), en ocasiones situadas en sectores distantes a aquellos que se examinan. No es un estudio completo, sin embargo, el resultado al cual aspira el presente trabajo, sino más bien el más modesto de trazar las líneas generales del sistema uniforme de circulación de los derechos negociables en los Estados Unidos, sin renunciar a ofrecer algunos apuntes críticos y señalar aspectos comparables con el Derecho italiano <sup>(3)</sup>.

A este respecto, uno de los elementos comunes a los dos ordenamientos es precisamente aquel de la estrecha conexión que se observa entre *securities regulation* y *company law*; conexión de la que dan testimonio, por ejemplo, las consecuencias que se producen en el plano de la construcción de la estructura patrimonial y financiera de la sociedad en relación con algunas operaciones de “recogida de fondos”, realizada a través de la emisión de instrumentos financie-

---

<sup>(2)</sup> Esto resulta particularmente evidente en Alemania y en Francia, países en los cuales las intersecciones que se observan, en el primer caso, con el Derecho bancario, y en el segundo, con el tributario, dan testimonio de cuanto se señala en el texto (basta sobre este punto el reenvío al estudio de DE LUCA, *Deposito cumulativo (Sammelverwahrung) e dematerializzazione (Entmaterialisierung) negli ordinamenti germanistici*, y MASTROPAOLO, *Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell'acquirente di buona fede*, ambos en VISENTINI e STAGNO D'ALCONTRES (directores), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002, pp. 5 y ss. y 79 y ss.; análogamente, SORCI, *Valores anotados en cuenta e dematerializzazione nel ordinamento giuridico spagnolo*, en VISENTINI y STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.* pp. 135 y ss., señala que la exigencia de privarse de la *chartula* encuentra sus raíces en la práctica bancaria española de aceptar títulos en depósito administrado; se añaden para una visión de largo alcance del problema SCHWARD, *Angelerschutz durch Wirtschaftsrecht*, Munich, 1979; RIPERT y ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 13.<sup>a</sup> ed., París, 1992, capítulos I y II.

<sup>(3)</sup> Es curioso señalar, en tal sentido, que en la literatura italiana en materia de circulación de los instrumentos financieros falta un estudio dedicado al ordenamiento norteamericano y, en particular, al estadounidense; además, ninguno de los trabajos editados hace referencia al mismo cuando se trata de examinar aspectos comparativos (v., sin embargo, LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bolonia, 2001, pp. 73 y ss.).

ros a menudo de muy variada naturaleza<sup>(4)</sup>. Una conexión, además, que la reciente reforma del derecho societario italiano (D. Lgs. 17.01.2003, n. 6) parecería haber ampliado con la introducción de la posibilidad de emitir instrumentos financieros dotados de especiales derechos patrimoniales o administrativos que no consistan en acciones (arts. 2346 ss. c.c.), o bien, de destinar porciones del patrimonio a un específico negocio (art. 2447-ter, c.c.)<sup>(5)</sup>.

En tal sentido, precisamente, será interesante verificar cómo las reglas que presiden la formación de la estructura patrimonial y financiera de las sociedades se relacionan con aquellas dedicadas a la emisión y a la circulación de los derechos negociables en los mercados regulados. En el texto recientemente creado por nuestro legislador interno se lee claramente la voluntad de perseguir el ambicioso objetivo de favorecer la afluencia de capital de riesgo a la empresa social, con la finalidad de permitir un adecuado crecimiento preparatorio de la salida a bolsa<sup>(6)</sup>.

La superación del “dogma” de la correspondencia entre aportación y participación social, unido a la necesidad de construir un sistema de incentivación de las modernas técnicas de participación en las operaciones de financiación de las empresas societarias, no puede, sin embargo, dejar en la sombra la exigencia de proteger *sul mercato*, a los inversores particulares, evitando dejarlos “al descubierto” respecto de los riesgos que quedan aún por codificar. Un discurso análogo es válido desde la perspectiva del rendimiento ligado a un sector particularmente prometedor de la actividad empresarial, la cual no puede resultar frustrada por los dos factores principales de la inversión: la reducida liquidez y la escasa eficiencia del mercado de referencia<sup>(7)</sup>. Si, en fin, se considera que el

---

(4) Algunos problemas específicos son examinados por VAN OMMESLAGHE, VAN RYN y GLANSDORFF, “Capital and Securities of Marketable Share Companies”, en *International Encyclopedia of Comparative Law*; vol. XIII, *Business and Private Organizations*, ch. 5. Tubinga, Dordrecht, Boston, Lancaster, 1989, *passim*.

(5) Así, en efecto, BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, en AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milán, 2003, p. 80.

(6) BIANCHI, (n. 5), p. 80; más ampliamente, LAMANDINI (n. 5), pp. 51 y ss. y pp. 103 y ss.; ID., “Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma”, en *Riv. Soc.* 2002, pp. 139 y ss.

(7) La introducción del instituto de los patrimonios separados y la posibilidad de emitir instrumentos participativos llamados *correlati* (cfr. los artículos 2350 y 2447-bis y ss. del c.c. reformado) probablemente hará surgir nuevas instancias de tutela, que se caracterizan por ser vinculables a ciertas categorías de accionistas, los cuales, si tradicionalmente son reconocidos como “propietarios” o “interesados”, hoy aparecen por diversos motivos asimilables a los “ahorradores” o “desinteresados” (para las primeras prestigiosas reflexiones sobre *tracking stocks*, valga por todos PORTALE, “Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»”, en *Riv. Soc.*,

mercado financiero representa un útil banco de pruebas de la confianza que los administradores cobran en la compañía social y el público inversor en orden a la fiabilidad de la política de gestión seguida, se comprenderá porqué reviste tanta importancia la exacta determinación de las relaciones entre el derecho societario y de la intermediación financiera.

En esta perspectiva, el derecho estadounidense hace ya tiempo que ofrece aspectos de estudio particularmente interesantes, ligados a la posibilidad de extender la aplicación de las normas dictadas en materia de *securities* a sociedades de menores dimensiones que presenten exigencias de tutela de los inversores análogas a aquellas que se conectan a las *public companies*<sup>(8)</sup>. Será entonces estimulante valorar también en Italia aquellas reflexiones que en otros lugares han sido autorizadamente formuladas por los que distinguen las finalidades de

---

2002, pp. 146 y ss., especialmente, pp. 162 y ss.; sobre los “patrimonios separados”, ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato nelle società per azioni*, en AA.VV., pp. 97 y ss. (n. 5); sobre otros argumentos, v., más en general, ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cargo de G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2003, pp. 97 y ss. y 243 y ss.; GALGANO, “Il nuovo diritto societario”, en *Trattato di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell’Economia*, dirigido por F. Galgano, vol. XXIX, Padua, pp. 134 y ss.; AA.VV., *Il diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milán, 2003, pp. 78 y ss.; BASSI, BUONOCORE, PESCATORE, *La riforma del diritto societario. Commento ai D. lgs n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Turín, 2003; AA.VV., *La riforma della sociedad. Società cooperative. Artt. 2511-1548 Cod. Civ. Commentario del D. lgs 17 gennaio 2003, n. 6 corredato dal testo della legge delega*, a cargo de M. Sandulli y V. Santoro, Turín, 2003; AA.VV., “Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private”, *Atti del convegno di Varese*, 20-21 de septiembre de 2001, a cargo de P. Benazzo, S. Patriarca y G. Presti, Milán, 2003; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 y 6*, Milán, 2003). En tal sentido, trasladando sin embargo el foco de la perspectiva sobre el emisor, se señala como posible tema de estudio, el problema de individualizar los criterios que gobernarán las eventuales relaciones entre la disciplina de tutela del inversor accionista en el mercado de capitales de riesgo y el funcionamiento de las conocidas como sociedades “cerradas”.

(8) Como es sabido, las *securities laws* de derecho estadounidense son de origen esencialmente federal y disciplinan aspectos de la práctica societaria ligados a las ofertas públicas, a los sujetos que operan en el mercado financiero y a sus obligaciones, a la crisis de la sociedad de inversiones, y otras cuestiones; por el contrario, la disciplina de los perfiles ligados a la constitución, organización y funcionamiento de la sociedad son remitidos a la legislación de cada uno de los 50 estados (cfr., por todos, CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986; v. también el interesante *The Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406, D.C. Cir. 1990; *Sante Fe Industries v. Green*, 430 U.S. 462, 1977). Continuando con el sistema norteamericano, por lo que respecta a Canadá, a su vez, la disciplina en materia de instrumentos financieros pertenece a la potestad de cada una de las provincias, considerado que una sociedad puede estar sujeta a la legislación nacional o bien a aquella de la provincia de establecimiento (cfr. HADDEN, FORBES y SIMMONDS, *Canadian Business Organizations Law*, Toronto, 1984, pp. 29-33; v., también para un examen del artículo 9 UCC, MORGAN DE RIVERY-GUILLAUD, *Le droit nord-américain des sûretés mobilières. UCC Article 9 et Saskatchewan PPSA*, París, 1999).

tutela “exosocietaria”, ligadas a la disciplina de los derechos accionariales negociables en los mercados regulados, de las finalidades que subyacen a la disciplina de la emisión de títulos participativos y de débito en las llamadas *close corporations* <sup>(9)</sup>. En este último caso, en efecto, la tradicionalmente afirmada prevalencia de las razones de la autorregulación respecto a aquellas del “mercado”, podrán dejar emerger versiones inéditas de los tradicionales conflictos de intereses, imponiendo al intérprete propuestas exegéticas hace tiempo lejos de ser imaginadas, o bien, obligando al legislador a la introducción de mercados diversamente ordenados en razón de las necesidades que se planteen <sup>(10)</sup>.

La literatura americana, además, a menudo afirma que las normas dictadas en materia de *securities* describen los supuestos particulares en base a presupuestos (y a la vista de finalidades) raramente coincidentes con aquellos reclamados por las correspondientes normas que se ocupan de los perfiles societarios. La situación jurídicamente relevante a los fines de la aplicación de las primeras, en efecto, está siempre representada por la operación negocial (*transaction*) realizada en el mercado regulado de referencia; operación, que en cambio, debería resultar del todo indiferente a los fines de la selección de la disciplina organizativa, o bien de la restante porción de la disciplina del sector <sup>(11)</sup>. En el ámbito del representado contexto argumentativo, una aproximación más prudente al análisis de las normas en materia de *securities* podría consentir eximir a las sociedades de pequeñas dimensiones al menos de la aplicación de las normas más gravosas <sup>(12)</sup>. No debe descuidarse, sin embargo, que el aparato norma-

---

<sup>(9)</sup> LUTTER, “Limited Liability Companies and Private Companies”, en *International Encyclopedia of Comparative Law* (n. 4), cap. 2, pp. 27 y ss. y pp. 33 y ss.; BUXBAUM, “The Formation of Marketable Share Companies”, *ibid.*, 1974, cap. 3, pp. 35 y ss.

<sup>(10)</sup> Para un reconocimiento de las tendencias actuales, v. las interesantes contribuciones de FERRARINI, “Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses”, en *Eur.Bus.Org. L.Rev.* (3), 2002, pp. 247 y ss., especialmente 249 y ss.; COFFEE, JR., “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, en *Northwestern U. L. Rev.*, (93) 1999, pp. 641 y ss.; cfr., por otro lado, pero sin ninguna referencia a la disciplina de la circulación, DE CARLO, “La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari negli USA, Cenni comparatistici”, en *Società*, 2003, pp. 249 y ss., especialmente, p. 250.

<sup>(11)</sup> Por ejemplo, una sociedad con títulos libremente transmisibles, pero no cotizados en los mercados regulados, podría considerarse sustraída a la aplicación de las normas en materia de oferta pública, o de *insider trading*, también en consideración a la falta de las citadas exigencias en materia de tutela del ahorro (una interesante prognosis de los problemas ligados a las relaciones entre “gobierno” y estructura financiera de la sociedad, con particular referencia a la experiencia estadounidense, puede verse en LAMANDINI (n. 3), pp. 134 y ss. y 153 y ss..

<sup>(12)</sup> Cfr. VAGTS (n. 4), *passim*; v., además, n. 7, *in fine*.

tivo disponible en su conjunto en materia de *securities* es tan amplio <sup>(13)</sup> —y, en muchos aspectos, “desgajado” del derecho societario general—, que resulta a menudo muy difícil, para una sociedad no *public*, conseguir tenerlo en cuenta.

Resultando obvio, en este punto, que las modestas ambiciones de la presente contribución no estarían en grado de absorber la tarea de un tratamiento idóneo que represente de un modo exhaustivo las complejas relaciones apenas enunciadas, se ha elegido recorrer una vía “lateral”, limitándonos en el ámbito del sistema estadounidense a una porción de disciplina federal seleccionada entre las normas previstas por el artículo 8 del *Uniform Commercial Code (UCC)* en materia de *Investment Securities* <sup>(14)</sup>, dejándose así emerger los trazos

---

(13) Basta tener presente el más importante tratado en la materia, a cargo de la “Comerence Clearing House” (*Federal Securities Law Reporter*; Chicago, 1969...), en la cual se encuentran todas las decisiones jurisprudenciales, las normas de rango secundario e incluso parte de la documentación de contenido supervisor proveniente de la autoridad del sector.

(14) También el UCC es naturalmente susceptible de aplicación diversificada en el ámbito de los singulares Estados de la Unión; debe sin embargo observarse que precisamente el artículo 8 no ha sido objeto de modificaciones particularmente relevantes en sede de actuación estatal (cfr., para un primer reconocimiento de las opiniones doctrinales sobre el artículo 8 UCC, el ensayo de SMITH, COPENHEFER, KALLMAN, ROGERS, WITTIE, *Investment Securities — The New UCC article 8*, Boston, 1994; v., además, MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ, “An introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities”, en *Bus. Law.* (49), 1994, pp. 1891 y ss.; OLSON, “Review of Recent Developments with Revised U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (50), 1995, pp. 1541 y ss.; ROCKS, “Revisions to the United States Uniform Commercial Code Governings Transactions in Securities and Other Investment Property”, en *Butterworths J. of Int. Bank and Fin. L.*, 1995, pp. 25 y ss.; BRYARS, “Recent Revisions to Article 8 (Investment Securities) of the US Uniform Commercial Code”, *ibid*, 1995, pp. 507 y ss.; OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH, “Review of Recent Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, en *Bus. Law.* (51) 1996, pp. 1441 ss.; WITTIE, *Review of Recent Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities*, *ibid* (52) 1997, pp. 1575 y ss.; ID., “Review of Legislative Developments Affecting U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (53) 1998, pp. 1511 y ss.; ID., “Case Law Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (55) 2000, pp. 2027 y ss.; para tener un esquema suficientemente claro de la literatura sobre el artículo 8 UCC, se pueden consultar las más sobresalientes contribuciones de BUNN, “Article 8: A Law for the transfer of Investment Securities”, en *Wis. L. Rev.*, 1952, pp. 339 y ss.; ISRAELS, “Recent Developments in the Uniform Commercial Code: Article 8 — Investment Securities”, en *Bus. Law.* (19) 1964, pp. 570 y ss.; JOLLS, *Investment Securities*, *ibid* (22) 1967, pp. 734 y ss.; *ibid*, (23) 1968, pp. 849 y ss.; *ibid* (24) 1969, pp. 1057 y ss.; *ibid* (25) 1970, pp. 1173 y ss.; sobre los problemas ligados a la eliminación de las *stock certificates*, v. el “Symposium — The Certificateless Society”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 603 y ss.; ARONSTEIN, “A Certificateless Article 8? We Can Have it Both Ways”, en *Bus. Law.* (31) 1976, pp. 727 y ss.; DANTZER, “Securities Transfers Without Certificates: Amendments to section 8-102”, en *Uniform Commercial Code L. J.* (7) 1974, pp. 109 y ss.; JOLLS, “The Uniform Commercial Code and the Certificateless Society”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 627 y ss.; STEADMAN, “The Certificateless Society and the Constitution”, en *St. John’s L. Rev.* (36) 1971, pp. 727 y ss.; WERNER, “The Certificateless Society: Why and When?”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 605 y ss.).

esenciales de la ley uniforme de circulación y algunos perfiles comparativos considerados más interesantes.

Antes de pasar al examen del artículo 8 UCC es necesario referirse brevemente a la noción de *security* (o mejor de *securities*) comúnmente acogida por la literatura norteamericana y elaborada sobre la base de la copiosa producción normativa y jurisprudencial sobre la materia.

## II. LA NOCIÓN DE “SECURITY”

Si el término *security* fuese traducido literalmente no sería de utilidad para el presente trabajo, ni resultaría fácil de ubicar en el tema de referencia. Entendida como “garantía genérica”, en efecto la *security* no acoge ninguno de los significados utilizados por el artículo 8 UCC. Antes bien, el término indica una notable variedad de títulos o valores mobiliarios que constituyen una inversión directa para generar un beneficio. Se trata, por tanto, de un *genus*, a su vez comprendido en la categoría de *choses in action*<sup>(15)</sup> que impone indagar caso por caso cuál sea el tipo particular de título al cual se refiere el término. La doctrina más cualificada considera que «*securities are not necessarily secured in the legal sense*»<sup>(16)</sup> puesto que los títulos que representan *securities* no son asistidos necesariamente por una *security* en sentido técnico (sea una garantía o un privilegio).

---

(15) Como es sabido, en el sistema del *common law* el término *choses* indica el “bien” o la “cosa mueble” (*thing*) que puede entenderse según dos acepciones fundamentales: la *choses in possession* y la *choses in action*, ambas ligadas a la *law of property* y de las cuales no existen homólogos en la *civil law*. A tal propósito se destaca que la *choses* indica no solamente un bien o una cosa mueble, sino también un derecho (LAWSON, *Introduction to the Law of Property*, Oxford, 1977, p. 16). Y por tanto, solamente en el ámbito de la original clasificación que la *law of property* hace de los bienes y derechos tales términos pueden ser entendidos: así, de la distinción de la *property* en *real* y *personal*, deriva la subdivisión en *chattels real* y *personal*; a su vez los *chattels personal* se dividen en *choses in action* e *in possession*. La primera categoría comprende bienes y derechos de las cuales no se tiene una inmediata posesión o goce, o bien cuyo ejercicio sólo puede tener lugar mediante la experimentación de una acción en juicio (*action*) y, en todo caso, que no son susceptibles de transmisión mediante entrega. Se comprenden en esta categoría los *negotiable instruments* y, más en general, los títulos mobiliarios como las acciones (*shares*), las patentes, los derechos de autor, las marcas, y demás. La segunda categoría comprende, en cambio, bienes y derechos de los cuales se tiene (o se puede lograr) la posesión o el goce efectivo, y por lo tanto son susceptibles de transmisión mediante entrega (*capable of delivery*: para una comparación con el derecho francés y algunas críticas al sistema del *common law*, vid. PATON, *A textbook of Jurisprudence*, 4<sup>a</sup>, a cargo de G.W. Paton y D. P. Derham, Londres, 1972, p. 511).

(16) HENN, *Handbook of the Law of Corporation and others Business Enterprises*, 2.<sup>a</sup> ed, St. Paul, Minn., 1970 (VI rist. 1978), p. 276.

Muchas son, pues, las definiciones legislativas del término<sup>(17)</sup>. Desde aquella más articulada y completa contenida en el *US Securities Act* de 1933 [§2(1)]<sup>(18)</sup>, sustancialmente repetida en el *Securities Exchange Act* de 1934 [§3(10)], a aquella más sintética en su fórmula lingüística pero igualmente amplia en su contenido sancionada en la *Stock Transfer Act* de 1963 (§4)<sup>(19)</sup>. Como se verá, además, una particular noción de *securities* se ofrece por el artículo 8 UCC, esencialmente a los fines de establecer algunas diferencias respecto a los más genéricos *financial assets* y, en consecuencia, seleccionar la disciplina respectivamente aplicable<sup>(20)</sup>.

---

(17) Por todos, LOSS, *Fundamentals* (n. 1), pp. 201 y ss. (*Suppl.*, 2002, pp. 11 y ss.); v. también HAZEN, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 3.<sup>a</sup> ed., vol. 1, St. Paul, Minn., 1995, pp. 28 y ss.; por último es también útil consultar la obra con un carácter más general, pero también amplia y completa, de BLOOMENTHAL, *Securities Law Handbook*, vol. 1, St. Paul, Minn., 2003, pp. 47 y ss.

(18) «The term ‘security’ means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’, or any certificate of interest or of participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing».

(19) «‘Securities’ means shares, stock, debentures, debenture stock, loan stock, bonds, units of a unit trust scheme, or other shares of the investment subject to the trusts of such a scheme, and other securities of any descriptions».

(20) Para comodidad del lector, y entendimiento del artículo 8 UCC (Parte 1, §8-102(15)), «‘Security’, except as otherwise provided in Section 8-103, means an obligation of an issuer a share, participation, or other interest in an issuer or in property or an enterprise of an issuer:

(i) which is represented by a security certificate in bearer or registered form, or the transfer of which may be registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer;

(ii) which is one of a class or series or by its terms is divisible into a class or series of shares, participations, interests, or obligations; and

(iii) which:

(A) is, or is of a type, dealt in or traded on securities exchanges or securities markets; or

(B) is a medium for investment and by its terms expressly provides that it is a security governed by this Article».

Por lo que se refiere al otro término, el artículo 8 UCC [(Parte 1, §8-102(9))] establece que «‘Financial asset’, except as otherwise provided in Section 8-103, means:

Los tribunales estadounidenses, no obstante, tienden a ampliar ulteriormente la noción de *securities* incluyendo cualquier acuerdo en virtud del cual una parte confía dinero u otros *assets* a otra, con el objetivo de obtener de la actividad de esta última una determinada ganancia <sup>(21)</sup>. Por el mismo motivo, por ejemplo, la *partnership* no puede incluirse en la noción en examen, visto que en tal caso cada una de las partes divide las ventajas derivadas de la actividad y al mismo tiempo, participa en las cargas de contribución destinadas a su desenvolvimiento <sup>(22)</sup>.

- (i) a security;
- (ii) an obligation of a person or a share, participation, or other interest in a person or in property or an enterprise of a person, which is, or is of a type, dealt in or traded on financial markets, or which is recognized in any area in which it is issued or dealt in as a medium for investment; or
- (iii) any property that is held by a securities intermediary for another person in a securities account the securities intermediary has expressly agreed with the other person that the property is to be treated as a financial asset under this Article.

As context requires, the term means either the interest itself or the means by which a person's claim to it is evidenced, including a certificated or uncertificated security, a security certificate or a security entitlement».

Finalmente, el art. 8 UCC, Parte 1, §8-103(a) precisa que: «A share or similar equity interest issued by a corporation, business trust, joint stock company, or similar entity is a security.

(b) An "investment company security" is a security. "Investment company security" means a share or similar equity interest issued by an entity that is registered as an investment company under the federal investment company laws, an interest in a unit investment trust that is so registered, or a face-amount certificate issued by a face-amount certificate company that is so registered. Investment company security does not include an insurance policy or endowment policy or annuity contract issued by an insurance company.

(c) An interest in a partnership or limited liability company is not a security unless it is dealt in or traded on securities exchanges or in securities markets, its terms expressly provide that it is a security governed by this Article, or it is an investment company security. However, an interest in a partnership or limited liability company is a financial asset if it is held in a securities account.

(d) A writing that is a security certificate is governed by this Article and not by Article 3, even though it also meets the requirements of that Article. However, a negotiable instrument governed by Article 3 is a financial asset if it is held in a securities account.

(e) An option or similar obligation issued by a clearing corporation to its participants is not a security, but is a financial asset.

(f) A commodity contract, as defined in Section 9-102(a)(15), is not a security or a financial asset».

<sup>(21)</sup> *V. SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Ha sido considerada incluida en la noción de *securities*, por ejemplo, la operación por la cual una parte entrega a otra animales de piel y ganado, la cual después de haber supervisado el crecimiento, la cría y la producción, habría destinado a la primera los resultados netos de la actividad [*McIntosh v. Harris Farms, Inc.* 507 F. Supp. 1075 (E.D. Cal. 1980)]; para una más amplia panorámica de las decisiones jurisprudenciales sobre este punto, v. LOSS y SELIGMAN (n. 1), pp. 923 y ss.

<sup>(22)</sup> Así, *Bahre v. Peal*, 595 A. 2d 1027 (Me. 1991).

En el contexto de este trabajo, causaría dispersión adentrarse en la (también interesante) comparación entre la noción de *securities* y aquella, en muchos aspectos análoga, de *instrumento financiero* <sup>(23)</sup> que a menudo resultará de utilizar cualquier traducción del término anglófono. Anticipamos, de todos modos, que a los fines del presente trabajo la noción relevante de *securities* es aquella contenida en el artículo 8 UCC, cuyo contenido puede ser dividido en tres partes fundamentales: la primera, fijada en el párrafo (i), sanciona el principio de libre transmisibilidad para todas las *securities* representadas por certificados emitidos en forma *bearer* (al portador) o *registered* (nominativos); la segunda, fijada en el párrafo (ii), sanciona el principio de divisibilidad de las *securities* por clases de intereses; y por fin, la tercera, fijada en el párrafo (iii), se refiere a todas las otras *securities* sujetas a la disciplina del artículo 8 puesto que a él expresamente se refieren, o bien en cuanto que son negociados en mercados regulados.

### III. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL SISTEMA TRADICIONAL

La versión original del artículo 8 UCC, según las redacciones publicadas en 1940 y 1950, se basaba en la cuestión de que la posesión y entrega de los documentos en papel representasen los elementos esenciales del sistema de gestión de los instrumentos financieros. En tal sentido, tanto la prueba de la

---

<sup>(23)</sup> Cfr., el artículo 1, párrafo 2, del Decreto legislativo núm. 58/98; para otros apuntes comparativos y sin ninguna pretensión de exhaustividad, ASCARELLI, "Varietà di titoli di credito e investimento", en *Problemi giuridici*, vol. II, Milán, 1959, pp. 685 y ss.; COLTRO CAMPI, *I contratti di borsa al New York Stock Exchange*, Padua, 1958, pp. 35, 148, 194, *passim*; DAVIES, *Gower's Principle of Modern Company Law*, 6.<sup>a</sup> ed., Londres, 1997, pp. 299 ss.; SCHLESINGER R.B., *Comparative Law (Cases — Text — Materials)*, 3.<sup>a</sup> ed., Mineola, N.Y., 1970, p. 568; v. además, LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milán, 1999; SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, en *Riv. dir. civ.*, 1994, II, pp. 499 y ss.; ID., "La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)", en *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1999, pp. 407 y ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Turín, 1999; SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milán, 1995, pp. 19 y ss., *passim*; por último, pero sin ninguna referencia al sistema norteamericano, CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, Milán, 2001; CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milán, 2001.

propiedad como la de la transmisión estaban fundadas sobre el dato material de la posesión y de la entrega de los correspondientes certificados en papel <sup>(24)</sup>.

En los Estados Unidos ya en aquel tiempo el sistema de los certificados en papel dejaba traslucir numerosos problemas operativos, ligados sobre todo a la transmisión de los títulos nominativos y a las consiguientes obligaciones de registro <sup>(25)</sup>.

---

<sup>(24)</sup> Cfr. WITTIE, *Review of Recent Developments* (n. 14), pp. 1575 y ss.; ID., *Review of Legislative Developments* (n. 14), pp. 1512 y ss. A los fines del presente trabajo parece útil introducir dos conceptos, que, sobre todo en la primera fase del proceso de “desmaterialización”, eran habituales en la literatura del sector. En tal sentido, según una clasificación basada sobre las modalidades de transmisión, acogida sobre todo en el derecho anglosajón, se solía distinguir entre *tangibles securities*, incorporados a certificados negociables y transmisibles mediante entrega manual, e *intangibles s.*, carentes de incorporación documental y transmisibles únicamente mediante reflejo contable. El concepto de *intangibilità* está privado de correspondencia directa en los sistemas romanistas, pero se encuentra muy cerca de aquel de la inmaterialidad. Como se ha señalado, en efecto, en la *commom law* también los derechos son objetos de propiedad (*property*); de tal modo que los *intangibles s.* entrarían en la categoría de *choses in action* y pueden consistir en *debts, patents, stock, bonds, goodwill, trade marks, franchises* y, precisamente, *securities*.

Si se trazan algunas diferencias entre los sistemas anglosajón y estadounidense, no se debe descuidar que, en cuanto al primer ordenamiento, no tiene mucho sentido plantearse el problema de la incorporación (técnica) del derecho en el contexto del certificado emitido en conexión con el instrumento financiero anotado contablemente. El certificado, en efecto, representa exclusivamente una prueba (*test* o *evidence*) de la existencia del derecho; de lo que derivaría la exclusión de la posibilidad de transmitir (los derechos sobre) el instrumento financiero mediante la mera entrega del certificado. Más bien, la entrega no sería idónea ni siquiera para la constitución de un vínculo sobre el instrumento y podría valer, a lo más, únicamente a los fines de la prueba sobre la voluntad de constituir garantías o cargas de otro tipo. En definitiva, todos los instrumentos financieros anotados, estén estos acompañados de la emisión de un certificado o no, se considerarían *intangibles* y sólo los instrumentos no anotados, pero representados por certificados, serían considerados *tangibles* [para ulteriores consideraciones sobre el tema, cfr. FERNÁNDEZ, *Le Uncertificatied Securities nel Regno Unito: il Crest*, en VISENTINI y STAGNO D'ALCONTRES (n. 2), p. 103 y ss.].

En el ordenamiento estadounidense, tanto los certificados anotados como los no anotados son considerados representativos de instrumentos financieros y permiten al poseedor efectuar la transmisión sea mediante el endoso que por la entrega. En los Estados Unidos, por tanto, los certificados emitidos en conexión con los instrumentos financieros podrían ser siempre considerados *tangibles*, pero, como se verá, es habitual en la actualidad que en la disciplina uniforme del *Commercial Code* se utilice la dicción *certificatied* o *uncertificatied securities*.

<sup>(25)</sup> Es verdad que la distinción entre instrumentos financieros *tangibles* e *intangibles* ha revestido una importancia histórica fundamental, respecto a su modo de adquisición y transmisión de los instrumentos financieros, su sujeción a determinados vínculos y la individualización de la ley aplicable. Aunque los instrumentos financieros *tangibles* resultan transferibles de un modo ágil, comportan sin embargo cuatro desventajas principales: 1) se requiere la emisión y el traslado físico de grandes cantidades de papel, capaces de amenazar el funcionamiento de las cámaras de compensación y de los depósitos centrales; 2) resulta muy costoso producir los

Después de casi dos décadas, hacia el final de los años sesenta, tales problemas operativos alcanzaron un nivel extremo, induciendo sustancialmente a la eliminación de los certificados en papel y al desarrollo de un moderno sistema electrónico para el registro de las titularidades y de las transmisiones que tuvieran por objeto instrumentos financieros representativos de derechos negociables en los mercados regulados. El resultado final de este proceso fue la radical revisión del artículo 8 UCC, mediante la enmienda de 1978, y la introducción de un *Uncertificaded Securities System*.

#### IV. EL SISTEMA DE “DESMATERIALIZACIÓN” O “DESCERTIFICACIÓN” INTRODUCIDO POR LA MODIFICACIÓN DE 1978

En 1978, la finalidad que perseguía el legislador al enmendar el UCC era la de dar lugar a un sistema en el que ya no fuera necesario que la sociedad cotizada emitiese documentos representativos de los derechos negociables<sup>(26)</sup>.

---

certificados y las notas, puesto que reclaman la utilización de técnicas de imprenta particularmente evolucionadas, a los fines de prevenir su falsificación; 3) los riesgos ligados a la entrega material de los títulos son numerosos, y entre todos, aquellos que derivan de la sustracción de los mismos y de la posible circulación contra la voluntad del titular, sobre la base de las reglas de la posesión de buena fe; 4) la ley que disciplina su transmisión es susceptible de cambios continuos y, por otro lado, para carteras compuestas, las leyes aplicables podrían ser diferentes y reclamar diferentes requisitos formales. El debate sobre las razones de la desmaterialización está eficazmente sintetizado por LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari ed il sistema Monte Titoli*, Milán, 1989, especialmente pp. 1-18.

(26) En términos generales, se puede afirmar que las dos medidas adoptadas para reducir los problemas ligados al volumen de “papel” en circulación han sido, de un lado, la “desmaterialización” y, por otro, la llamada “inmovilización” (cfr., para una evolución de la disciplina, PACHTEL y GROSS, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *Bus. Law.*(52) 1997, pp. 1465 y ss., GROSS y PATCHEL, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *ibid.* (51) 1996, pp. 1339 y ss.; GROSS y VELTRI, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *ibid.* (50) 1995, pp. 1445 y ss.; VELTRI y GROSS, “Introduction to the Uniform Commercial Code Survey: The Role of Courts in a Time of Change”, *ibid.* (49) 1994, pp. 1827 y ss.; SOMMER, “A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer Law”, *ibid.* (53) 1998, pp. 1181 y ss., especialmente, pp. 1185 ss.). El método más eficiente para eliminar el papel es ciertamente el de la “desmaterialización” completa de los instrumentos financieros, eliminando la emisión misma de los certificados, también cuando se trate de instrumentos nominativos. Los inversores recibirían exclusivamente una confirmación del intermediario acerca de la efectiva emisión en su favor de un número determinado de instrumentos financieros pertenecientes a una determinada categoría según un valor establecido. El instituto de la desmaterialización no ha recibido todavía el pleno favor de los inversores privados estadounidenses, los cuales, fuera del caso de las emisiones estatales (o públicas en general) demuestran una cierta reticencia a confiar en el apunte contable como *evidencia* de la posición relativa respecto a un determinado instrumento financiero.

Sin embargo, la Comisión encargada de redactar las modificaciones tenía una tarea (al tiempo) limitada a la introducción de normas que consintieran sobre todo la coexistencia con el sistema tradicional de certificación.

Por tal motivo, la enmienda de 1978 introdujo una suerte de “descertificación atenuada”: ya no era necesario que la propiedad del instrumento financiero fuese *probada* con la exhibición del certificado documental. Las transmisiones del título serían realizadas por medio de las correspondientes anotaciones en los registros del emisor; sin embargo, lo que antes se realizaba mediante la entrega

---

Una modalidad alternativa de reducción del papel, ampliamente utilizada en las transacciones internacionales, es aquella de la “inmovilización” de los instrumentos financieros *tangibles*, realizada mediante el depósito de los mismos en un intermediario. Esto interrumpe la relación directa entre el emisor y el inversor, interponiendo al intermediario como sustituto del inversor en sus relaciones con el emisor. La inmovilización puede ser decretada caso por caso (obligatoria), o bien ser inicial y definitiva (permanente): es decir, es posible que los certificados representativos de los instrumentos financieros sean, en cualquier momento, depositados en un intermediario y sucesivamente retirados *por equivalente*; pero puede también suceder que una nueva emisión esté completamente representada por un único bono depositado, de modo permanente, en un ICSD (*International Central Securities Depository*) y custodiado sin ser cambiado por certificados definitivos. En el primer caso, el instrumento permanece inmovilizado desde el momento de su depósito y toda salida del depósito hace que el instrumento sea nuevamente transmisible en las formas ordinarias; en el segundo caso, el instrumento financiero es inmovilizado desde el principio y así permanece hacia el futuro.

Un bono global (representativo del conjunto de una emisión) puede ser permanente, semi-permanente, o bien temporal. El bono *permanente* es aquél depositado sobre la base de que el inversor no está legitimado, de modo ordinario, a obtener del emisor los certificados de los títulos a él destinados, sino que resulta exclusivamente acreedor del intermediario por un determinado montante de títulos resultante de la cuenta a él destinada. De esto deriva que la relación establecida por el inversor se da sólo con el intermediario y toda transmisión tiene lugar mediante las correspondientes anotaciones ejecutadas sobre la cuenta, antes que sobre el registro del emisor. Además, con la excepción de casos límite (por ejemplo, si el emisor resulta insolvente, o bien el bono permanente resulta inválido), el inversor no podría poseer de forma *tangible* los instrumentos financieros a él destinados, ni hacer valer sus pretensiones directamente frente al emisor. El bono *semi-permanente* atribuye al inversor la facultad de solicitar certificados definitivos, caso en el cual el valor conjunto del bono se reduce proporcionalmente, pero hasta el momento en el que tal facultad no se ejercita los instrumentos financieros permanecen inmovilizados. El bono *temporal* puede ser objeto de depósito por un periodo limitado y, al final, ser cambiado por certificados definitivos.

Cuando los instrumentos financieros sean emitidos en forma de certificados desde el principio, o bien un bono temporal o semi-permanente cambiado por certificados definitivos, los inversores pueden elegir entre permanecer siendo titulares de meras anotaciones contables o depositar los certificados en un intermediario, con el fin de que en cualquier momento pueda disponer la devolución de los certificados mismos (si ellos son colocados en la cuenta como títulos no fungibles) o bien de otros certificados del mismo tipo y montante (si son colocados en una cuenta de títulos fungibles). En todo caso, la posesión del inversor es indirecta en tanto él mantiene la relación de depósito, pero puede solicitar readquirir una relación directa con el emisor entrando entonces en la posesión de los certificados representativos de los instrumentos financieros a él devueltos, o bien de certificados representativos de instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones nominativas.

material del certificado y su inscripción sucedía ahora a través del envío electrónico de la correspondiente anotación contable al emisor<sup>(27)</sup>.

Aunque estas premisas fueron ampliamente compartidas, el sistema mixto no resultó del agrado de la mayor parte de los emisores de instrumentos financieros, los cuales continuaron emitiendo papel a petición de los inversores, a menos que no se tratase de cuotas representativas de fondos de pensiones y acciones concernientes a la categoría de *publicly traded corporates*, todavía emitidos en forma “certificada”. Las acciones certificadas, en todo caso, representan todavía la porción más amplia de las emisiones cotizadas, aunque su custodia desde hace tiempo no es confiada a los respectivos titulares (*beneficial owner*) sino a las correspondientes sociedades de gestión centralizada (*clearing corporations*).

Tras la modificación de 1978, el perfeccionamiento de los negocios que tienen por objeto derechos negociables en los mercados regulados no se dará más a través de la entrega de los certificados por la inscripción de la transmisión en los registros del emisor o de sus agentes, sino a través de la relativa anotación electrónica en los registros de la *clearing corporation* y del intermediario financiero. Las semejanzas con el sistema introducido en Italia por la Ley 289/1986 son fácilmente perceptibles y, por tanto, a ella se reenvía sin ulteriores comentarios<sup>(28)</sup>.

---

La inmovilización de los instrumentos financieros, sea permanente o temporal, comporta efectos destacables en los planos jurídico y práctico: 1) Sujetándose a los términos del acuerdo y de la ley aplicable, el inversor transfiere la propiedad de los instrumentos financieros depositados, se convierte en titular de una cuenta, adquiere la *copropiedad* de un cierto montante de títulos fungibles pertenecientes a un determinado *genus* y, en fin, logra el derecho a obtener instrumentos financieros pertenecientes a clases y valores correspondientes a aquellos de los que resulta destinatario, además (si se trata de instrumentos no permanentemente inmovilizados) de obtener los relativos certificados documentales; 2) durante el tiempo en el cual los instrumentos están inmovilizados en el sistema, es la anotación contable la que documenta la pertenencia, no los certificados representativos, que constituyen la fuente de sus derechos; 3) como corolario a este último punto, las transmisiones son efectuadas a través de anotaciones contables operadas sobre la cuenta del intermediario, no mediante la entrega física de los certificados o la inscripción de las operaciones en el registro del emisor; 4) en la individualización de la ley aplicable, en caso de conflicto entre varias normas abstractamente compatibles, el lugar en el que los certificados están físicamente colocados es irrelevante.

Para los instrumentos financieros temporalmente inmovilizados, naturalmente, tales consideraciones no valen para el caso en el cual ellos (o su equivalente) son retirados del sistema; en tal supuesto, en efecto, los instrumentos financieros retirados vuelven a asumir su *status* inicial.

<sup>(27)</sup> Cfr. THE AMERICAN LAW INSTITUTE e NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS, *Uniform Commercial Code*, Filadelfia - Chicago, 2000, pp. 654 y ss.; cfr. igualmente, HAZEN (n. 17), pp. 354 y ss.

<sup>(28)</sup> LENER (n. 25), especialmente pp. 20 y ss. y *passim* para cualquier otra referencia.

## V. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTO

Durante la crisis de la circulación documental (el llamado “*paperwork crunch*” de los últimos años sesenta)<sup>(29)</sup>, el volumen de intercambio diario realizado en New York Stock Exchange, ya considerado insostenible por el sistema de gestión y liquidación, suponía en torno a los diez millones de acciones<sup>(30)</sup>. Actualmente, el sistema puede fácilmente soportar intercambios diarios con un volumen de centenares de millones de acciones, cuya progresiva capacidad de adecuación al desarrollo de los mercados financieros debe imputarse, según la difundida opinión de los analistas, exclusivamente a los modernos sistemas electrónicos de gestión de los intercambios. Resulta singular, sin embargo, que el funcionamiento de los intercambios de instrumentos financieros en los mercados regulados no esté todavía gobernado por completo por las reglas de la “descertificación” dictadas por el artículo 8 UCC. Para comprender exactamente cuáles son las razones que se encuentran en la base de esta realidad, es necesario ilustrar brevemente el funcionamiento concreto del sistema de gestión llamado indirecto.

Si se examinasen los registros de las sociedades con accionariado difuso, cuyas acciones son intercambiadas en los mercados regulados, se notaría, por ejemplo, que la sociedad “Cede & Co” tiene entre sus socios alrededor de 60-80% de todas las sociedades presentes en el mercado. “Cede & Co” es el nombre utilizado por “The Depository Trust Company” (“DTC”), un *trust* constituido y disciplinado según la Ley del Estado de New York, con el fin de custodiar y gestionar *securities* por cuenta de aquellos que en ella participan (cerca de 600, entre intermediarios y bancos). Resumiendo, la totalidad de los intercambios realizados en los mercados regulados está reservado a los intermediarios y a los bancos participantes en el “DTC”, los cuales gestionan la gran mayoría de los instrumentos financieros negociados (precisamente, el mencionado 60-80%) por cuenta de los respectivos clientes<sup>(31)</sup>.

Es obvio que, si cada uno de los participantes en el *trust* custodiase físicamente los certificados representativos, sería imposible realizar los intercambios

---

(29) La expresión resulta habitual en la literatura americana: v. en efecto, HENZ (n. 17), pp. 351 y ss.; SOMMER (n. 26), pp. 1188 y ss., el cual habla además de “era de confusión”; cfr., igualmente, ROGERS, *Policy perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, in *UCLA L. Rev.* (43) 1996, p. 1431, especialmente p. 1436.

(30) THE AMERICAN LAW INSTITUTE Y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27). p. 655.

(31) THE AMERICAN LAW INSTITUTE Y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), p. 659.

a menos que se estableciese la entrega física de los certificados mismos para toda operación de adquisición o venta realizada. La centralización de la custodia de los certificados en el *trust* permite beneficiarse de la operatividad de un depositario común a todos los sujetos implicados en las operaciones de intercambio, eliminando las entregas intermedias y saldando las recíprocas posiciones de crédito y débito a través de los correspondientes abonos y cargos en las cuentas pertenecientes a cada depositante en el *trust*.

La actividad de compensación y liquidación podría ser perfectamente efectuada por el depositario común que cuida de la custodia de los títulos; sin embargo, en los Estados Unidos la compensación de las partidas recíprocas y la relativa liquidación por saldos es efectuada por una institución independiente, la "National Securities Clearing Corporation" ("NSCC"), que proporciona instrucciones al "DTC" en orden a las cuentas acreedoras y deudoras.

Los intermediarios que participan en el sistema "DTC-NSCC" realizan, a su vez, las correspondientes operaciones de cargo y abono sobre las cuentas dispuestas por los respectivos clientes. Si el cliente A adquiere 100 acciones de la sociedad X por medio de un intermediario, y el cliente B vende 100 acciones de la misma sociedad a través del mismo intermediario, para realizar el intercambio es suficiente que tal intermediario opere sobre las cuentas de los propios clientes sin pasar por el sistema centralizado. Por otra parte, en una situación de este tipo, no será necesario modificar las posiciones contables en el "DTC" y relativas a la participación del intermediario en la sociedad de la cual se han intercambiado las acciones, ni deberán modificarse los registros de la sociedad donde está indicada la participación detentada por el "DTC".

El beneficio operativo de la compensación realizada a este (más bajo) nivel de intermediación se percibe mejor sólo si se considera que cada intermediario gestiona centenares de patrimonios mobiliarios, en ocasiones miles de fondos de inversión, fondos de pensiones y otros inversores institucionales; de modo que, por cada día de mercado abierto sólo un pequeño porcentaje de los intercambios realizados por el concreto intermediario por cuenta de los propios clientes dejará constancia en los del "DTC".

## VI. LA NECESIDAD DE REGLAS DIFERENTES PARA EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTO Y PARA EL INDIRECTO

Tanto el sistema tradicional basado en la circulación de papel, como aquel contemplado en la enmienda de 1978 fundado sobre la llamada "descertificación", pueden ser definidos como sistemas directos; al menos en el sentido de que entre el titular (*beneficial owner*) de los derechos negociados y el emisor de los concretos instrumentos financieros se da una relación jurídica directa que

permite, a quien posea certificados al portador, ejercitar las correspondientes pretensiones *directamente* contra el emisor. También con respecto a los títulos nominativos, tanto en el caso en el que son representados por certificados como en el caso inverso, entre el legítimo titular (*registered owner*) y el emisor se da una relación jurídica directa, documentada por la correspondiente anotación efectuada en los registros de este último, o bien en aquellos del intermediario que negocia los títulos.

Por el contrario, el sistema de depósito del “DTC”, al menos por lo que respecta a los títulos representativos de acciones y obligaciones, puede ser calificado como “indirecto”, en el sentido de que los registros del emisor no muestran la identidad de todos los beneficiarios que abstractamente están en situación de ejercitar determinados derechos. Más bien, una amplia parte de los instrumentos financieros en circulación son anotados en los registros del emisor como pertenecientes al depositario; los registros de este último a su vez muestran la identidad de los intermediarios que toman parte en este proceso y, en fin, sólo los registros de los intermediarios muestran la identidad de los propios clientes inversores.

Sin embargo, después de las enmiendas de 1978, las reglas dictadas por el artículo 8 UCC no lograron suplantar al sistema de gestión indirecta. En efecto, la previsión según la cual los cambios en la titularidad de los instrumentos financieros podían efectuarse bien mediante la entrega del certificado, bien a través de la inscripción contable en el registro del emisor, no lograba superar el umbral de eficiencia conseguido por el sistema de gestión indirecta, gracias al cual ninguna de estas formalidades era reclamada<sup>(32)</sup>. Los documentos representativos de las participaciones que conjuntamente detenta el “DTC” en las sociedades emisoras particulares (los llamados “*jumbo certificates*”), en efecto, ya no están sujetos a traslado físico alguno.

Hasta la fecha, por otro lado, es raro que los registros de los emisores dejen emerger el número de los intercambios realizados sobre los instrumentos financieros de emisión propia; lo cual es una prueba del hecho de que las operaciones

---

(32) Cfr. VAGTS (n. 4), pp. 6 y ss.; para un interesante paralelismo con otros ordenamientos, NOTTLE, *The Development of Securities Markets in China in the 1990's*, en *Co. & Sec. L. J.*, (11) 1993, pp. 503 a 523; KÜBLER, *Institutional Owners and Corporate Managers — A German Dilemma*, en *Brooklin L. Rev.* (57) 1991, pp. 97 a 111, el cual, basándose en particular sobre las características del mercado alemán, lo califica como “narrow, thin and boring”; en tal sentido, v. también, HAUCK, *The Equity Market in Germany and its Dependency on the System of Old Age Provision*, en BAUMS, BUXBAUM y HOPT, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlín — Nueva York, 1994, pp. 557 y ss.; cfr., por otro lado, para una reflexión sobre las tendencias que van afirmándose en Europa en orden al problema de la armonización de las reglas de la circulación, emisión y negociación, FERRARINI (n. 10), pp. 254 y ss. y pp. 274 y ss.

de compensación y liquidación vienen rubricadas contablemente sólo en los registros del intermediario según el sistema indirecto.

Esto ha representado una disfunción del sistema: de un lado, en efecto, se modificaba el artículo 8 UCC introduciendo nuevas modalidades de transmisión basadas (indiferentemente) sobre la entrega material del certificado o bien sobre la inscripción contable en el registro de los emisores; de otro lado, las nuevas reglas debían sucumbir frente al prevalecer de una práctica de mercado más homogénea respecto a las exigencias manifestadas por los operadores<sup>(33)</sup>.

## VII. LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 *DEL UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD

Una de las razones que han justificado la posterior revisión del artículo 8 UCC (1994-1995)<sup>(34)</sup> ha sido la de predisponer reglas lo suficientemente flexibles para responder a las exigencias de cambio que la práctica había manifestado en los decenios sucesivos a la enmienda de 1978. Como se decía, resultaba singular que el empujón del legislador de 1978 hacia la “descertificación” (probablemente sobre la estela del generalizado desdén hacia la excesiva cantidad de papel en circulación) no fuese plenamente recibido en la práctica operativa, la cual demostraba preferir la gestión indirecta y, por tanto, una reducida utilización (*rectius*, desplazamiento) del “papel”, con lo cual no se llegaba a su total eliminación<sup>(35)</sup>.

A tal propósito, y sin resultar exactamente explicable cuál es el mecanismo que ha gobernado la elección de uno u otro sistema de circulación de los instrumentos financieros, igualmente difícil resulta formular previsiones en orden al

---

(33) MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), pp. 1891 y ss.: “The Drafting Committee faced the most challenging and ambitious uniform or model law project since the creation of the U.C.C. Their task was particularly daunting for several reasons. First, Revised Article 8 codifies the rights of one claiming an interest in securities through an intermediary, such as a stockbroker or bank, that current private law addresses only slightly... Second, the new codification addresses both financial market systems and practices and financial assets that are (at once) enormously complex, crucial to the marketplace, arcane, and constantly changing. Third, the private law rules are written in the shadow of comprehensive federal regulatory schemes for securities intermediaries”.

(34) V. *supra* los autores citados en nota 10.

(35) OCKS (n. 14), p. 25.

desenvolvimiento del sistema de “descertificación” en los Estados Unidos <sup>(36)</sup>. A partir de la revisión de 1994-1995 es, sin embargo, ausplicable que la posibilidad para los inversores de obtener la emisión de certificados inscritos a su nombre cederá progresivamente el paso al mecanismo de la anotación contable en las cuentas abiertas en el intermediario profesional; y ello tanto por efecto de la progresiva confianza que el público ahorrador debería adquirir como en razón de la política de desincentivación dispuesta por las empresas de inversión a través de la imposición de comisiones más altas para aquellos clientes que reclaman la emisión de certificados nominativos.

De otra parte, no falta quien atribuye una cierta importancia a la posibilidad de mantener una relación directa con el emisor de los instrumentos financieros, aunque no sea necesariamente a través de un documento en forma certificada. Por tal motivo, algunos operadores del mercado están estudiando sistemas que garanticen tal posibilidad y, contextualmente, exploten la “descertificación” introducida por el artículo 8 UCC <sup>(37)</sup>.

La segunda modificación del artículo 8, en su conjunto, ha permanecido neutral respecto a los sistemas de gestión disponibles: en efecto, si las reglas de la precedente versión del artículo 8 han sido conservadas por el sistema de gestión directa, a través de la introducción de una nueva Parte 5 se ha procedido también a disciplinar la gestión *indirecta*, sin por ello suprimir el sistema precedente. El espíritu de la modificación ha sido aquel de solicitar a la autorregulación del mercado el desarrollo del sistema de circulación más coherente con la evolución de los servicios de inversión y la relativa aproximación de los ahorradores, renunciando a imponer desde arriba y *a priori* una solución unívoca <sup>(38)</sup>.

## VIII. EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTA TRAS LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO DEL 8 *UNIFORM COMERCIAL CODE*

Con respecto a los instrumentos financieros custodiados directamente, el artículo 8 UCC mantiene el planteamiento de la regulación antes vigente. La Parte 2 de la norma, que resulta sustancialmente inmodificada, afronta algunos aspectos relativos a las obligaciones de los emisores. El fin fundamental de tales reglas es aquel de hacer aplicable a los instrumentos de inversión los principios dictados en materia de títulos de crédito negociables (*negotiable*

---

<sup>(36)</sup> Cfr. VAGTS (n. 4), pp. 11 y ss. y 14 y ss.

<sup>(37)</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 657 y ss.

<sup>(38)</sup> OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH (n. 14), pp. 1441 y ss.

*instruments*, artículo 3 UCC), los cuales impiden a los emisores de estos últimos oponer excepciones a los sucesivos adquirentes, según el modelo de la autonomía del derecho de crédito conocido en *civil law*<sup>(39)</sup>. En sentido análogo, la Parte 3 afronta el problema de la transmisión de los instrumentos financieros custodiados directamente y reenvía a la aplicación de los dictados en materia de títulos de crédito para proteger la adquisición del derecho de las acciones de

---

<sup>(39)</sup> Cfr. ROCKS, (n. 14), pp. 26, especialmente 27, y ss.; más en general, v. la interesante contribución de COFFEE, JR. (n. 10), pp. 641 y ss., el cual ofrece un amplio panorama del debate habitual en los Estados Unidos en orden a las técnicas de política legislativa utilizables por la disciplina del mercado financiero y a los correlativos modelos de *corporate governance*.

En el plano de las diferencias entre el sistema directo y el indirecto, no se debe dejar de observar que si bien el gestor directo de instrumentos financieros soporta el riesgo de la insolvencia del emisor, el mismo posee, sin embargo, el control del ejercicio de los derechos sociales. Por el contrario, el gestor indirecto soporta un triple riesgo: 1) la imposibilidad de ejercitar directamente las pretensiones frente al emisor, allí donde no proceda el gestor directo por su cuenta; 2) la insolvencia del depositario; 3) la pérdida de los instrumentos financieros poseídos por el depositario en los casos en los que éste esté en situación de liberarse de responsabilidad por dicha pérdida. Por lo que respecta a los bonos permanentes globales (relativos a emisiones conjuntamente consideradas), la posibilidad de ejercitar directamente la pretensión, si no es prevista por la ley estatal aplicable, puede ser sustituida por la previsión de una cláusula expresa contenida en el acto constitutivo del *trust* (si hay alguno); o bien, por un acto irrevocable con el cual se reconoce, en caso de invalidez del bono permanente, la posibilidad de ejercitar pretensiones directamente frente al emisor; o, finalmente, por la previsión de una cláusula que autorice la emisión de certificados definitivos a favor del titular del bono permanente, en el caso de incumplimiento contractual. A falta de uno de estos eventos, el titular de la cuenta permanece sujeto a las obligaciones contractualmente asumidas de modo directo frente al depositario, el cual ejercita, en su interés, los derechos frente al emisor, percibiendo los dividendos, los intereses, los reembolsos, ejercitando el voto y demás derechos. Para ser tutelado frente a la insolvencia del depositario, el titular de la cuenta necesita que la ley le reconozca el derecho de ser preferente respecto a los acreedores del depositario mismo. Importancia particular tiene, en tales casos, el principio de separación patrimonial que permite mantener separados los instrumentos financieros en posesión del depositario por cuenta de los clientes particulares del patrimonio del depositario mismo, destinado *ex lege* a la satisfacción de los acreedores.

Desde este punto de vista, se podrían proponer una serie de cuestiones, cuya resolución escapa sin embargo a las finalidades del presente trabajo: por ejemplo, ¿puede el derecho arriba mencionado considerarse un derecho de propiedad, o bien un simple derecho de crédito? Además ¿cuáles son las formalidades necesarias para que el titular de la cuenta pueda conservar la preferencia que eventualmente se le reconoce contra los otros acreedores del depositario? Otra más: ¿qué ley debe ser aplicada para resolver tales cuestiones? ¿cuáles son los efectos derivados de la atribución de un mandato de gestión que comporte la concurrente aplicación de varias leyes estatales? Finalmente ¿si el depositario mantiene relaciones de subcustodia, cuáles serán los efectos derivados de la realización de comportamientos negligentes del uno o del otro respecto a los derechos del titular de la cuenta? Una posible solución depende, en gran parte, del punto de vista que se considere prevalente: aquel del primer nivel de intermediación, o bien aquel de los niveles sucesivos (v. *infra* párr. 6, 7 y 9; cfr., por otro lado, THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 721 y ss.).

reivindicación<sup>(40)</sup>. La Parte 4, en cambio, se ocupa del proceso de inscripción de la transmisión realizada a través del emisor o su *broker*<sup>(41)</sup>.

No obstante los conceptos básicos del sistema de gestión directa hayan sido mantenidos, se detectan cambios significativos en la terminología, organización y expresión de las reglas.

Tales cambios pueden ser resumidos del siguiente modo:

*Simplificación de la Parte 3.* La introducción de una nueva Parte 5 sobre el sistema de gestión indirecta ha hecho superfluas las previsiones normativas anteriores (por ejemplo, aquellas contenidas en la Sección 8-313), que representaban un elaborado intento de adaptación del sistema indirecto a la estructura conceptual del directo. No es incorrecto afirmar, por tanto, que la Parte 3 del vigente artículo 8 resulta bajo muchos aspectos más similar a la primera versión de la norma que a la resultante de la modificación de 1978.

*La protección del adquirente.* La versión anterior del artículo 8 utilizaba el término “*bona fide purchaser*” para referirse a aquellos adquirentes que estaban libres de acciones de reivindicación, y la expresión “*good faith*” para individualizar el presupuesto de tal *status*.

En razón a la claridad que la reforma de 1994 ha intentado llevar al sistema, las reglas que protegen al adquirente contra las acciones de reivindicación no utilizan más la expresión “*good faith*”, sino aquella de “*protected purchaser*”, para referirse a los adquirentes que, en el sistema de custodia directa, son protegidos contra las acciones de reivindicación (v. las Secciones 8-105 y 8-303).

*Securities representadas mediante certificados y S. “descertificadas”.* La versión del artículo 8 de 1978, en la parte concerniente a los instrumentos financieros “descertificados”, ha sido considerablemente simplificada. En 1978, en efecto, las previsiones relativas a los instrumentos financieros descertificados fueron introducidas junto a aquellas originarias concernientes a los instrumentos financieros representados por certificados. Por tanto, cada sección estaba compuesta por un conjunto de reglas relativas a “*certificatted securities*” y de otro conjunto de reglas relativas a las “*uncertificatted securities*”. La constante yuxtaposición entre unas y otras ha llevado probablemente a los intérpretes a enfatizar las diferencias, hasta casi lograr construir categorías jurídicas distintas.

---

(40) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 733 y ss.

(41) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 741 y ss.

La nueva versión del artículo 8, por el contrario, contiene una definición unitaria de “*security*” en la Sección 8-102(a)(15), que valora más bien los intereses y las obligaciones subyacentes (estas sí que “*inmateriales*” en el sentido propio de los sistemas del *common law*). La diferencia entre “*certificaded*” y “*descertificaded*” no es considerada en relación a la presencia, o no, de un atributo inherente al instrumento financiero, sino al diverso modo de manifestarse la propiedad del título en relación a finalidades eminentemente probatorias. Los términos “*certificaded*” y “*descertificaded security*” son efectivamente utilizados en aquellas Secciones respecto a las cuales es importante distinguir las diversas formas de exteriorización de la titularidad<sup>(42)</sup>.

(42) La cuenta que tiene por objeto instrumentos financieros, rubricada a nombre de un inversor, puede ser fungible o infungible. En el derecho angloamericano, debería decirse fungible la cuenta que contiene unidades recíprocamente intercambiables a los fines del cumplimiento de las obligaciones de entrega, o bien de transmisión. Si la propiedad es fungible, ello no depende de las características físicas del objeto, sino de la naturaleza de la obligación que va a ser cumplida. Si, por tanto, el depositario no está obligado a la restitución de los instrumentos financieros *in specie*, sino exclusivamente a su *tantundem*, entonces el bien será fungible. Si el depositario debe restituir el mismo bien (instrumento financiero) recibido en depósito, entonces éste se considerará infungible. En concreto, pues, los instrumentos financieros son fungibles si constituyen parte de la misma emisión o bien de emisión diversa pero realizada sobre la base de idénticas condiciones. La distinción entre pretensiones fungibles e infungibles, pues, no es la misma que puede realizarse entre derechos del *contrato* y derechos de *propiedad*, visto que el concepto mismo de fungibilidad es a tales fines variable. En términos de simple “intercambiabilidad”, el depósito de instrumentos financieros en una cuenta fungible no es conceptualmente diferente del depósito de dinero realizado en un banco. En ambos casos, el depositario es libre de utilizar el específico bien depositado (instrumentos financieros, bonos o dinero) como si fuese propio; su obligación consiste exclusivamente en la restitución de un bien de tipo o montante equivalente. Pero, mientras que el depositante del dinero es titular de una pretensión puramente contractual —no existiendo ninguna obligación para el banco de segregar los fondos depositados por los clientes, sea individualmente o colectivamente—, el depositario de instrumentos financieros en una cuenta fungible podrá ser obligado, por acuerdo o por la ley, a gestionar un paquete de instrumentos financieros de un cierto tipo en interés de una colectividad de inversores, sea a través del sistema del *trust* (como sucede en el derecho anglo-americano) o de otro régimen fundado en la copropiedad de los derechos referidos a los inversores [como sucede, por ejemplo, en Bélgica o Luxemburgo, respecto a los cuales se reenvía a CATANIA [La legge 7 aprile 1995 sui titoli dematerializzati emessi da società per azioni di diritto belga, en VISENTINI y STAGNO D’ALCONTRES (n. 2), pp. 61 y ss.]. La distinción se revela de importancia considerable allí donde, en caso de insolvencia del depositario, quien ha depositado el dinero podrá ostentar exclusivamente un (débil) crédito (no obstante en algunos ordenamientos éste esté dotado de preferencia); mientras, que quien ha depositado instrumentos financieros ostentaría derechos de copropiedad y los instrumentos financieros no formarían parte de un patrimonio de distribución variable entre sus acreedores.

Los instrumentos financieros *tangibles* pueden ser fungibles e infungibles. La posición de los *intangibles* es más fácil de comprender. Cuando estos estén privados de numeración, podrán claramente considerarse infungibles, no existiendo por otro lado la necesidad de distinguir entre

La nueva versión del artículo 8, además, cancela la previsión de 1978 respecto a las “*transaction statements*” y a los “*registred pledges*”, de los cuales se tratará brevemente más adelante.

*El fin de las Partes 2, 3 y 4.* Las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 se refieren únicamente a los derechos de los sujetos que gestionan directamente los instrumentos financieros. En el ámbito del actual sistema de gestión y custodia, solamente las llamadas “*clearing corporation*” pueden desempeñar tal función. Por tanto, mientras las reglas de las Partes 2, 3 y 4 serían aplicadas a las relaciones entre el emisor y la sociedad de gestión, no encuentran aplicación en las relaciones subyacentes a este nivel de intermediación.

Como consecuencia de la reforma del artículo 8, un sujeto que posee instrumentos financieros a través de un *broker* resulta titular de un derecho disciplinado por las reglas contenidas en la Parte 5, aun no resultando el depositario directo de los títulos. Por tanto las reglas de la nueva Sección 8-303 sobre los derechos del “*protected purchaser*” (análogas a las reglas del “*bona fide purchaser*” a las que se refería la precedente versión del artículo 8), no se aplican a las personas que detentan instrumentos financieros a través de *brokers* o intermediarios. En cambio, la Parte 5 contiene reglas especiales dirigidas a proteger de las acciones de reivindicación a los inversores que operan en el sistema de custodia indirecta (v. la nueva Sección 8-502).

## IX. EL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTA

A pesar de que la reforma del artículo 8 ha traído consigo una complicación de las normas relativas a la custodia indirecta, el mecanismo fundamental utilizado por el legislador es más bien simple y puede ser resumido del siguiente

---

uno y otro. Lo mismo sucede en el caso en el cual, no obstante la numeración exista, los instrumentos hayan sido hechos fungibles por contrato (por ejemplo, porque el acuerdo prevea solamente un derecho de crédito a un montante determinado), o bien por estatuto (del *trust*). La situación que se refiere a los instrumentos financieros *intangibles*, que no han resultado fungibles por contrato o estatuto, no está muy clara. Siendo *intangibles*, en efecto, no pueden sujetarse a una segregación física, así que en línea de principio cada unidad es considerada igual a otra; quien consintiera en transferir, por tanto, instrumentos con una numeración diversa de aquella a la cual pertenezcan los instrumentos efectivamente poseídos se entenderá que ha transferido únicamente estos últimos. Pero, no obstante los instrumentos *intangibles* no puedan ser físicamente identificados, su numeración facilita normalmente la reivindicación. Por ejemplo, si un depositario C detenta acciones numeradas del 1 al 50 por cuenta de A y acciones numeradas del 1 al 100 por cuenta de B, la eventual transmisión no autorizada de acciones del 51 al 100 se deberá entender efectuada por cuenta de B, antes que por cuenta de A. En otras palabras, si bien no se puede hablar de identificación física, tales instrumentos financieros pueden ser localizados, al menos, en caso de transmisión GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, en *Butterworths J. of Int. Bank. and Fin. L.*, 1996, p. 170; cfr. THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 733 y ss.).

te modo: sustancialmente se abandona el intento de describir todas las posibles relaciones configurables en el ámbito del sistema de custodia indirecta, y se utilizan exclusivamente los mecanismos ligados a la custodia directa.

Esto es realizado por las nuevas normas introducidas por el artículo 8 (Parte 5), que son específicamente diseñadas para el sistema de gestión indirecta y se fundamentan sustancialmente en la atribución de un “nombre” al paquete de derechos correspondientes al sujeto que posee instrumentos financieros a través de un intermediario.

El dato innovador de la reforma del artículo 8 está representado por el concepto de “*securities entitlement*”, dirigido a definir la posición jurídica de quien resulta titular de derechos, o intereses de naturaleza real (“*property interests*”), en orden a las actividades financieras especificadas en la Parte 5 [v. Sección 8-102 (a)(17)]. Para la doctrina norteamericana<sup>(43)</sup> la expresión “*securities entitlement*” constituye una definición “abierta”, susceptible de ser especificada en relación a las particulares situaciones subjetivas (“*rights and property interest*”) comprendidas en la noción general y relacionadas, precisamente, en la Parte 5<sup>(44)</sup>.

La Parte 5, en la Sección 8-501, comienza precisando que un sujeto adquiere un “*securities entitlement*” en el momento en el que el intermediario acredita una (genérica) disponibilidad financiera a la cuenta del cliente.

La Sección 8-503 establece el principio de separación patrimonial con respecto al intermediario financiero, previendo que los acreedores de este último no pueden satisfacerse sobre los bienes y los instrumentos financieros provenientes de la actividad desarrollada por cuenta de los clientes. La norma excluye además que sobre las “carteras” custodiadas por cuenta de los clientes se instaure una situación jurídica de naturaleza “real” a favor del intermediario. El “*securities entitlement*” se configuraría, por tanto, como una situación compleja (una suerte de “derecho financiero”) no reducible a la mera pretensión ejercitable frente al intermediario para reivindicar los títulos por éste custodiados.

Esto no obstante, la posición conjuntamente referible al titular de este “derecho financiero” comprende también una serie de singulares pretensiones ejercitables *ad personam* frente al intermediario, cuya relación está contenida en las Secciones 8-505 a 8-509.

---

(43) Para posteriores referencias, MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), 1901 ss.; ROCKS (n. 14), p. 26.

(44) MONNEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), pp. 1893 y ss.; THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 749 y ss.

La Sección 8-504 prevé la obligación para el intermediario de mantener una disponibilidad en “actividades financieras” suficiente para satisfacer las eventuales demandas de reivindicación realizadas por los poseedores de los títulos.

En el comentario del *American Law Institute* <sup>(45)</sup>, las nuevas reglas pueden visionarse recurriendo al siguiente ejemplo: Juan y María son cada uno titulares de 1000 acciones de la sociedad cotizada Acme. Inc. Juan posee un certificado representativo de 1000 acciones y está inscrito, como titular de la correspondiente anotación en cuenta, en los registros llevados por el *transfer agent* de la Acme. En consecuencia él posee acción directa (de reivindicación) contra el emisor, recibe de él directamente los dividendos, y recibe directamente del emisor las solicitudes *proxy* en orden a la relativas propuestas de voto.

María, en cambio, posee los títulos a través de un intermediario. No posee, por tanto, certificados representativos de la propia inversión y no resulta inscrita en los *stocks books* de la Acme como titular de una correspondiente anotación en cuenta. María accede a los beneficios económicos y a los derechos corporativos derivados de la posesión de acciones bien a través de su *broker* o de cualquier otro intermediario interpuesto en la cadena que la vincula al emisor.

Mientras en el caso de Juan el interés del que éste es titular apunta directamente sobre el instrumento financiero representado por la *chartula*, en el caso de María el interés se concreta en un posición contable representada por una inversión financiera. En el primer caso, se hablará de “*securities*” en sentido estricto, en el segundo se hablará de “*securities entitlement*”; análogamente, también los vínculos que se constituirán sobre los dos tipos de *securities* serán considerados, a su vez, *securities* o *securities entitlement*.

Para el sistema norteamericano, de cualquier modo, en muchos casos no es necesario distinguir las modalidades concretas a través de las cuales el inversor posee los instrumentos financieros. Por ejemplo, en términos de mera contabilidad financiera, tanto Juan como María pueden ser considerados titulares (*owners*) de *securities*; es en efecto irrelevante que Juan sea inscrito como propietario de títulos poseídos directamente mediante certificado y, en cambio, María resulte propietaria a través de un intermediario. El nuevo artículo 8 reconoce expresamente, por otra parte, que la posesión de certificado produce efectos idénticos a aquellos derivados de la titularidad de una mera posición contable, no tratándose más que de modalidades diversas de adquisición de un interés en las actividades financieras subyacentes (v. Sección 8-104).

---

(45) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), p. 600.

X. LA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS SOBRE  
LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS (*SECURITY INTERESTS  
IN INVESTMENT SECURITIES*)

La modificación del artículo 8 ha traído consigo cambios significativos también en el régimen de los vínculos. El esquema acogido por la reforma se reconduce a aquel vigente antes de la revisión de 1978, donde la disciplina de los *security interests in investment securities* se contenía en el artículo 9, antes que en el 8. También el artículo 9, por tanto, ha sufrido una modificación parcial, dirigida principalmente a la adecuación de la norma al nuevo concepto de *security entitlement*; se considera, sin embargo, que las modificaciones introducidas vayan más allá de la necesidad de regular la creación y el perfeccionamiento de los vínculos, tanto en el caso de *direct* como en el caso de *indirect holding*<sup>(46)</sup>.

El principio general acogido por la norma (v. Sección 9-115) es aquel tradicional según el cual el vínculo sobre el instrumento financiero representado por un certificado puede ser constituido a través de una garantía real. Las nuevas reglas, en cualquier caso, no requieren que todos los vínculos se realicen mediante procedimientos basados en el derecho común de las garantías. Más bien se consiente, sobre la base de la Sección 9-203, que la constitución de las garantías suceda mediante un acuerdo entre el deudor y la parte garantizada. A los fines de la creación del vínculo, por lo tanto, no es necesario que exista acto alguno de transmisión, de entrega o bien otra actividad con relieve “real”.

Las modalidades de perfeccionamiento de las garantías son disciplinadas por la nueva Sección 9-115 (4). La regla base se fundamenta sobre el concepto de “control”, a su vez definido en la Sección 8-106 como el derecho del sujeto garantizado de obtener la liquidación de la garantía sin la ulterior cooperación del deudor. Por tanto, en orden a los *certificatted securities*, el “control” asume un significado muy cercano a la noción de *possession*, estando ligado a la transmisión física del certificado al sujeto garantizado, efectuada mediante endoso<sup>(47)</sup>.

---

(46) OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH (n. 14), 1447 ss., especialmente p. 1450; OLSON (n. 14), pp. 1545 y ss.; ROCKS (n. 14), p. 27.

(47) En muchos aspectos la disciplina del artículo 9 UCC roza y a veces se mezcla con aquella del artículo 8. Para una panorámica de las cuestiones más relevantes sobre este punto, v. sobre todo, los escritos de WEISE: “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions”, en *Bus. Law.* (51) 1996, pp. 1459 y ss.; “U.C.C. Article 9: Recent Developments”, *ibid.*, (52) 1997, pp. 1591 y ss.; “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions”, *ibid.*, (54) 1998, pp. 307 y ss., e *ibid.*, (55) 2000, pp. 2039 y ss.

Por lo que respecta a los *uncertificated securities*, el “control” puede ser obtenido de dos modos: 1) mediante la atribución de la posición contable, conseguida con el establecimiento de una cuenta a nombre del *lender* (el cual, de este modo, se convertiría en titular de *securities*); 2) o bien, mediante acuerdo con el intermediario para operar a indicación del sujeto garantizado, manteniendo la atribución de la posición contable a nombre del deudor. En cada uno de estos casos, el deudor mantiene el derecho de cambiar y ejercitar los derechos ordinarios correspondientes al titular de la posición financiera <sup>(48)</sup>.

A excepción del caso en el que el deudor mismo sea un intermediario, es también posible que sea utilizado el llamado *Filing System* al que se refiere el artículo 9, esto es, el tradicional sistema de registro de las garantías mobiliarias. En cualquier caso, el *Filing System* no asegura al sujeto garantizado la misma protección que le viene dada por las formas descritas de constitución del vínculo, visto el grado preferencial que se adquiere por el *lender* que logra el “control” sobre el sujeto que de él carece.

## XI. FINALIDAD Y APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: NOCIONES FUNDAMENTALES

Con el objeto de comprender la finalidad y encuadrar el ámbito de aplicación del artículo 8 (y para algunos aspectos concretos, del artículo 9 UCC), es necesario verificar algunas nociones con respecto a los cambios introducidos por las modificaciones del año 1994 <sup>(49)</sup>.

*Security*. Como se decía, la noción viene proporcionada por la Sección 8-102 (a)(15) con un significado esencialmente análogo a aquel que deriva de la precedente versión del artículo 8. La diferencia consiste en el hecho de que la definición no logra comprender todas las “actividades financieras” (*financial assets*) abstractamente tomadas en consideración por la norma. En efecto, si las reglas sobre sistema de gestión indirecta contenidas en las Partes 2, 3 y 4 se aplican sólo a las *securities*, la Parte 5 del sistema indirecto se extiende a ulteriores y no mejor especificados instrumentos de inversión, considerados incluidos en la categoría “abierta” de los *financial assets*.

*Financial assets*. Son definidos por la Sección 8-103 (a)(9) como todas aquellas formas de propiedad (en una acepción típicamente de *common law*) a

---

(48) WEISE, “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions” (n. 47), (55) 2000, pp. 2047 y ss.

(49) Para muchas de las voces que siguen, vale el tradicional listado de LOSS y SELIGMAN (n. 1), pp. 923 y ss., a los que se reenvía además para todas las otras formas de inversión que entran en la categoría de las *securities*, y que en el texto no han sido tomadas expresamente en consideración.

las que es aplicable la Parte 5 del sistema de gestión indirecta. Se entienden incluidas en la definición, por tanto, no sólo las *securities* en sentido estricto (instrumentos financieros representativos de participaciones en acciones y obligaciones negociables en mercados regulados), sino también otras participaciones en operaciones financieras (*interests*), obligaciones que no entran en la categoría de las *securities (obligations)* y “derechos reales” (*properties*, los cuales no excluyen, en el sistema de *common law*, a las mismas *equities*).

*Security entitlement.* Es definido por la Sección 8-103(a)(17) y se utiliza para describir el derecho real (que obviamente no se entiende en el sentido de *dominium*, sino como cuota, participación en un bien o derecho, o incluso el bien o derecho mismo) de quien posee una *security* u otra actividad financiera a través de un intermediario (*securities intermediary*).

*Securities intermediary.* Es el término utilizado por la Sección 8-103(a)(14) para aquellos que gestionan instrumentos financieros por cuenta de terceros en el ámbito del sistema indirecto. En la definición se comprenden, además de las empresas de intermediación e inversión, las sociedades que se dedican a la compensación y liquidación de las obligaciones asumidas en el mercado (*clearing corporations*), los bancos que desarrollan actividades de depósito centralizado y los mismos *brokers*.

*Entitlement holder.* Es el término utilizado por la Sección 8-103(a)(7) para aquellos que poseen *securities* por medio de intermediarios.

*Securities account.* El término describe, en la Sección 8-501(a), la convención (cuenta) que se da entre el *security intermediary* y el *security holder* y contiene los concretos *security entitlement* (entendidos como anotaciones contables inherentes a las *securities*). La importancia del *securities account* se evidencia particularmente en la operatividad del sistema de custodia indirecto.

*Investment property.* La definición se contiene en la Sección 9-115(1)(f) y es funcional a la aplicación de la ley de las *secured transactions* (a las que se refiere el artículo 9 UCC) también al *securities account*; este último, en efecto, si no fuese calificado *investment property* por el artículo 9, no podría ser sujeto. Esto simplifica la constitución de garantías sobre los instrumentos financieros, pudiendo las mismas referirse indiferentemente al completo *security account* o al singular *security entitlement*. Otra diferencia entre el ámbito de aplicación del artículo 8 y aquel del artículo 9 está en el hecho de que los *commodity futures contracts* (contratos de derivados *futuros* sobre mercancías) no son considerados *securities* a los fines del artículo 8, pero vienen considerados *investment property* por el artículo 9; con la consecuencia de que las nuevas reglas del artículo 9 (en realidad, emanadas a los fines de la homogeneización con el modificado artículo 8) se aplicarán a las garantías constituidas sobre tales contratos derivados con la misma funcionalidad que aquellas constituidas sobre instrumentos financieros.

## XII. LOS LÍMITES DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*

El artículo 8 UCC contiene la ley general de la circulación de los derechos inherentes a las actividades financieras (*transactions in securities*). Sin embargo, como se ha dicho, a pesar de que la norma también se ocupa de disciplinar algunas de las relaciones que se dan entre los poseedores de instrumentos financieros y los emisores, gran parte de tales relaciones encuentran su reglamentación en concretas leyes especiales emanadas en materia de *corporations, securities o contracts*.

Aunque el artículo 8 discipline los perfiles generales relativos a la transmisión de los instrumentos financieros, muchos otros aspectos relativos a la adquisición y a la venta de los mismos permanecen confiados a la regulación especial (téngase en cuenta además que la versión precedente del artículo 8 contenía muchas de las reglas previstas por las leyes especiales, ausentes en la versión modificada).

Por lo que respecta a la nueva Parte 5, se puede afirmar que la regulación del sistema de gestión indirecta y de las relaciones entre los intermediarios y sus clientes no basta para agotar la disciplina. Muchas, en efecto, son las normas contenidas en la *common law contract and agency* y en las otras fuentes reguladoras.

La complejidad de este sistema, común a muchos otros ordenamientos, es quizás inevitable. En particular en los Estados Unidos, cuando un inversor da una orden de adquisición o venta, el intermediario a su vez se inserta en un haz de múltiples relaciones (algunas recíprocas, otras que se solapan entre ellas), que resultan reguladas a menudo de un modo diferente según el Estado en el cual son realizadas, o bien por otras condiciones particulares.

Por ejemplo, las cláusulas hoy establecidas por muchas *corporate securities* prevén que, tras la conclusión de un contrato de bolsa, el intercambio entre precio y certificado (o posición contable) suceda en los cinco días laborales posteriores. La SEC, sin embargo, ha dictado recientemente una disposición con el cual impone el plazo más breve de tres días. Utilizando el lenguaje corriente entre los operadores, el término para la ejecución de los contratos ha variado de "T+5" a "T+3", donde la "T" se traduce por "*trade*", mientras el "+3" identifica el momento del "*execute a trade*". La diferencia es de un cierto relieve sólo si se considera que el momento en el que el intermediario entra en contacto con su correspondiente en la bolsa no se identifica con el momento del *settlement*, o sea con el momento en el que el contrato se ejecuta con el pago del pago y la modificación de la posición contable en la cuenta correspondiente.

Desde el punto de vista de la operación económica, la fijación del precio tiene lugar en el *trade date*, que conlleva una transmisión del riesgo de varia-

ción del precio sobre la parte que es obligada a pagar. Por el contrario, desde el punto de vista jurídico, el momento que se toma en consideración a los fines de establecer cuándo se transmite la propiedad es aquel del *settlement*, esto es, aquel en el que se ejecutan las prestaciones recíprocas<sup>(50)</sup>.

La distinción entre *trade* y *settlement* asume también una cierta relevancia a los fines de comprender mejor las finalidades y los límites del artículo 8 UCC. Esta norma se ocupa, en efecto, de la fase del *settlement*, regulando los mecanismos mediante los cuales son transmitidos los derechos negociables en el mercado bursátil, además de los derechos y las obligaciones de aquellos que intervienen en el proceso de negociación. La norma no se ocupa, en suma, de la fase relativa al intercambio y a su preparación, pero no se ocupa tampoco de otros importantes aspectos relativos al *settlement*.

Piénsese, por ejemplo, en el hecho de que los intercambios organizados en el sistema “NSCC-DTC” no son tomados en consideración por el artículo 8 UCC singularmente, sino solo como “conjunto”. El *settlement* de cada uno de los intercambios efectuados en el mercado, por tanto, se obtendrá de los acuerdos estipulados con la concreta *clearing corporation*.

Es evidente que la distinción entre *trade* y *settlement* también influye sobre la exacta aplicación de las reglas del sistema de custodia indirecta. La nueva versión del artículo 8 establece que el interés de quien posee instrumentos financieros a través de intermediario sea calificado como “*securities entitlement*”, es decir, como el conjunto de los derechos y los intereses de naturaleza real de los que trata la sucesiva Parte 5 [v. Sección 8-102 (a)(17)].

Decir que el “*securities entitlement*” representa un “*package of rights*” que se hace valer frente al intermediario no supone decir, sin embargo, que *todos* los derechos de los concretos clientes que se pueden hacer valer frente a los intermediarios están contenidos en aquel *package*. Precisamente los derechos que derivan de la conclusión de los contratos estipulados por los singulares clientes con los intermediarios, en efecto, permanecen fuera del ámbito de aplicación de la norma para caer dentro de la reglamentación especial. Se puede

---

(50) VAGTS (4), pp. 14 y ss.; para algunas distinciones relativas a las posiciones del *broker* y del *dealer*, SCHLÜTER, *Die Rechtsstellung des Freien Börsenmaklers an den deutschen Börsen*, en BUNDSCHUH, HADDING y SCHNEIDER coords., *Beiträge zum Börsenrecht*, Frankfurt a.M., 1987, pp. 81 y ss., especialmente. 83 a 86; SCHWARK (n. 2), pp. 91 a 99.

El problema del perfeccionamiento del supuesto traslativo es uno de los más discutidos también en Italia. Por cuanto concierne al procedimiento de circulación de las acciones desmaterializadas, suele dividirse en tres fases: preparatoria, constitutiva en integradora de la eficacia [así, CARDARELLI (n. 23), pp. 99 y ss., al que se reenvía también para ulteriores referencias; v. también STAGNO D’ALCONTRES (n. 23), pp. 385 y ss., especialmente 401 y ss.].

afirmar, en definitiva, que la disciplina de los derechos negociables en los mercados regulados contenida en el artículo 8 se refiere a todo aquello que concierne a las relaciones entre clientes, intermediarios y emisores y no se refiere a las concretas operaciones de inversión y/o desinversión <sup>(51)</sup>.

Por tanto, el objetivo principal de la reforma del artículo 8 ha sido el de fijar un régimen para la negociación (directa o indirecta) de los instrumentos financieros, sin interferir en las concretas relaciones que se dan entre inversores, clientes y (eventualmente) emisores. Surgen así las conocidas como *core rules*, que han de ser respetadas en la configuración de un *securities entitlement*, así como en la determinación del haz de derechos y obligaciones que se refieren a los sujetos implicados.

Las Secciones 8-504 a 8-508, como se señalaba, se ocupan de aspectos fundamentales, como el deber del intermediario de mantener una cantidad mínima de la inversión en instrumentos financieros con el fin de satisfacer eventuales requerimientos de los clientes; el deber del intermediario de sustituir al cliente en la aplicación de las leyes especiales y de las normas reglamentarias relativas al *securities entitlement*; y aquel de acomodarse a las órdenes dictadas para la negociación de los títulos custodiados por cuenta del cliente. Se afirma, sin embargo, que la función prevalentemente definitoria y de disciplina de la circulación de los derechos negociables acogida por el artículo 8 no alcanza a disciplinar los comportamientos y las relativas sanciones al imponer a los sujetos implicados en las operaciones que tienen por objeto los *securities entitlements*. Las leyes especiales (a menudo diversas en relación a las actividades industriales en las que resultan invertidos los instrumentos financieros), además de las normas reglamentarias de los concretos mercados bursátiles, representan fuentes primarias que han de ser utilizadas para la represión de los comportamientos fraudulentos o bien para la disciplina de los requisitos de acceso a los mercados. Finalmente, no se puede considerar al artículo 8 como una norma de *default* respecto a las eventuales lagunas normativas que se encuentran en esta materia <sup>(52)</sup>.

Por lo que respecta a la conducta de los sujetos operantes en el mercado financiero y a sus requisitos, el artículo 8 asume una connotación neutra, casi parangonable a la posición que los *Real Estate Recording Acts* revisten respecto

---

(51) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27). pp. 664 y ss.

(52) VAGTS (n. 4), pp. 6 y ss.; pero sobre todo, BLOOMENTHAL, *Securities and Federal Corporate Law*, vol. 3, Nueva York, 1990, cap. 1, "Introduction and Perspective", §§ 1.01, 1.02, 1.03, pp. 1-4 y ss., 1-54 y ss., y cap. 15, "International Capital Markets and Securities Regulations", §§ 15.01, 15.05[1].

al mercado de los bienes inmuebles (de los que son reguladas las modalidades de transmisión y definidos los derechos y las obligaciones relativas, sin ocuparse de la conducta de los mediadores y de las partes).

XIII. TIPOLOGÍA DE LAS INVERSIONES EN ACTIVIDADES FINANCIERAS Y RELACIONES NEGOCIALES QUE TIENEN POR OBJETO ACTIVIDADES DE INVERSIÓN SUJETAS A LA APLICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 8 Y 9 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*

Puede resultar útil, llegados a este punto, examinar las singulares “actividades financieras” y las actividades negociales conexas a las cuales resulta aplicable el artículo 8 y, para la parte arriba descrita, el artículo 9 UCC.

a) *Acciones y obligaciones negociables en los mercados financieros* (publicly traded stocks and bonds).

La noción de “*security*” acogida en la nueva Sección 8-102(a)(15) es sustancialmente idéntica a aquella contenida en la precedente versión de la norma: por *security* se entiende cualquier acción u obligación negociada públicamente. Las Partes 2, 3 y 4 se ocupan de disciplinar los intereses de aquellos que gestionan *securities* en vía directa, mientras la Parte 5 se ocupa del sistema indirecto.

Aquello que aparece particularmente relevante —a los fines de la distinción de la situación estadounidense respecto a la del derecho italiano— es la irrelevancia de las modalidades a través de las cuales el sistema de custodia opera respecto a las cualidades esenciales de la *security*. La distinción entre gestión directa e indirecta —e, igualmente, la necesidad de una circulación “certificada” o “descertificada”— no es relevante sobre el plano de los atributos intrínsecos de la *security*, sino exclusivamente una modalidad técnico-operativa de gestión y custodia de los títulos<sup>(53)</sup>. Por tanto, la aplicación de las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4, o bien en la Parte 5, dependerá exclusivamente del sistema sujeto a análisis.

---

(53) Para el planteamiento del problema y las ulteriores referencias doctrinales, CIAN (n. 23), pp. 60 y ss., 82 y ss., 428 y ss. No obstante las sugerencias que inicialmente han acompañado al abandono de la entidad documental en los procesos de emisión y circulación de los instrumentos financieros, en Italia se da ahora entrada a la idea de que el fenómeno comúnmente definido como desmaterialización consiste, en realidad, en un fenómeno de transformación de la materialidad misma. Esto comporta, en efecto, el paso de la documentación en la *chartula* a la documentación en cuenta, dando lugar así a una simple *decartolarizzazione* de la posición antes documentada en el título [CIAN (n. 23) pp. 429 y ss.]. Lo que, al menos bajo perfil clasificatorio, presenta destacadas analogías con el sistema de *descertificación* del derecho estadounidense, y desde el punto de vista dogmático, constituye un indudable aligeramiento del pensamiento continental en materia de títulos de crédito.

Considérese, por ejemplo, el caso en el cual un depositario como el “DTC” detente una determinada participación accionarial. La *clearing corporation* viene registrada como titular (*owner* en sentido amplio) de las acciones por cuenta de todos aquellos que allí participan. Por tanto, las nuevas reglas de las Partes 2, 3 y 4 se aplicarán a relaciones que tienen lugar entre el emisor y la misma *clearing corporation*; si, como todavía sucede hoy, las acciones están representada por certificados, entonces la *clearing corporation* estará en posesión también de los certificados o del único certificado representativo de la globalidad de la cartera. Así descrita, la relación entre la sociedad depositaria y el emisor no es diferente de cualquier otra relación entre el emisor mismo y cualquier otro accionista.

La relación entre la sociedad depositaria y los clientes participantes está disciplinada en las normas sobre el sistema de custodia indirecta de la Parte 5; a este nivel de intermediación, en efecto, la *clearing corporation* actúa como *securities intermediary* y los clientes participantes se identifican con los *entitlement holder*.

Si sucede que uno de los participantes es un intermediario —como en el caso en el que un *broker* o una entidad de crédito desenvuelven una actividad de custodia por cuenta de los propios clientes— la Parte 5 se aplicará a las relaciones entre el singular participante y los propios clientes; a este nivel de intermediación, tanto el *broker* como la entidad de crédito actúan como *securities intermediary* y el cliente se identifica con el *entitlement holder*.

Considérese que tanto el *broker* como el banco pueden actuar tanto de *entitlement holder* como de *securities intermediary*; sin embargo, esto sucede como consecuencia de la adquisición de posiciones jurídicas distintas: en efecto, a los fines de la aplicación del artículo 8, la posición del cliente frente al *broker* o al banco como depositario es sostenida por un título justificativo diverso (*item of property*) de aquel en el cual se fundamenta la posición de los mismos *broker* o banco depositario frente a la *clearing corporation*.

Para los inversores que custodian directamente los propios instrumentos financieros, ninguna relevancia alcanza que estos se valgan del sistema indirecto. Muchos inversores eligen todavía el sistema directo, resultando así registrados en los libros del emisor y obteniendo la atribución del certificado representativo de la propia inversión. Para tal tipología de inversores, las normas del sistema indirecto son irrelevantes, considerándose aplicable el artículo 8 sustancialmente con las mismas modalidades y reglas vigentes antes de la reforma de 1994.

La opción entre un sistema y otro depende en gran medida de las características de los instrumentos financieros ofertados. Por ejemplo, la custodia directa es raramente disponible por los *bonds* de la deuda pública (sea estatal o local), tratándose normalmente de títulos al portador. Sin embargo, hoy las

nuevas emisiones de *bonds* deben revestir la forma de “*book-entry only*”; se trata de una suerte de posición vinculada a los instrumentos de nueva emisión efectuada a favor de una *clearing corporation* que, respecto a los inversores, no puede dar lugar a una gestión indirecta.

b) *Bonos del tesoro* (treasury securities).

Los “*U.S. government securities*” entran en la definición del artículo 8 y están regulados al igual que cualquier otro título de deuda pública.

Las nuevas emisiones de bonos del tesoro no prevén más la forma “certificada” pudiendo procederse a su custodia a través de *book-entry systems* regulados por el Ministerio de Tesoro y por la *Federal Reserve*. El primero prevé la categoría “*Treasury Direct*”, con la cual se permite a cualquier inversor registrar la propia posición en los libros de la *Federal Reserve Bank* sustancialmente como modalidades que vuelven al sistema (*uncertificaded direct holding system*) disciplinado por el artículo 8 en la versión de 1978. La regulación del “*Treasury Direct*” está contenida en los reglamentos del correspondiente *Department*, los cuales, de cualquier modo, no contemplan la posibilidad de efectuar intercambios que tengan por objeto tales títulos.

El grueso de los títulos del Tesoro, sin embargo, no es custodiado mediante el *Treasury Direct*, sino a través de otro sistema indirecto (llamado multinivel). La *Federal Reserve* opera como agente fiscal para el Tesoro, gestionando las posiciones contables referidas a las entidades de crédito adheridas al *Federal Reserve System*; estos bancos, a su vez, operan sobre cuentas a su propio nombre o al de sus clientes, incluidos los *government securities dealers*, los inversores institucionales, o bien los bancos más pequeños que operan como gestores por cuenta de sus clientes.

El sistema de custodia indirecta utilizado por los títulos del Tesoro ha sido introducido por las leyes federales promulgadas en los años 70. Sucesivamente, en los años 80, el Tesoro preparó un borrador de las conocidas como “*Trades Regulation*” que debería haber refundido las numerosas leyes federales en la materia, pero que fue retirado cuando se inició el proceso de revisión del artículo 8 UCC<sup>(54)</sup>.

c) *Relaciones entre cliente y broker* (broker-customer relationships).

La aplicación del artículo 8, Parte 5, a las relaciones entre cliente y *broker* depende esencialmente de la naturaleza de los servicios que este último presta.

---

(54) Cfr. KATZMAN, “Security Interests in Federal Agency Book-Entry Securities: Doing It with Mirrors”, en *Bus. Law.* (42) 1986, p. 157; GOODE (n. 42), pp. 167 y ss., especialmente pp. 171 y ss.

Algunos inversores utilizan el *broker* exclusivamente para efectuar órdenes de compra y venta de instrumentos financieros. En tal caso, el cliente obtiene la entrega de los certificados representativos de los derechos negociables y los custodia en nombre propio, devolviéndoselos al *broker* en el momento en el cual desea efectuar la transmisión. La Parte 5 del artículo 8 no lo tiene en consideración, prestando atención exclusivamente al caso de gestión de los instrumentos financieros realizada mediante intermediario. Puede suceder que la relación que liga al cliente con el *broker* se configure como un *agency arrangement* —en la cual el *broker* adquiere o vende por cuenta del cliente a los fines de ocultar su identidad—, o bien tratarse de una relación en la cual el *broker* adquiere o vende directamente al cliente después de haber ejecutado como propias las órdenes. En ambos casos, si el cliente obtiene directamente la gestión de los títulos, entonces sus “intereses” serán regulados por las Partes 2, 3 y 4, del artículo 8. Si después subsisten los requisitos para la aplicación de la Sección 8-303(a), entonces el cliente que adquiere los títulos podrá ser definido “*protected purchaser*” y estará exento de las acciones de reivindicación en el sentido de la Sección 8-303(b).

Muchos inversores utilizan el *broker* no sólo a los fines de adquirir o vender títulos, sino también para custodiarlos y gestionarlos. En tal caso, será aplicable la Parte 5 del artículo 8, tratándose del sistema indirecto. Si la adquisición de los títulos se realiza a través del *broker*, pero su gestión tiene lugar mediante la creación de una cuenta a nombre del cliente en el propio *broker*, entonces el cliente no adquirirá la cualidad de “*protected purchaser*”, sino aquella de “*entitlement holder*”, titular de un “*securities entitlement*”; en caso contrario, el *broker* resultará calificable como un “*securities intermediary*”.

En este caso, desde un punto de vista técnico, no se puede decir que el cliente esté exento de acciones de reivindicación provenientes de otros sujetos, siendo su “interés” compartido con otros clientes que utilizan el mismo *broker*; antes bien, la Sección 8-502 protege al inversor en el sentido de que, una vez adquirido el paquete de derechos referibles a su *securities entitlement*, ningún otro sujeto podrá impugnar la adquisición o bien el contenido de su posición.

d) *Depósitos bancarios; cuentas que tienen por objeto otras actividades financieras* (bank deposit accounts: brokerage asset management accounts).

Una cuenta de depósito ordinaria abierta en una entidad de crédito no entra en la definición de “*security*” de la Sección 8-102(a)(15), en consecuencia no serán aplicables las reglas previstas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8. La función de los “*securities accounts*”, además de su contenido, es por otro lado totalmente diversa de aquella sometida a las cuentas de depósito ordinarias. Y las mismas obligaciones que incumben al banco depositario son totalmente diversas de aquellas que el banco tiene que observar en el caso en el cual opere como “*securities intermediary*”.

Por lo que respecta a las cuentas que tienen por objeto otras actividades financieras, se refiere a las cuentas que tienen por objeto *securities*, llevadas por *brokers* con los cuales los clientes estipulan acuerdos paralelos para hacer confluir allí la liquidez conseguida (generalmente) de las cuotas de fondos comunes. Es, además, frecuente que, gracias a expresas negociaciones tales cuentas estén vinculadas a ordinarias cuentas bancarias con posibilidad para los relativos titulares de cubrir los cheques emitidos con cargo a tales cuentas mediante la disponibilidad existente sobre aquéllas. Pues bien, el artículo 8 se aplica exclusivamente a los *securities account*, mientras que la cuenta ligada permanece sujeta a las leyes generales de referencia, que en el caso particular puede ser el artículo 4 o el 4 A UCC.

e) *Trust*.

El sistema de custodia indirecta de la Parte 5, del artículo 8, no ha de entenderse como disciplina de referencia de todas las relaciones en las cuales un sujeto gestiona derechos negociables en el mercado financiero por cuenta de otro. Antes bien, tales reglas se aplicarán exclusivamente en el caso en el cual la relación en examen caiga dentro de la definición de *securities account* de la Sección 8-501(a).

Tal definición excluye que los tradicionales acuerdos de *trust* se reconduzcan a la disciplina señalada. Supongamos que un banco actúa como *trustee* a favor de un sujeto beneficiario y que el patrimonio del *trust* sea invertido en instrumentos financieros y otros análogos *assets*. De hecho, el Banco opera como *holding securities* para el beneficiario, no obstante lo cual tal acuerdo no caerá en la definición de *securities account*. El Banco, en cuanto *trustee*, no ha asumido ninguna obligación frente al beneficiario en orden a las modalidades de ejercicio de los derechos que componen la cartera de las inversiones, a excepción de la genérica obligación de destinar al mismo los beneficios de la gestión.

No obstante el beneficiario logre un beneficio de la gestión del *trustee*, aquél no tiene el derecho de impartirle disposiciones vinculantes, ni de ejercitar el derecho de voto en orden a las acciones poseídas. Por tanto, las obligaciones del Banco frente al beneficiario son reguladas por la *trust law*, y no por la Parte 5 del artículo 8. Naturalmente, si el Banco, como *trustee*, opera sobre instrumentos financieros por el trámite de un intermediario, entonces la Parte 5 se aplicará a las relaciones entre la Banca misma, como *entitlement holder*, y el intermediario que custodia los títulos. Así como es muy posible que diversas

articulaciones del mismo Banco sean destinadas al desenvolvimiento de la actividad del *trustee* y del *intermediary*<sup>(55)</sup>.

f) *Participaciones en (sociedades de gestión de) fondos comunes de inversión* (mutual fund shares).

Las participaciones en fondos comunes de inversión son consideradas *securities* en el sentido del artículo 8 UCC, sea en el caso en el cual el fondo resulte organizado como *corporation*, como *business trust*, o de cualquiera otra forma [v. Secciones 8-102(a)(15) y 8-103(b)]. Además, considerando que los fondos comunes no suelen normalmente emitir certificados, las correspondientes participaciones son clasificadas entre los *uncertificaded securities*.

No obstante el fondo común sea, por decirlo así, un depositario de la cartera de inversión del cliente por su cuenta, no es consentida la aplicación de la Parte 5 del artículo 8 a las relaciones entre el fondo y sus participantes. Esto porque la simple emisión de acciones no corresponde a la creación de un *securities entitlement* [así, la Sección 8-501(e)], a diferencia de cuanto sucedería, obviamente, en el caso en el que la participación en el fondo fuese custodiada y negociada por el trámite de un intermediario. En tal sentido, sería aplicable la Parte 5 del artículo 8, debiéndose comprender las participaciones en fondos entre los llamados "*financial assets*".

---

(55) El derecho anglo-americano, por regla general, prevé la posibilidad de convenir, por contrato o mediante la institución de un *trust*, la atribución de situaciones subjetivas de naturaleza (co)propietaria teniendo por objeto un conjunto de instrumentos financieros *intangibles*. Por parte de algunos, en verdad, se ha manifestado perplejidad en orden al reconocimiento de tales derechos, temiendo por ello una total desnaturalización apreciable sobre todo en el plano conceptual [GOODE (n. 42) pp. 174 y ss.]. Por otro lado, el efecto de la inmovilización de los instrumentos financieros, en el caso de la emisión de un bono permanente global, procede de la exclusión de cualquier vínculo (relación) entre el emisor y el inversor; en el caso de instrumentos financieros emitidos normalmente y sucesivamente depositados en un depositario, en cambio, el resultado es el de suspender aquel vínculo hasta que los instrumentos depositados, o su equivalente, sean restituidos al cliente, siempre que se trate de títulos *tangibles*, de otro modo, si se trata de títulos *intangibles*, hasta cuando en los registros del emisor se opere la transmisión contable. El interés del titular de la cuenta, por tanto, no se dirige sobre los instrumentos depositados, considerados en su especie, sino sobre la porción de instrumentos a él correspondiente sobre la clase homogénea y equivalente a un cierto valor. En el ordenamiento anglo-americano, pues, sucede a menudo que el depositario sea el *trustee* de un *trust* de instrumentos financieros derivados de una determinada emisión realizada en su favor, mientras que el beneficiario (o sea, el titular de la cuenta) resulta titular de un interés a los resultados derivados de aquel *trust*, aun no teniendo ninguna relación jurídica con los instrumentos financieros que el supuesto comprende. Desde este punto de vista, por otro lado, podría ser interesante destacar la diferencia entre el sistema de inmovilización y aquel del *trust*, valorando el hecho de que, en el primer caso, el depositario normalmente no posee (y si se trata de un ICSD, no posee jamás) poderes gestores. Sin embargo, parece que en ambos casos, sean los derechos del titular de la cuenta, sean aquellos del beneficiario, no podrían ser ejercidos directamente contra el emisor, sino solamente contra el depositario o bien contra el *trustee*.

g) *Participaciones en el capital de sociedades “cerradas”* (stocks of closely held corporations).

Como es sabido la diferencia entre *stock* y *shares* no encuentra correspondencia en el derecho italiano. Los dos términos se reconducen genéricamente al concepto de acción, si bien, en el primer caso, el término se refiere a “paquetes” fraccionables de capital, mientras, en el segundo, a acciones indivisibles de montante fijo. Tal diferencia —que para el derecho italiano no asume relevancia estructural, por ejemplo, a los fines de una eventual distinción entre categorías de acciones— para el derecho norteamericano selecciona una diversa disciplina aplicable <sup>(56)</sup>.

Las *corporate stocks* caen dentro del ámbito de aplicación del artículo 8, prescindiendo del hecho de que la sociedad esté cotizada [v. Secciones 8-102 (a)(15) y 8-103 (a)]. No existe ninguna regla, en efecto, que impida la aplicación del sistema de custodia indirecta también a las participaciones en sociedades no cotizadas, si bien su efectiva aplicación dependa del hecho de que las acciones estén poseídas por el concreto socio por el trámite de un intermediario. En caso contrario, continuarán aplicándose las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8, además de las correspondientes normas del artículo 9. En cualquier caso, desde hace un tiempo se muestra la tendencia también para las *closely held corporations* <sup>(57)</sup> de superación de la fase de la emisión de los certificados, sirviéndose del sistema indirecto.

<sup>(56)</sup> ASCARELLI (n. 23), pp. 685 a 688, y p. 696; HENN (n. 16), pp. 275 y 289; DAVIES (n. 23), pp. 357 y ss.

<sup>(57)</sup> Es por todos sabido que sobre la noción de *close corporation* no existe plena concordia y, más bien, se registra a veces un debate muy articulado. En el derecho inglés, por ejemplo, en esa noción se hace entrar no sólo la llamada *private company* y aquella de dirección familiar, sino también la misma *public company* cotizada en bolsa cuando esté controlada por cinco socios o menos. El relieve de la distinción, entonces, para algunos autores sería exclusivamente fiscal [DAVIES (n. 22), pp. 147 y ss. y 393 y ss.], también en consideración al hecho de que una expresa noción de *close company* puede encontrarse sólo en el *Income and Corporation Taxes Act* (divulgado con las siglas “TA 1988”, a su vez proveniente de la precedente colección “TA 1970”, y aquí consultado en la versión elaborada por la editorial Butterworths, *Butterworths Handbook on the Income and Corporation Taxes Act 1988*, Londres, 1988, pp., especialmente, 428 y ss.) el cual establece en la sección 414 (sección 282 en el TA 1970) que “*For the purpose of the Tax Acts, a «close company» is one which is under the control of five or fewer participators, or of participators who are directors, except that the expression does not apply to...*” (v. también la sec. 415, para la exclusión de las *quoted companies* de la aplicación de las normas sobre *close corporation*).

En los Estados Unidos, en cambio, fuera del caso de la *partnership*, también la más pequeña de las sociedades familiares está dotada de personalidad en las mismas formas que las grandes sociedades de capitales, con la única diferencia de que, en este último caso, los títulos ofrecidos al público son objeto de control por la SEC. En otros términos, no existiendo en el ordenamiento norteamericano un régimen particular de la sociedad de responsabilidad limitada, el término *close corporation* es a menudo utilizado en una acepción económica y/o funcional para indicar un homólogo de la *private company* inglesa, o bien, de la misma sociedad de responsabilidad limitada de *civil law* [HENN (n. 16), p. 506; SCHLESINGER R.B. (n. 23), p. 567].

h) *Otras participaciones sociales* (partnership interests and limited liability company shares).

Tanto las cuotas poseídas por las sociedades privadas de personalidad jurídica (*Partnership*, reguladas por *Uniform Partnership Act* adoptada por gran parte de los estados de la Unión) como aquellas relativas a sociedades con socios con responsabilidad limitada, no entran en la definición de *securities*, a menos que sean negociadas en el mercado financiero [v. Sección 8-103 (c)]. Además, si bien tales participaciones no entran en la definición de *securities*, ellas pueden comprenderse entre los “*financial assets*” y, si están custodiadas a través de intermediarios, ser negociadas según las previsiones de la Parte 5 del artículo 8.

i) *Aceptaciones bancarias, títulos de crédito y otros instrumentos de pago* (bankers’ acceptances, commercial paper and other money market instruments).

Los instrumentos de pago, como son las aceptaciones bancarias, los títulos de crédito y los certificados de depósito representan formas de *property* (en la típica acepción de *common law*) que pueden entrar en la categoría de los “*financial assets*”, pero no en aquella de las *securities*. Sin embargo, puede suceder que un documento de entre los indicados sea empleado con el fin de financiación o inversión, y no para finalidades de pago (esto es, integre un “*security certificate*”). Pues bien, en tal caso la Sección 8-103(d) prevé que el documento presente los requisitos previstos por la Sección 8-102 (a)(15) para la definición de *security* y, por tanto, recaiga bajo la disciplina del artículo 8, y no sobre la del artículo 3 destinada a los *negotiable instruments*.

Esto se refiere, en particular, a algunas formas de instrumentos de pago a corto plazo, que pueden ser empleadas en actividades financieras en los retrasos de su vencimiento. Las aceptaciones bancarias, por ejemplo, son típicos *negotiable instruments* regulados por el artículo 3 UCC, utilizables, sin embargo, para acceder a formas de inversión a corto plazo y, por este motivo, disciplinadas por el artículo 8.

Pero aquello que resulta más importante para nuestros fines es la costumbre de utilizar los instrumentos de pago en forma descertificada y servirse de intermediarios para su custodia y negociación. En tal caso, si bien no se puede hablar de *securities*, puede ciertamente hablarse de *financial assets* y, por tanto, aplicar la Parte 5 del artículo 8 a las relaciones entre el intermediario y el cliente titular de la posición de crédito.

j) *Pactos de recompra* (repurchase agreements).

Los pactos de recompra son muy utilizados en las transacciones bursátiles sobre todo por parte de los distribuidores de títulos de débito público y preva-

lentemente para obtener inmediata liquidez. El mecanismo en examen se basa sobre dos operaciones recíprocas conocidas en la jerga habitual como *repos* y *reverse repos*.

Los distribuidores de *government securities* obtienen de las *clearing corporations* de referencia la financiación necesaria para la adquisición y, por tanto, para la colocación de los títulos. Tal financiación tiene a menudo una frecuencia infradiaria, de modo que al final de la jornada de contratación los distribuidores se encontrarán con el deber de restituir la suma recibida de la *clearing corporation*, no equilibrada por las correspondientes ventas.

Los *repos* representan, en tal sentido, la principal fuente de financiación: el distribuidor (llamado "*repo seller*") vende instrumentos financieros al financiador ("*repo buyer*") para obtener liquidez inmediata, acordándose al mismo tiempo la readquisición de los mismos instrumentos o de instrumentos similares para el día sucesivo, o bien para otro plazo breve.

Las fuentes de financiación comprenden una serie de entidades en situación de ofrecer liquidez inmediata en breve plazo, como cuotas de fondos de pensiones, fondos monetarios y bancos. El precio puede ser calculado de varios modos, pero aquel elegido por el distribuidor para readquirir los instrumentos enajenados supera el precio pagado al distribuidor mismo en la medida correspondiente al tipo de interés sobre los fondos.

La transmisión efectuada por el distribuidor como *repo seller* puede tener lugar de varios modos. El *repo buyer*, en efecto, podría autorizar al distribuidor a conservar los títulos objeto de readquisición, modificando sustancialmente la posición del distribuidor en depositario por cuenta del *buyer* (en la jerga bursátil, esta operación es conocida con el nombre de "*hold-in-custody-repos*" o "*HIC repos*").

Por otra parte, es posible que el *repo buyer* consiga la posesión de los títulos transferidos del *repo seller*, a fin de que, en caso de incumplimiento de la obligación asumida por este último, el primero se encuentre garantizado en mayor medida (esta operación es conocida como "*delivered-out-repos*"). Existen, después, una variedad de acuerdos intermedios contenidos entre los extremos expuestos, en los cuales los títulos pueden ser también entregados en custodia a un tercer sujeto, al cual se le atribuyen poderes de disposición regulados sobre diversas exigencias de cada uno de los dos contratantes.

Uno de los problemas ligados a la calificación de los derechos del *repo buyer* viene del hecho de que el pacto de readquisición (como acuerdo que tiene por objeto derechos sobre títulos) no está bien claro que deba considerarse como un verdadera y propia venta, o bien como un acuerdo del cual emana un genérico *security interest*, con las consecuencias que se derivan en orden a la disciplina aplicable.

El artículo 8 se ocupa de disciplinar los derechos de aquellos que transfieren instrumentos financieros con determinadas características, sin preocuparse de discernir sobre la naturaleza de la transmisión realizada. Por ejemplo, en el caso de gestión directa, la persona que recibe la entrega tempestiva del certificado representativo de un determinado valor está protegida de las eventuales acciones de reivindicación que hubieran ya sido experimentadas en el tiempo de la entrega del certificado mismo.

Esta regla se aplica sin ningún miramiento a la naturaleza del negocio utilizado para la transmisión y prescindiendo de los sujetos implicados: tanto en el caso de entrega de certificado originario del emisor como en aquel de las sucesivas transmisiones del mismo; además, se aplicará tanto al caso de transmisión realizada con la finalidad de venta como en aquella realizada con el fin de garantía.

Análogamente, la reglas del artículo 8 sobre el sistema de gestión indirecta y, en particular, aquellas contenidas en las Secciones 8-502 y 8-510, se aplicarán a las transmisiones que respeten esas determinadas características, sin distinguir si se trata de ventas, negocios constitutivos de garantías sobre instrumentos financieros u otros.

Finalmente, con respecto a los *repos*, estos implican la transferencia de *interests in securities*, con la consecuencia de que el artículo 8 será aplicable a los mismos, así como lo sería si se utilizase cualquier otra forma de transmisión con el mismo objeto.

k) *Transmisiones de instrumentos financieros con el fin de préstamo (Securities lending transactions).*

Puede suceder que la transmisión de instrumentos financieros se realice para permitir a un determinado sujeto cumplir con la obligación de entrega asumida en virtud de una precedente negociación. Por ejemplo, si el cliente de un *broker* decide vender “a corto plazo” títulos sobre los que no tiene disponibilidad actual, puede comprobarse que la obligación de entrega que recae sobre el *broker* en el sistema de *settlement* no pueda ser cumplida. El cliente, en efecto, una vez asumida “a corto plazo” la obligación de venta, espera adquirir a un precio más bajo los títulos de la negociación, con el fin de lograr el lucro diferencial sobre la operación de venta ordenada al *broker*. Si al vencimiento el *broker* no dispone de los títulos a entregar, podrá tomarlos a préstamo de algún otro (*borrowing broker*).

En tal caso, el *securities lender* entrega los títulos al *borrowing broker*, el cual, de una parte colmará las necesidades del *broker* en cuanto al déficit de títulos, y de otra, permanecerá contractualmente obligado frente al sujeto prestamista (*securities lender*) a la devolución de la misma cantidad y calidad de títulos obtenidos en préstamo.

La particularidad resulta del hecho de que el *securities lender* no mantiene interés alguno de naturaleza real sobre los títulos entregados al *borrower*, el cual logra un derecho pleno (*full title*) sobre los mismos. El punto central de la operación de *securities lending*, en efecto, consiste en la necesidad del *borrower* de entregar una determinada cantidad de títulos al reclamante, de modo que no tendría sentido el mantenimiento por parte del *lender* de un derecho distinto de aquel relativo a la devolución de la misma cantidad de los títulos transmitidos. En consecuencia, aunque el *securities borrower* no cumpla la obligación de devolución, el *lender* no posee otro derecho (*sub specie* de reivindicación) sobre los concretos títulos que han formado específicamente el objeto de transmisión frente al *borrower* y que de este último, han sido a su vez transmitidos a un tercer sujeto.

El derecho norteamericano coloca sobre un mismo plano el incumplimiento de la obligación de devolución y el incumplimiento contractual, por lo cual la única protección proporcionada al *lender* resulta de la *garantía* concedida por el *borrower* para cubrir la susodicha obligación, garantía que será accionada cuando sea necesario.

No obstante, pues, el objeto de la transmisión realizada entre el *lender* y el *borrower* consista en bienes materiales infungibles, el contrato utilizado no posee la estructura del comodato, sino aquella del mutuo.

l) *Derechos de opción negociados en los mercados regulados* (traded stocks options).

Los derechos de opción colocados y gestionados a través de las *Options Clearing Corporations* ("OCC") constituyen típicos ejemplos de inversión incluidos entre los *financial assets* a los que se ha de aplicar la Parte 5 del artículo 8 UCC, pero no las Partes 2, 3 y 4 (no se pueden considerar, por tanto, *securities* en sentido estricto). Las "OCC" llevan a sus propios registros las posiciones relativas a los derechos de opción correspondientes a las empresas adheridas al circuito. Por el contrario, los miembros del circuito de *clearing* llevan a sus propios registros las posiciones relativas a los derechos de opción correspondientes a sus clientes. Desde el punto de vista estructural, existen muchas analogías con el sistema de gestión de los instrumentos financieros; sin embargo, en el caso de los derechos de opción no existe una sociedad emisora separada de aquella adherida al circuito de *clearing*. Los *financial assets* gestionados por el sistema consisten en contratos estandarizados atribuidos al gestor y dirigidos a la adquisición o a la venta de determinados instrumentos financieros a un precio preestablecido.

Antes que calificarse como genérico interés participativo en una operación de financiación de una sociedad emisora, el derecho de opción se configura como una posición contractual activa que se hará valer frente a una contraparte

establecida. Así, a los fines de asegurar el ejercicio de la opción, las “OCC” se interponen como contrapartes contractuales del titular del derecho.

Las normas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8 UCC, en cualquier caso, no individualizan derechos y obligaciones de la “OCC”. Por el contrario, las reglas de la Parte 5 del artículo 8 y del artículo 9 UCC (en la parte dedicada a las prerrogativas correspondientes a los titulares de *securities*) contienen una estructura normativa utilizable en sede interpretativa para la construcción de los derechos correspondientes a los inversores en el mercado de las *stocks options*. Es, pues, coherente que los derechos de opción negociados en los mercados regulados sean incluidos en la definición de *financial asset*, antes que en aquella de *security* [v. la Sección 8-103 (e)].

Por tal motivo, a pesar de que las “OCC” no puedan resultar sociedades emisoras de instrumentos financieros a los fines de la aplicación del artículo 8 UCC, pueden en cualquier caso ser representadas por *clearing corporation* frente a las cuales hacer valer los derechos de opción atribuidos a los adheridos al circuito.

m) *Contratos de futuros sobre mercancías* (commodity futures).

La Sección 8-103(f) establece que los contratos sobre mercancías no pueden ser considerados ni *securities* ni *financial assets*. Por su parte, la Sección 9-115 proporciona una definición de *commodity contract* que comprende los *commodity futures*, las *commodity options*, los derechos de opción sobre contratos *commodity futures*, a condición de que sean negociados en virtud de (o sujetos a) normas dictadas por el legislador federal en materia de intercambios organizados de mercancías. Por tanto, los *commodity contracts* no pueden ser considerados *securities* a los que aplicar las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8 UCC, ni se puede afirmar que la relación que se da entre el cliente inversor y una sociedad operante en el sector de los *commodity futures* esté sujeta a la Parte 5 del mismo artículo 8.

En cualquier caso, los contratos sobre mercancías están incluidos en la definición de *investment property* prevista por el artículo 9 UCC, de modo que, a aquellos fines, los derechos que tienen por objeto mercancías negociables están gobernados por el mismo conjunto de normas que disciplina los derechos sobre instrumentos financieros<sup>(58)</sup>.

---

<sup>(58)</sup> Para un examen de la jurisprudencia sobre la cuestión, WEISE, *U.C.C. Article 9: Personal Property* (n. 47), 54 (1998), pp. 311 y ss., al que se reenvía también para ulteriores referencias doctrinales.

# **EL SISTEMA ESTADOUNIDENSE DE CIRCULACIÓN DE LAS *INVESTMENT SECURITIES* EN LA DISCIPLINA DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE* (\*) (\*\*)**

DARIO LATELLA

*Profesor de Diritto Commerciale  
de la Facoltà di Economia de la Università degli Studi de Catania.*

---

## **SUMARIO**

- I. ASPECTOS PRELIMINARES.
  - II. LA NOCIÓN DE “*SECURITY*”.
  - III. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL SISTEMA TRADICIONAL.
- 

(\*) Traducción realizada por Benjamín Peñas Moyano y María Jesús Peñas Moyano, profesores de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid.

(\*\*) El presente trabajo está destinado al estudio *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, dirigido por Gustavo VISENTINI y Alberto STAGNO D'ALCONTRES.

El autor desea agradecer al “Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht” de Hamburgo y al “International Institut for the Unification of Private Law -Unidroit” de Roma, la cordial acogida recibida con ocasión de los estudios realizados para la elaboración del trabajo.

*RDBB* núm. 94 / Abril-Junio 2004

- IV. EL SISTEMA DE “DESMATERIALIZACIÓN” O “DESCERTIFICACIÓN” INTRODUCIDO POR LA MODIFICACIÓN DE 1978.
  - V. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTO.
  - VI. LA NECESIDAD DE REGLAS DIFERENTES PARA EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTO Y PARA EL INDIRECTO.
  - VII. LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD.
  - VIII. EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTA TRAS LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
  - IX. EL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTA.
  - X. LA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS SOBRE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (*SECURITY INTERESTS IN INVESTMENT SECURITIES*).
  - XI. FINALIDAD Y APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: NOCIONES FUNDAMENTALES.
  - XII. LOS LÍMITES DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
  - XIII. TIPOLOGÍA DE LAS INVERSIONES EN ACTIVIDADES FINANCIERAS Y RELACIONES NEGOCIALES QUE TIENEN POR OBJETO ACTIVIDADES DE INVERSIÓN SUJETAS A LA APLICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 8 Y 9 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*.
- 

## I. ASPECTOS PRELIMINARES

La existencia en los Estados Unidos de un cuerpo normativo separado, genéricamente reconducible a una *law of securities regulation*, surge por primera vez gracias a los estudios dirigidos por uno de los más autorizados estudiosos de la materia, Louis LOSS, el cual en 1950 imparte por vez primera un curso universitario con aquella denominación, publicando al año siguiente la primera edición de su famoso tratado <sup>(1)</sup>. En los tres decenios sucesivos, la legislación federal y la estatal han generado una progresiva estratificación de aquel inicial cuerpo normativo, llegando a conseguir dignidad de disciplina de estudio autónoma.

---

(1) LOSS, *Securities Regulation*, Nueva York, 1951, del cual fue publicada una segunda edición diez años después y, ya en 1988, la tercera, a cargo del mismo Louis LOSS junto con Joel SELIGMAN (será a esta última edición a la que se hará referencia); v. también el más breve LOSS y SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 4.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 2001, especialmente, pp. 9 y ss. (en *Suppl.* 2002, 1 y ss.), para una panorámica de la legislación en materia de *securities* y, para una articulada exposición de las variadas y a veces muy matizadas acepciones del término, pp. 201 y ss. (en *Suppl.* 2002, pp. 11 y ss.). Sólo con la finalidad de hacer más ágil la referencia a la obra citada, se precisa que el manual *Fundamentals of Securities Regulations* ha estado al cuidado exclusivamente de LOSS hasta el fin de la edición anterior a su desaparición (ocurrida en el año 1997); sucesivamente, ha sido SELIGMAN quien ha continuado con su puesta al día.

Con un recorrido evolutivo en muchos aspectos análogo, cada uno de los ordenamientos jurídicos tomados en consideración en el estudio en el cual se inserta esta contribución pueden considerarse especializados en el sector de la intermediación financiera; ello no obstante, los complicados entramados normativos a lo largo del tiempo enredados con otras disciplinas jurídicas y con las económicas hacen que el terreno de estudio sea bastante accidentado <sup>(2)</sup>.

Una indagación con pretensiones de totalidad debe por tanto atender a innumerables fuentes (legislativas, doctrinales y jurisprudenciales), en ocasiones situadas en sectores distantes a aquellos que se examinan. No es un estudio completo, sin embargo, el resultado al cual aspira el presente trabajo, sino más bien el más modesto de trazar las líneas generales del sistema uniforme de circulación de los derechos negociables en los Estados Unidos, sin renunciar a ofrecer algunos apuntes críticos y señalar aspectos comparables con el Derecho italiano <sup>(3)</sup>.

A este respecto, uno de los elementos comunes a los dos ordenamientos es precisamente aquel de la estrecha conexión que se observa entre *securities regulation* y *company law*; conexión de la que dan testimonio, por ejemplo, las consecuencias que se producen en el plano de la construcción de la estructura patrimonial y financiera de la sociedad en relación con algunas operaciones de “recogida de fondos”, realizada a través de la emisión de instrumentos financie-

---

(2) Esto resulta particularmente evidente en Alemania y en Francia, países en los cuales las intersecciones que se observan, en el primer caso, con el Derecho bancario, y en el segundo, con el tributario, dan testimonio de cuanto se señala en el texto (basta sobre este punto el reenvío al estudio de DE LUCA, *Deposito cumulativo (Sammelverwahrung) e dematerializzazione (Entmaterialisierung) negli ordinamenti germanistici*, y MASTROPAOLO, *Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell'acquirente di buona fede*, ambos en VISENTINI e STAGNO D'ALCONTRES (directores), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002, pp. 5 y ss. y 79 y ss.; análogamente, SORCI, *Valores anotados en cuenta e dematerializzazione nel ordinamento giuridico spagnolo*, en VISENTINI y STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.* pp. 135 y ss., señala que la exigencia de privarse de la *chartula* encuentra sus raíces en la práctica bancaria española de aceptar títulos en depósito administrado; se añaden para una visión de largo alcance del problema SCHWARD, *Angelerschutz durch Wirtschaftsrecht*, Munich, 1979; RIPERT y ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 13.<sup>a</sup> ed., París, 1992, capítulos I y II.

(3) Es curioso señalar, en tal sentido, que en la literatura italiana en materia de circulación de los instrumentos financieros falta un estudio dedicado al ordenamiento norteamericano y, en particular, al estadounidense; además, ninguno de los trabajos editados hace referencia al mismo cuando se trata de examinar aspectos comparativos (v., sin embargo, LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bolonia, 2001, pp. 73 y ss.).

ros a menudo de muy variada naturaleza<sup>(4)</sup>. Una conexión, además, que la reciente reforma del derecho societario italiano (D. Lgs. 17.01.2003, n. 6) parecería haber ampliado con la introducción de la posibilidad de emitir instrumentos financieros dotados de especiales derechos patrimoniales o administrativos que no consistan en acciones (arts. 2346 ss. c.c.), o bien, de destinar porciones del patrimonio a un específico negocio (art. 2447-ter, c.c.)<sup>(5)</sup>.

En tal sentido, precisamente, será interesante verificar cómo las reglas que presiden la formación de la estructura patrimonial y financiera de las sociedades se relacionan con aquellas dedicadas a la emisión y a la circulación de los derechos negociables en los mercados regulados. En el texto recientemente creado por nuestro legislador interno se lee claramente la voluntad de perseguir el ambicioso objetivo de favorecer la afluencia de capital de riesgo a la empresa social, con la finalidad de permitir un adecuado crecimiento preparatorio de la salida a bolsa<sup>(6)</sup>.

La superación del “dogma” de la correspondencia entre aportación y participación social, unido a la necesidad de construir un sistema de incentivación de las modernas técnicas de participación en las operaciones de financiación de las empresas societarias, no puede, sin embargo, dejar en la sombra la exigencia de proteger *sul mercato*, a los inversores particulares, evitando dejarlos “al descubierto” respecto de los riesgos que quedan aún por codificar. Un discurso análogo es válido desde la perspectiva del rendimiento ligado a un sector particularmente prometedor de la actividad empresarial, la cual no puede resultar frustrada por los dos factores principales de la inversión: la reducida liquidez y la escasa eficiencia del mercado de referencia<sup>(7)</sup>. Si, en fin, se considera que el

---

(4) Algunos problemas específicos son examinados por VAN OMMESLAGHE, VAN RYN y GLANSDORFF, “Capital and Securities of Marketable Share Companies”, en *International Encyclopedia of Comparative Law*; vol. XIII, *Business and Private Organizations*, ch. 5. Tubinga, Dordrecht, Boston, Lancaster, 1989, *passim*.

(5) Así, en efecto, BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, en AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milán, 2003, p. 80.

(6) BIANCHI, (n. 5), p. 80; más ampliamente, LAMANDINI (n. 5), pp. 51 y ss. y pp. 103 y ss.; ID., “Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma”, en *Riv. Soc.* 2002, pp. 139 y ss.

(7) La introducción del instituto de los patrimonios separados y la posibilidad de emitir instrumentos participativos llamados *correlati* (cfr. los artículos 2350 y 2447-bis y ss. del c.c. reformado) probablemente hará surgir nuevas instancias de tutela, que se caracterizan por ser vinculables a ciertas categorías de accionistas, los cuales, si tradicionalmente son reconocidos como “propietarios” o “interesados”, hoy aparecen por diversos motivos asimilables a los “ahorradores” o “desinteresados” (para las primeras prestigiosas reflexiones sobre *tracking stocks*, valga por todos PORTALE, “Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»”, en *Riv. Soc.*,

mercado financiero representa un útil banco de pruebas de la confianza que los administradores cobran en la compañía social y el público inversor en orden a la fiabilidad de la política de gestión seguida, se comprenderá porqué reviste tanta importancia la exacta determinación de las relaciones entre el derecho societario y de la intermediación financiera.

En esta perspectiva, el derecho estadounidense hace ya tiempo que ofrece aspectos de estudio particularmente interesantes, ligados a la posibilidad de extender la aplicación de las normas dictadas en materia de *securities* a sociedades de menores dimensiones que presenten exigencias de tutela de los inversores análogas a aquellas que se conectan a las *public companies*<sup>(8)</sup>. Será entonces estimulante valorar también en Italia aquellas reflexiones que en otros lugares han sido autorizadamente formuladas por los que distinguen las finalidades de

---

2002, pp. 146 y ss., especialmente, pp. 162 y ss.; sobre los “patrimonios separados”, ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato nelle società per azioni*, en AA.VV., pp. 97 y ss. (n. 5); sobre otros argumentos, v., más en general, ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cargo de G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2003, pp. 97 y ss. y 243 y ss.; GALGANO, “Il nuovo diritto societario”, en *Trattato di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell’Economia*, dirigido por F. Galgano, vol. XXIX, Padua, pp. 134 y ss.; AA.VV., *Il diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milán, 2003, pp. 78 y ss.; BASSI, BUONOCORE, PESCATORE, *La riforma del diritto societario. Commento ai D. lgs n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Turín, 2003; AA.VV., *La riforma della sociedad. Società cooperative. Artt. 2511-1548 Cod. Civ. Commentario del D. lgs 17 gennaio 2003, n. 6 corredato dal testo della legge delega*, a cargo de M. Sandulli y V. Santoro, Turín, 2003; AA.VV., “Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private”, *Atti del convegno di Varese*, 20-21 de septiembre de 2001, a cargo de P. Benazzo, S. Patriarca y G. Presti, Milán, 2003; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 y 6*, Milán, 2003). En tal sentido, trasladando sin embargo el foco de la perspectiva sobre el emisor, se señala como posible tema de estudio, el problema de individualizar los criterios que gobernarán las eventuales relaciones entre la disciplina de tutela del inversor accionista en el mercado de capitales de riesgo y el funcionamiento de las conocidas como sociedades “cerradas”.

(8) Como es sabido, las *securities laws* de derecho estadounidense son de origen esencialmente federal y disciplinan aspectos de la práctica societaria ligados a las ofertas públicas, a los sujetos que operan en el mercado financiero y a sus obligaciones, a la crisis de la sociedad de inversiones, y otras cuestiones; por el contrario, la disciplina de los perfiles ligados a la constitución, organización y funcionamiento de la sociedad son remitidos a la legislación de cada uno de los 50 estados (cfr., por todos, CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986; v. también el interesante *The Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406, D.C. Cir. 1990; *Sante Fe Industries v. Green*, 430 U.S. 462, 1977). Continuando con el sistema norteamericano, por lo que respecta a Canadá, a su vez, la disciplina en materia de instrumentos financieros pertenece a la potestad de cada una de las provincias, considerado que una sociedad puede estar sujeta a la legislación nacional o bien a aquella de la provincia de establecimiento (cfr. HADDEN, FORBES y SIMMONDS, *Canadian Business Organizations Law*, Toronto, 1984, pp. 29-33; v., también para un examen del artículo 9 UCC, MORGAN DE RIVERY-GUILLAUD, *Le droit nord-américain des sûretés mobilières. UCC Article 9 et Saskatchewan PPSA*, París, 1999).

tutela “exosocietaria”, ligadas a la disciplina de los derechos accionariales negociables en los mercados regulados, de las finalidades que subyacen a la disciplina de la emisión de títulos participativos y de débito en las llamadas *close corporations* (9). En este último caso, en efecto, la tradicionalmente afirmada prevalencia de las razones de la autorregulación respecto a aquellas del “mercado”, podrán dejar emerger versiones inéditas de los tradicionales conflictos de intereses, imponiendo al intérprete propuestas exegéticas hace tiempo lejos de ser imaginadas, o bien, obligando al legislador a la introducción de mercados diversamente ordenados en razón de las necesidades que se planteen (10).

La literatura americana, además, a menudo afirma que las normas dictadas en materia de *securities* describen los supuestos particulares en base a presupuestos (y a la vista de finalidades) raramente coincidentes con aquellos reclamados por las correspondientes normas que se ocupan de los perfiles societarios. La situación jurídicamente relevante a los fines de la aplicación de las primeras, en efecto, está siempre representada por la operación negocial (*transaction*) realizada en el mercado regulado de referencia; operación, que en cambio, debería resultar del todo indiferente a los fines de la selección de la disciplina organizativa, o bien de la restante porción de la disciplina del sector (11). En el ámbito del representado contexto argumentativo, una aproximación más prudente al análisis de las normas en materia de *securities* podría consentir eximir a las sociedades de pequeñas dimensiones al menos de la aplicación de las normas más gravosas (12). No debe descuidarse, sin embargo, que el aparato norma-

---

(9) LUTTER, “Limited Liability Companies and Private Companies”, en *International Encyclopedia of Comparative Law* (n. 4), cap. 2, pp. 27 y ss. y pp. 33 y ss.; BUXBAUM, “The Formation of Marketable Share Companies”, *ibid.*, 1974, cap. 3, pp. 35 y ss.

(10) Para un reconocimiento de las tendencias actuales, v. las interesantes contribuciones de FERRARINI, “Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses”, en *Eur.Bus.Org. L.Rev.* (3), 2002, pp. 247 y ss., especialmente 249 y ss.; COFFEE, JR., “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, en *Northwestern U. L. Rev.*, (93) 1999, pp. 641 y ss.; cfr., por otro lado, pero sin ninguna referencia a la disciplina de la circulación, DE CARLO, “La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari negli USA, Cenni comparatistici”, en *Società*, 2003, pp. 249 y ss., especialmente, p. 250.

(11) Por ejemplo, una sociedad con títulos libremente transmisibles, pero no cotizados en los mercados regulados, podría considerarse sustraída a la aplicación de las normas en materia de oferta pública, o de *insider trading*, también en consideración a la falta de las citadas exigencias en materia de tutela del ahorro (una interesante prognosis de los problemas ligados a las relaciones entre “gobierno” y estructura financiera de la sociedad, con particular referencia a la experiencia estadounidense, puede verse en LAMANDINI (n. 3), pp. 134 y ss. y 153 y ss..

(12) Cfr. VAGTS (n. 4), *passim*; v., además, n. 7, *in fine*.

tivo disponible en su conjunto en materia de *securities* es tan amplio <sup>(13)</sup> —y, en muchos aspectos, “desgajado” del derecho societario general—, que resulta a menudo muy difícil, para una sociedad no *public*, conseguir tenerlo en cuenta.

Resultando obvio, en este punto, que las modestas ambiciones de la presente contribución no estarían en grado de absorber la tarea de un tratamiento idóneo que represente de un modo exhaustivo las complejas relaciones apenas enunciadas, se ha elegido recorrer una vía “lateral”, limitándonos en el ámbito del sistema estadounidense a una porción de disciplina federal seleccionada entre las normas previstas por el artículo 8 del *Uniform Commercial Code (UCC)* en materia de *Investment Securities* <sup>(14)</sup>, dejándose así emerger los trazos

---

(13) Basta tener presente el más importante tratado en la materia, a cargo de la “Comerence Clearing House” (*Federal Securities Law Reporter*; Chicago, 1969...), en la cual se encuentran todas las decisiones jurisprudenciales, las normas de rango secundario e incluso parte de la documentación de contenido supervisor proveniente de la autoridad del sector.

(14) También el UCC es naturalmente susceptible de aplicación diversificada en el ámbito de los singulares Estados de la Unión; debe sin embargo observarse que precisamente el artículo 8 no ha sido objeto de modificaciones particularmente relevantes en sede de actuación estatal (cfr., para un primer reconocimiento de las opiniones doctrinales sobre el artículo 8 UCC, el ensayo de SMITH, COPENHEFER, KALLMAN, ROGERS, WITTIE, *Investment Securities — The New UCC article 8*, Boston, 1994; v., además, MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ, “An introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities”, en *Bus. Law.* (49), 1994, pp. 1891 y ss.; OLSON, “Review of Recent Developments with Revised U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (50), 1995, pp. 1541 y ss.; ROCKS, “Revisions to the United States Uniform Commercial Code Governings Transactions in Securities and Other Investment Property”, en *Butterworths J. of Int. Bank and Fin. L.*, 1995, pp. 25 y ss.; BRYARS, “Recent Revisions to Article 8 (Investment Securities) of the US Uniform Commercial Code”, *ibid*, 1995, pp. 507 y ss.; OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH, “Review of Recent Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, en *Bus. Law.* (51) 1996, pp. 1441 ss.; WITTIE, *Review of Recent Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities*, *ibid* (52) 1997, pp. 1575 y ss.; ID., “Review of Legislative Developments Affecting U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (53) 1998, pp. 1511 y ss.; ID., “Case Law Developments in U.C.C. Article 8 and Investment Securities”, *ibid* (55) 2000, pp. 2027 y ss.; para tener un esquema suficientemente claro de la literatura sobre el artículo 8 UCC, se pueden consultar las más sobresalientes contribuciones de BUNN, “Article 8: A Law for the transfer of Investment Securities”, en *Wis. L. Rev.*, 1952, pp. 339 y ss.; ISRAELS, “Recent Developments in the Uniform Commercial Code: Article 8 — Investment Securities”, en *Bus. Law.* (19) 1964, pp. 570 y ss.; JOLLS, *Investment Securities*, *ibid* (22) 1967, pp. 734 y ss.; *ibid*, (23) 1968, pp. 849 y ss.; *ibid* (24) 1969, pp. 1057 y ss.; *ibid* (25) 1970, pp. 1173 y ss.; sobre los problemas ligados a la eliminación de las *stock certificates*, v. el “Symposium — The Certificateless Society”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 603 y ss.; ARONSTEIN, “A Certificateless Article 8? We Can Have it Both Ways”, en *Bus. Law.* (31) 1976, pp. 727 y ss.; DANTZER, “Securities Transfers Without Certificates: Amendments to section 8-102”, en *Uniform Commercial Code L. J.* (7) 1974, pp. 109 y ss.; JOLLS, “The Uniform Commercial Code and the Certificateless Society”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 627 y ss.; STEADMAN, “The Certificateless Society and the Constitution”, en *St. John’s L. Rev.* (36) 1971, pp. 727 y ss.; WERNER, “The Certificateless Society: Why and When?”, en *Bus. Law.* (26) 1971, pp. 605 y ss.).

esenciales de la ley uniforme de circulación y algunos perfiles comparativos considerados más interesantes.

Antes de pasar al examen del artículo 8 UCC es necesario referirse brevemente a la noción de *security* (o mejor de *securities*) comúnmente acogida por la literatura norteamericana y elaborada sobre la base de la copiosa producción normativa y jurisprudencial sobre la materia.

## II. LA NOCIÓN DE “SECURITY”

Si el término *security* fuese traducido literalmente no sería de utilidad para el presente trabajo, ni resultaría fácil de ubicar en el tema de referencia. Entendida como “garantía genérica”, en efecto la *security* no acoge ninguno de los significados utilizados por el artículo 8 UCC. Antes bien, el término indica una notable variedad de títulos o valores mobiliarios que constituyen una inversión directa para generar un beneficio. Se trata, por tanto, de un *genus*, a su vez comprendido en la categoría de *choses in action*<sup>(15)</sup> que impone indagar caso por caso cuál sea el tipo particular de título al cual se refiere el término. La doctrina más cualificada considera que «*securities are not necessarily secured in the legal sense*»<sup>(16)</sup> puesto que los títulos que representan *securities* no son asistidos necesariamente por una *security* en sentido técnico (sea una garantía o un privilegio).

---

(15) Como es sabido, en el sistema del *common law* el término *choses* indica el “bien” o la “cosa mueble” (*thing*) que puede entenderse según dos acepciones fundamentales: la *choses in possession* y la *choses in action*, ambas ligadas a la *law of property* y de las cuales no existen homólogos en la *civil law*. A tal propósito se destaca que la *choses* indica no solamente un bien o una cosa mueble, sino también un derecho (LAWSON, *Introduction to the Law of Property*, Oxford, 1977, p. 16). Y por tanto, solamente en el ámbito de la original clasificación que la *law of property* hace de los bienes y derechos tales términos pueden ser entendidos: así, de la distinción de la *property* en *real* y *personal*, deriva la subdivisión en *chattels real* y *personal*; a su vez los *chattels personal* se dividen en *choses in action* e *in possession*. La primera categoría comprende bienes y derechos de las cuales no se tiene una inmediata posesión o goce, o bien cuyo ejercicio sólo puede tener lugar mediante la experimentación de una acción en juicio (*action*) y, en todo caso, que no son susceptibles de transmisión mediante entrega. Se comprenden en esta categoría los *negotiable instruments* y, más en general, los títulos mobiliarios como las acciones (*shares*), las patentes, los derechos de autor, las marcas, y demás. La segunda categoría comprende, en cambio, bienes y derechos de los cuales se tiene (o se puede lograr) la posesión o el goce efectivo, y por lo tanto son susceptibles de transmisión mediante entrega (*capable of delivery*: para una comparación con el derecho francés y algunas críticas al sistema del *common law*, vid. PATON, *A textbook of Jurisprudence*, 4<sup>a</sup>, a cargo de G.W. Paton y D. P. Derham, Londres, 1972, p. 511).

(16) HENN, *Handbook of the Law of Corporation and others Business Enterprises*, 2.<sup>a</sup> ed, St. Paul, Minn., 1970 (VI rist. 1978), p. 276.

Muchas son, pues, las definiciones legislativas del término<sup>(17)</sup>. Desde aquella más articulada y completa contenida en el *US Securities Act* de 1933 [§2(1)]<sup>(18)</sup>, sustancialmente repetida en el *Securities Exchange Act* de 1934 [§3(10)], a aquella más sintética en su fórmula lingüística pero igualmente amplia en su contenido sancionada en la *Stock Transfer Act* de 1963 (§4)<sup>(19)</sup>. Como se verá, además, una particular noción de *securities* se ofrece por el artículo 8 UCC, esencialmente a los fines de establecer algunas diferencias respecto a los más genéricos *financial assets* y, en consecuencia, seleccionar la disciplina respectivamente aplicable<sup>(20)</sup>.

---

(17) Por todos, LOSS, *Fundamentals* (n. 1), pp. 201 y ss. (*Suppl.*, 2002, pp. 11 y ss.); v. también HAZEN, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 3.<sup>a</sup> ed., vol. 1, St. Paul, Minn., 1995, pp. 28 y ss.; por último es también útil consultar la obra con un carácter más general, pero también amplia y completa, de BLOOMENTHAL, *Securities Law Handbook*, vol. 1, St. Paul, Minn., 2003, pp. 47 y ss.

(18) «The term ‘security’ means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’, or any certificate of interest or of participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing».

(19) «‘Securities’ means shares, stock, debentures, debenture stock, loan stock, bonds, units of a unit trust scheme, or other shares of the investment subject to the trusts of such a scheme, and other securities of any descriptions».

(20) Para comodidad del lector, y entendimiento del artículo 8 UCC (Parte 1, §8-102(15)), «‘Security’, except as otherwise provided in Section 8-103, means an obligation of an issuer a share, participation, or other interest in an issuer or in property or an enterprise of an issuer:

(i) which is represented by a security certificate in bearer or registered form, or the transfer of which may be registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer;

(ii) which is one of a class or series or by its terms is divisible into a class or series of shares, participations, interests, or obligations; and

(iii) which:

(A) is, or is of a type, dealt in or traded on securities exchanges or securities markets; or

(B) is a medium for investment and by its terms expressly provides that it is a security governed by this Article».

Por lo que se refiere al otro término, el artículo 8 UCC [(Parte 1, §8-102(9))] establece que «‘Financial asset’, except as otherwise provided in Section 8-103, means:

Los tribunales estadounidenses, no obstante, tienden a ampliar ulteriormente la noción de *securities* incluyendo cualquier acuerdo en virtud del cual una parte confía dinero u otros *assets* a otra, con el objetivo de obtener de la actividad de esta última una determinada ganancia <sup>(21)</sup>. Por el mismo motivo, por ejemplo, la *partnership* no puede incluirse en la noción en examen, visto que en tal caso cada una de las partes divide las ventajas derivadas de la actividad y al mismo tiempo, participa en las cargas de contribución destinadas a su desenvolvimiento <sup>(22)</sup>.

- (i) a security;
- (ii) an obligation of a person or a share, participation, or other interest in a person or in property or an enterprise of a person, which is, or is of a type, dealt in or traded on financial markets, or which is recognized in any area in which it is issued or dealt in as a medium for investment; or
- (iii) any property that is held by a securities intermediary for another person in a securities account the securities intermediary has expressly agreed with the other person that the property is to be treated as a financial asset under this Article.

As context requires, the term means either the interest itself or the means by which a person's claim to it is evidenced, including a certificated or uncertificated security, a security certificate or a security entitlement».

Finalmente, el art. 8 UCC, Parte 1, §8-103(a) precisa que: «A share or similar equity interest issued by a corporation, business trust, joint stock company, or similar entity is a security.

(b) An "investment company security" is a security. "Investment company security" means a share or similar equity interest issued by an entity that is registered as an investment company under the federal investment company laws, an interest in a unit investment trust that is so registered, or a face-amount certificate issued by a face-amount certificate company that is so registered. Investment company security does not include an insurance policy or endowment policy or annuity contract issued by an insurance company.

(c) An interest in a partnership or limited liability company is not a security unless it is dealt in or traded on securities exchanges or in securities markets, its terms expressly provide that it is a security governed by this Article, or it is an investment company security. However, an interest in a partnership or limited liability company is a financial asset if it is held in a securities account.

(d) A writing that is a security certificate is governed by this Article and not by Article 3, even though it also meets the requirements of that Article. However, a negotiable instrument governed by Article 3 is a financial asset if it is held in a securities account.

(e) An option or similar obligation issued by a clearing corporation to its participants is not a security, but is a financial asset.

(f) A commodity contract, as defined in Section 9-102(a)(15), is not a security or a financial asset».

<sup>(21)</sup> *V. SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Ha sido considerada incluida en la noción de *securities*, por ejemplo, la operación por la cual una parte entrega a otra animales de piel y ganado, la cual después de haber supervisado el crecimiento, la cría y la producción, habría destinado a la primera los resultados netos de la actividad [*McIntosh v. Harris Farms, Inc.* 507 F. Supp. 1075 (E.D. Cal. 1980)]; para una más amplia panorámica de las decisiones jurisprudenciales sobre este punto, v. LOSS y SELIGMAN (n. 1), pp. 923 y ss.

<sup>(22)</sup> Así, *Bahre v. Peal*, 595 A. 2d 1027 (Me. 1991).

En el contexto de este trabajo, causaría dispersión adentrarse en la (también interesante) comparación entre la noción de *securities* y aquella, en muchos aspectos análoga, de *instrumento financiero* <sup>(23)</sup> que a menudo resultará de utilizar cualquier traducción del término anglófono. Anticipamos, de todos modos, que a los fines del presente trabajo la noción relevante de *securities* es aquella contenida en el artículo 8 UCC, cuyo contenido puede ser dividido en tres partes fundamentales: la primera, fijada en el párrafo (i), sanciona el principio de libre transmisibilidad para todas las *securities* representadas por certificados emitidos en forma *bearer* (al portador) o *registered* (nominativos); la segunda, fijada en el párrafo (ii), sanciona el principio de divisibilidad de las *securities* por clases de intereses; y por fin, la tercera, fijada en el párrafo (iii), se refiere a todas las otras *securities* sujetas a la disciplina del artículo 8 puesto que a él expresamente se refieren, o bien en cuanto que son negociados en mercados regulados.

### III. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL SISTEMA TRADICIONAL

La versión original del artículo 8 UCC, según las redacciones publicadas en 1940 y 1950, se basaba en la cuestión de que la posesión y entrega de los documentos en papel representasen los elementos esenciales del sistema de gestión de los instrumentos financieros. En tal sentido, tanto la prueba de la

---

<sup>(23)</sup> Cfr., el artículo 1, párrafo 2, del Decreto legislativo núm. 58/98; para otros apuntes comparativos y sin ninguna pretensión de exhaustividad, ASCARELLI, "Varietà di titoli di credito e investimento", en *Problemi giuridici*, vol. II, Milán, 1959, pp. 685 y ss.; COLTRO CAMPI, *I contratti di borsa al New York Stock Exchange*, Padua, 1958, pp. 35, 148, 194, *passim*; DAVIES, *Gower's Principle of Modern Company Law*, 6.<sup>a</sup> ed., Londres, 1997, pp. 299 ss.; SCHLESINGER R.B., *Comparative Law (Cases — Text — Materials)*, 3.<sup>a</sup> ed., Mineola, N.Y., 1970, p. 568; v. además, LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milán, 1999; SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, en *Riv. dir. civ.*, 1994, II, pp. 499 y ss.; ID., "La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)", en *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1999, pp. 407 y ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Turín, 1999; SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milán, 1995, pp. 19 y ss., *passim*; por último, pero sin ninguna referencia al sistema norteamericano, CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, Milán, 2001; CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milán, 2001.

propiedad como la de la transmisión estaban fundadas sobre el dato material de la posesión y de la entrega de los correspondientes certificados en papel <sup>(24)</sup>.

En los Estados Unidos ya en aquel tiempo el sistema de los certificados en papel dejaba traslucir numerosos problemas operativos, ligados sobre todo a la transmisión de los títulos nominativos y a las consiguientes obligaciones de registro <sup>(25)</sup>.

---

<sup>(24)</sup> Cfr. WITTIE, *Review of Recent Developments* (n. 14), pp. 1575 y ss.; ID., *Review of Legislative Developments* (n. 14), pp. 1512 y ss. A los fines del presente trabajo parece útil introducir dos conceptos, que, sobre todo en la primera fase del proceso de “desmaterialización”, eran habituales en la literatura del sector. En tal sentido, según una clasificación basada sobre las modalidades de transmisión, acogida sobre todo en el derecho anglosajón, se solía distinguir entre *tangibles securities*, incorporados a certificados negociables y transmisibles mediante entrega manual, e *intangibles s.*, carentes de incorporación documental y transmisibles únicamente mediante reflejo contable. El concepto de *intangibilità* está privado de correspondencia directa en los sistemas romanistas, pero se encuentra muy cerca de aquel de la inmaterialidad. Como se ha señalado, en efecto, en la *commom law* también los derechos son objetos de propiedad (*property*); de tal modo que los *intangibles s.* entrarían en la categoría de *choses in action* y pueden consistir en *debts, patents, stock, bonds, goodwill, trade marks, franchises* y, precisamente, *securities*.

Si se trazan algunas diferencias entre los sistemas anglosajón y estadounidense, no se debe descuidar que, en cuanto al primer ordenamiento, no tiene mucho sentido plantearse el problema de la incorporación (técnica) del derecho en el contexto del certificado emitido en conexión con el instrumento financiero anotado contablemente. El certificado, en efecto, representa exclusivamente una prueba (*test* o *evidence*) de la existencia del derecho; de lo que derivaría la exclusión de la posibilidad de transmitir (los derechos sobre) el instrumento financiero mediante la mera entrega del certificado. Más bien, la entrega no sería idónea ni siquiera para la constitución de un vínculo sobre el instrumento y podría valer, a lo más, únicamente a los fines de la prueba sobre la voluntad de constituir garantías o cargas de otro tipo. En definitiva, todos los instrumentos financieros anotados, estén estos acompañados de la emisión de un certificado o no, se considerarían *intangibles* y sólo los instrumentos no anotados, pero representados por certificados, serían considerados *tangibles* [para ulteriores consideraciones sobre el tema, cfr. FERNÁNDEZ, *Le Uncertificated Securities nel Regno Unito: il Crest*, en VISENTINI y STAGNO D'ALCONTRES (n. 2), p. 103 y ss.].

En el ordenamiento estadounidense, tanto los certificados anotados como los no anotados son considerados representativos de instrumentos financieros y permiten al poseedor efectuar la transmisión sea mediante el endoso que por la entrega. En los Estados Unidos, por tanto, los certificados emitidos en conexión con los instrumentos financieros podrían ser siempre considerados *tangibles*, pero, como se verá, es habitual en la actualidad que en la disciplina uniforme del *Commercial Code* se utilice la dicción *certificatated* o *uncertificatated securities*.

<sup>(25)</sup> Es verdad que la distinción entre instrumentos financieros *tangibles* e *intangibles* ha revestido una importancia histórica fundamental, respecto a su modo de adquisición y transmisión de los instrumentos financieros, su sujeción a determinados vínculos y la individualización de la ley aplicable. Aunque los instrumentos financieros *tangibles* resultan transferibles de un modo ágil, comportan sin embargo cuatro desventajas principales: 1) se requiere la emisión y el traslado físico de grandes cantidades de papel, capaces de amenazar el funcionamiento de las cámaras de compensación y de los depósitos centrales; 2) resulta muy costoso producir los

Después de casi dos décadas, hacia el final de los años sesenta, tales problemas operativos alcanzaron un nivel extremo, induciendo sustancialmente a la eliminación de los certificados en papel y al desarrollo de un moderno sistema electrónico para el registro de las titularidades y de las transmisiones que tuvieran por objeto instrumentos financieros representativos de derechos negociables en los mercados regulados. El resultado final de este proceso fue la radical revisión del artículo 8 UCC, mediante la enmienda de 1978, y la introducción de un *Uncertificaded Securities System*.

#### IV. EL SISTEMA DE “DESMATERIALIZACIÓN” O “DESCERTIFICACIÓN” INTRODUCIDO POR LA MODIFICACIÓN DE 1978

En 1978, la finalidad que perseguía el legislador al enmendar el UCC era la de dar lugar a un sistema en el que ya no fuera necesario que la sociedad cotizada emitiese documentos representativos de los derechos negociables<sup>(26)</sup>.

---

certificados y las notas, puesto que reclaman la utilización de técnicas de imprenta particularmente evolucionadas, a los fines de prevenir su falsificación; 3) los riesgos ligados a la entrega material de los títulos son numerosos, y entre todos, aquellos que derivan de la sustracción de los mismos y de la posible circulación contra la voluntad del titular, sobre la base de las reglas de la posesión de buena fe; 4) la ley que disciplina su transmisión es susceptible de cambios continuos y, por otro lado, para carteras compuestas, las leyes aplicables podrían ser diferentes y reclamar diferentes requisitos formales. El debate sobre las razones de la desmaterialización está eficazmente sintetizado por LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari ed il sistema Monte Titoli*, Milán, 1989, especialmente pp. 1-18.

(26) En términos generales, se puede afirmar que las dos medidas adoptadas para reducir los problemas ligados al volumen de “papel” en circulación han sido, de un lado, la “desmaterialización” y, por otro, la llamada “inmovilización” (cfr., para una evolución de la disciplina, PACHTEL y GROSS, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *Bus. Law.*(52) 1997, pp. 1465 y ss., GROSS y PATCHEL, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *ibid.* (51) 1996, pp. 1339 y ss.; GROSS y VELTRI, “The Uniform Commercial Code Survey: Introduction”, *ibid.* (50) 1995, pp. 1445 y ss.; VELTRI y GROSS, “Introduction to the Uniform Commercial Code Survey: The Role of Courts in a Time of Change”, *ibid.* (49) 1994, pp. 1827 y ss.; SOMMER, “A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer Law”, *ibid.* (53) 1998, pp. 1181 y ss., especialmente, pp. 1185 ss.). El método más eficiente para eliminar el papel es ciertamente el de la “desmaterialización” completa de los instrumentos financieros, eliminando la emisión misma de los certificados, también cuando se trate de instrumentos nominativos. Los inversores recibirían exclusivamente una confirmación del intermediario acerca de la efectiva emisión en su favor de un número determinado de instrumentos financieros pertenecientes a una determinada categoría según un valor establecido. El instituto de la desmaterialización no ha recibido todavía el pleno favor de los inversores privados estadounidenses, los cuales, fuera del caso de las emisiones estatales (o públicas en general) demuestran una cierta reticencia a confiar en el apunte contable como *evidencia* de la posición relativa respecto a un determinado instrumento financiero.

Sin embargo, la Comisión encargada de redactar las modificaciones tenía una tarea (al tiempo) limitada a la introducción de normas que consintieran sobre todo la coexistencia con el sistema tradicional de certificación.

Por tal motivo, la enmienda de 1978 introdujo una suerte de “descertificación atenuada”: ya no era necesario que la propiedad del instrumento financiero fuese *probada* con la exhibición del certificado documental. Las transmisiones del título serían realizadas por medio de las correspondientes anotaciones en los registros del emisor; sin embargo, lo que antes se realizaba mediante la entrega

---

Una modalidad alternativa de reducción del papel, ampliamente utilizada en las transacciones internacionales, es aquella de la “inmovilización” de los instrumentos financieros *tangibles*, realizada mediante el depósito de los mismos en un intermediario. Esto interrumpe la relación directa entre el emisor y el inversor, interponiendo al intermediario como sustituto del inversor en sus relaciones con el emisor. La inmovilización puede ser decretada caso por caso (obligatoria), o bien ser inicial y definitiva (permanente): es decir, es posible que los certificados representativos de los instrumentos financieros sean, en cualquier momento, depositados en un intermediario y sucesivamente retirados *por equivalente*; pero puede también suceder que una nueva emisión esté completamente representada por un único bono depositado, de modo permanente, en un ICSD (*International Central Securities Depository*) y custodiado sin ser cambiado por certificados definitivos. En el primer caso, el instrumento permanece inmovilizado desde el momento de su depósito y toda salida del depósito hace que el instrumento sea nuevamente transmisible en las formas ordinarias; en el segundo caso, el instrumento financiero es inmovilizado desde el principio y así permanece hacia el futuro.

Un bono global (representativo del conjunto de una emisión) puede ser permanente, semi-permanente, o bien temporal. El bono *permanente* es aquél depositado sobre la base de que el inversor no está legitimado, de modo ordinario, a obtener del emisor los certificados de los títulos a él destinados, sino que resulta exclusivamente acreedor del intermediario por un determinado montante de títulos resultante de la cuenta a él destinada. De esto deriva que la relación establecida por el inversor se da sólo con el intermediario y toda transmisión tiene lugar mediante las correspondientes anotaciones ejecutadas sobre la cuenta, antes que sobre el registro del emisor. Además, con la excepción de casos límite (por ejemplo, si el emisor resulta insolvente, o bien el bono permanente resulta inválido), el inversor no podría poseer de forma *tangible* los instrumentos financieros a él destinados, ni hacer valer sus pretensiones directamente frente al emisor. El bono *semi-permanente* atribuye al inversor la facultad de solicitar certificados definitivos, caso en el cual el valor conjunto del bono se reduce proporcionalmente, pero hasta el momento en el que tal facultad no se ejercita los instrumentos financieros permanecen inmovilizados. El bono *temporal* puede ser objeto de depósito por un periodo limitado y, al final, ser cambiado por certificados definitivos.

Cuando los instrumentos financieros sean emitidos en forma de certificados desde el principio, o bien un bono temporal o semi-permanente cambiado por certificados definitivos, los inversores pueden elegir entre permanecer siendo titulares de meras anotaciones contables o depositar los certificados en un intermediario, con el fin de que en cualquier momento pueda disponer la devolución de los certificados mismos (si ellos son colocados en la cuenta como títulos no fungibles) o bien de otros certificados del mismo tipo y montante (si son colocados en una cuenta de títulos fungibles). En todo caso, la posesión del inversor es indirecta en tanto él mantiene la relación de depósito, pero puede solicitar readquirir una relación directa con el emisor entrando entonces en la posesión de los certificados representativos de los instrumentos financieros a él devueltos, o bien de certificados representativos de instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones nominativas.

material del certificado y su inscripción sucedía ahora a través del envío electrónico de la correspondiente anotación contable al emisor<sup>(27)</sup>.

Aunque estas premisas fueron ampliamente compartidas, el sistema mixto no resultó del agrado de la mayor parte de los emisores de instrumentos financieros, los cuales continuaron emitiendo papel a petición de los inversores, a menos que no se tratase de cuotas representativas de fondos de pensiones y acciones concernientes a la categoría de *publicly traded corporates*, todavía emitidos en forma “certificada”. Las acciones certificadas, en todo caso, representan todavía la porción más amplia de las emisiones cotizadas, aunque su custodia desde hace tiempo no es confiada a los respectivos titulares (*beneficial owner*) sino a las correspondientes sociedades de gestión centralizada (*clearing corporations*).

Tras la modificación de 1978, el perfeccionamiento de los negocios que tienen por objeto derechos negociables en los mercados regulados no se dará más a través de la entrega de los certificados por la inscripción de la transmisión en los registros del emisor o de sus agentes, sino a través de la relativa anotación electrónica en los registros de la *clearing corporation* y del intermediario financiero. Las semejanzas con el sistema introducido en Italia por la Ley 289/1986 son fácilmente perceptibles y, por tanto, a ella se reenvía sin ulteriores comentarios<sup>(28)</sup>.

---

La inmovilización de los instrumentos financieros, sea permanente o temporal, comporta efectos destacables en los planos jurídico y práctico: 1) Sujetándose a los términos del acuerdo y de la ley aplicable, el inversor transfiere la propiedad de los instrumentos financieros depositados, se convierte en titular de una cuenta, adquiere la *copropiedad* de un cierto montante de títulos fungibles pertenecientes a un determinado *genus* y, en fin, logra el derecho a obtener instrumentos financieros pertenecientes a clases y valores correspondientes a aquellos de los que resulta destinatario, además (si se trata de instrumentos no permanentemente inmovilizados) de obtener los relativos certificados documentales; 2) durante el tiempo en el cual los instrumentos están inmovilizados en el sistema, es la anotación contable la que documenta la pertenencia, no los certificados representativos, que constituyen la fuente de sus derechos; 3) como corolario a este último punto, las transmisiones son efectuadas a través de anotaciones contables operadas sobre la cuenta del intermediario, no mediante la entrega física de los certificados o la inscripción de las operaciones en el registro del emisor; 4) en la individualización de la ley aplicable, en caso de conflicto entre varias normas abstractamente compatibles, el lugar en el que los certificados están físicamente colocados es irrelevante.

Para los instrumentos financieros temporalmente inmovilizados, naturalmente, tales consideraciones no valen para el caso en el cual ellos (o su equivalente) son retirados del sistema; en tal supuesto, en efecto, los instrumentos financieros retirados vuelven a asumir su *status* inicial.

<sup>(27)</sup> Cfr. THE AMERICAN LAW INSTITUTE e NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS, *Uniform Commercial Code*, Filadelfia - Chicago, 2000, pp. 654 y ss.; cfr. igualmente, HAZEN (n. 17), pp. 354 y ss.

<sup>(28)</sup> LENER (n. 25), especialmente pp. 20 y ss. y *passim* para cualquier otra referencia.

## V. LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTO

Durante la crisis de la circulación documental (el llamado “*paperwork crunch*” de los últimos años sesenta)<sup>(29)</sup>, el volumen de intercambio diario realizado en New York Stock Exchange, ya considerado insostenible por el sistema de gestión y liquidación, suponía en torno a los diez millones de acciones<sup>(30)</sup>. Actualmente, el sistema puede fácilmente soportar intercambios diarios con un volumen de centenares de millones de acciones, cuya progresiva capacidad de adecuación al desarrollo de los mercados financieros debe imputarse, según la difundida opinión de los analistas, exclusivamente a los modernos sistemas electrónicos de gestión de los intercambios. Resulta singular, sin embargo, que el funcionamiento de los intercambios de instrumentos financieros en los mercados regulados no esté todavía gobernado por completo por las reglas de la “descertificación” dictadas por el artículo 8 UCC. Para comprender exactamente cuáles son las razones que se encuentran en la base de esta realidad, es necesario ilustrar brevemente el funcionamiento concreto del sistema de gestión llamado indirecto.

Si se examinasen los registros de las sociedades con accionariado difuso, cuyas acciones son intercambiadas en los mercados regulados, se notaría, por ejemplo, que la sociedad “Cede & Co” tiene entre sus socios alrededor de 60-80% de todas las sociedades presentes en el mercado. “Cede & Co” es el nombre utilizado por “The Depository Trust Company” (“DTC”), un *trust* constituido y disciplinado según la Ley del Estado de New York, con el fin de custodiar y gestionar *securities* por cuenta de aquellos que en ella participan (cerca de 600, entre intermediarios y bancos). Resumiendo, la totalidad de los intercambios realizados en los mercados regulados está reservado a los intermediarios y a los bancos participantes en el “DTC”, los cuales gestionan la gran mayoría de los instrumentos financieros negociados (precisamente, el mencionado 60-80%) por cuenta de los respectivos clientes<sup>(31)</sup>.

Es obvio que, si cada uno de los participantes en el *trust* custodiase físicamente los certificados representativos, sería imposible realizar los intercambios

---

(29) La expresión resulta habitual en la literatura americana: v. en efecto, HENZ (n. 17), pp. 351 y ss.; SOMMER (n. 26), pp. 1188 y ss., el cual habla además de “era de confusión”; cfr., igualmente, ROGERS, *Policy perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, in *UCLA L. Rev.* (43) 1996, p. 1431, especialmente p. 1436.

(30) THE AMERICAN LAW INSTITUTE Y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27). p. 655.

(31) THE AMERICAN LAW INSTITUTE Y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), p. 659.

a menos que se estableciese la entrega física de los certificados mismos para toda operación de adquisición o venta realizada. La centralización de la custodia de los certificados en el *trust* permite beneficiarse de la operatividad de un depositario común a todos los sujetos implicados en las operaciones de intercambio, eliminando las entregas intermedias y saldando las recíprocas posiciones de crédito y débito a través de los correspondientes abonos y cargos en las cuentas pertenecientes a cada depositante en el *trust*.

La actividad de compensación y liquidación podría ser perfectamente efectuada por el depositario común que cuida de la custodia de los títulos; sin embargo, en los Estados Unidos la compensación de las partidas recíprocas y la relativa liquidación por saldos es efectuada por una institución independiente, la "National Securities Clearing Corporation" ("NSCC"), que proporciona instrucciones al "DTC" en orden a las cuentas acreedoras y deudoras.

Los intermediarios que participan en el sistema "DTC-NSCC" realizan, a su vez, las correspondientes operaciones de cargo y abono sobre las cuentas dispuestas por los respectivos clientes. Si el cliente A adquiere 100 acciones de la sociedad X por medio de un intermediario, y el cliente B vende 100 acciones de la misma sociedad a través del mismo intermediario, para realizar el intercambio es suficiente que tal intermediario opere sobre las cuentas de los propios clientes sin pasar por el sistema centralizado. Por otra parte, en una situación de este tipo, no será necesario modificar las posiciones contables en el "DTC" y relativas a la participación del intermediario en la sociedad de la cual se han intercambiado las acciones, ni deberán modificarse los registros de la sociedad donde está indicada la participación detentada por el "DTC".

El beneficio operativo de la compensación realizada a este (más bajo) nivel de intermediación se percibe mejor sólo si se considera que cada intermediario gestiona centenares de patrimonios mobiliarios, en ocasiones miles de fondos de inversión, fondos de pensiones y otros inversores institucionales; de modo que, por cada día de mercado abierto sólo un pequeño porcentaje de los intercambios realizados por el concreto intermediario por cuenta de los propios clientes dejará constancia en los del "DTC".

## VI. LA NECESIDAD DE REGLAS DIFERENTES PARA EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTO Y PARA EL INDIRECTO

Tanto el sistema tradicional basado en la circulación de papel, como aquel contemplado en la enmienda de 1978 fundado sobre la llamada "descertificación", pueden ser definidos como sistemas directos; al menos en el sentido de que entre el titular (*beneficial owner*) de los derechos negociados y el emisor de los concretos instrumentos financieros se da una relación jurídica directa que

permite, a quien posea certificados al portador, ejercitar las correspondientes pretensiones *directamente* contra el emisor. También con respecto a los títulos nominativos, tanto en el caso en el que son representados por certificados como en el caso inverso, entre el legítimo titular (*registered owner*) y el emisor se da una relación jurídica directa, documentada por la correspondiente anotación efectuada en los registros de este último, o bien en aquellos del intermediario que negocia los títulos.

Por el contrario, el sistema de depósito del “DTC”, al menos por lo que respecta a los títulos representativos de acciones y obligaciones, puede ser calificado como “indirecto”, en el sentido de que los registros del emisor no muestran la identidad de todos los beneficiarios que abstractamente están en situación de ejercitar determinados derechos. Más bien, una amplia parte de los instrumentos financieros en circulación son anotados en los registros del emisor como pertenecientes al depositario; los registros de este último a su vez muestran la identidad de los intermediarios que toman parte en este proceso y, en fin, sólo los registros de los intermediarios muestran la identidad de los propios clientes inversores.

Sin embargo, después de las enmiendas de 1978, las reglas dictadas por el artículo 8 UCC no lograron suplantar al sistema de gestión indirecta. En efecto, la previsión según la cual los cambios en la titularidad de los instrumentos financieros podían efectuarse bien mediante la entrega del certificado, bien a través de la inscripción contable en el registro del emisor, no lograba superar el umbral de eficiencia conseguido por el sistema de gestión indirecta, gracias al cual ninguna de estas formalidades era reclamada<sup>(32)</sup>. Los documentos representativos de las participaciones que conjuntamente detenta el “DTC” en las sociedades emisoras particulares (los llamados “*jumbo certificates*”), en efecto, ya no están sujetos a traslado físico alguno.

Hasta la fecha, por otro lado, es raro que los registros de los emisores dejen emerger el número de los intercambios realizados sobre los instrumentos financieros de emisión propia; lo cual es una prueba del hecho de que las operaciones

---

(32) Cfr. VAGTS (n. 4), pp. 6 y ss.; para un interesante paralelismo con otros ordenamientos, NOTTLE, *The Development of Securities Markets in China in the 1990's*, en *Co. & Sec. L. J.*, (11) 1993, pp. 503 a 523; KÜBLER, *Institutional Owners and Corporate Managers — A German Dilemma*, en *Brooklin L. Rev.* (57) 1991, pp. 97 a 111, el cual, basándose en particular sobre las características del mercado alemán, lo califica como “narrow, thin and boring”; en tal sentido, v. también, HAUCK, *The Equity Market in Germany and its Dependency on the System of Old Age Provision*, en BAUMS, BUXBAUM y HOPT, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlín — Nueva York, 1994, pp. 557 y ss.; cfr., por otro lado, para una reflexión sobre las tendencias que van afirmándose en Europa en orden al problema de la armonización de las reglas de la circulación, emisión y negociación, FERRARINI (n. 10), pp. 254 y ss. y pp. 274 y ss.

de compensación y liquidación vienen rubricadas contablemente sólo en los registros del intermediario según el sistema indirecto.

Esto ha representado una disfunción del sistema: de un lado, en efecto, se modificaba el artículo 8 UCC introduciendo nuevas modalidades de transmisión basadas (indiferentemente) sobre la entrega material del certificado o bien sobre la inscripción contable en el registro de los emisores; de otro lado, las nuevas reglas debían sucumbir frente al prevalecer de una práctica de mercado más homogénea respecto a las exigencias manifestadas por los operadores<sup>(33)</sup>.

## VII. LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 *DEL UNIFORM COMMERCIAL CODE*: EL PRINCIPIO DE NEUTRALIDAD

Una de las razones que han justificado la posterior revisión del artículo 8 UCC (1994-1995)<sup>(34)</sup> ha sido la de predisponer reglas lo suficientemente flexibles para responder a las exigencias de cambio que la práctica había manifestado en los decenios sucesivos a la enmienda de 1978. Como se decía, resultaba singular que el empujón del legislador de 1978 hacia la “descertificación” (probablemente sobre la estela del generalizado desdén hacia la excesiva cantidad de papel en circulación) no fuese plenamente recibido en la práctica operativa, la cual demostraba preferir la gestión indirecta y, por tanto, una reducida utilización (*rectius*, desplazamiento) del “papel”, con lo cual no se llegaba a su total eliminación<sup>(35)</sup>.

A tal propósito, y sin resultar exactamente explicable cuál es el mecanismo que ha gobernado la elección de uno u otro sistema de circulación de los instrumentos financieros, igualmente difícil resulta formular previsiones en orden al

---

(33) MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), pp. 1891 y ss.: “The Drafting Committee faced the most challenging and ambitious uniform or model law project since the creation of the U.C.C. Their task was particularly daunting for several reasons. First, Revised Article 8 codifies the rights of one claiming an interest in securities through an intermediary, such as a stockbroker or bank, that current private law addresses only slightly... Second, the new codification addresses both financial market systems and practices and financial assets that are (at once) enormously complex, crucial to the marketplace, arcane, and constantly changing. Third, the private law rules are written in the shadow of comprehensive federal regulatory schemes for securities intermediaries”.

(34) V. *supra* los autores citados en nota 10.

(35) OCKS (n. 14), p. 25.

desenvolvimiento del sistema de “descertificación” en los Estados Unidos <sup>(36)</sup>. A partir de la revisión de 1994-1995 es, sin embargo, ausplicable que la posibilidad para los inversores de obtener la emisión de certificados inscritos a su nombre cederá progresivamente el paso al mecanismo de la anotación contable en las cuentas abiertas en el intermediario profesional; y ello tanto por efecto de la progresiva confianza que el público ahorrador debería adquirir como en razón de la política de desincentivación dispuesta por las empresas de inversión a través de la imposición de comisiones más altas para aquellos clientes que reclaman la emisión de certificados nominativos.

De otra parte, no falta quien atribuye una cierta importancia a la posibilidad de mantener una relación directa con el emisor de los instrumentos financieros, aunque no sea necesariamente a través de un documento en forma certificada. Por tal motivo, algunos operadores del mercado están estudiando sistemas que garanticen tal posibilidad y, contextualmente, exploten la “descertificación” introducida por el artículo 8 UCC <sup>(37)</sup>.

La segunda modificación del artículo 8, en su conjunto, ha permanecido neutral respecto a los sistemas de gestión disponibles: en efecto, si las reglas de la precedente versión del artículo 8 han sido conservadas por el sistema de gestión directa, a través de la introducción de una nueva Parte 5 se ha procedido también a disciplinar la gestión *indirecta*, sin por ello suprimir el sistema precedente. El espíritu de la modificación ha sido aquel de solicitar a la autorregulación del mercado el desarrollo del sistema de circulación más coherente con la evolución de los servicios de inversión y la relativa aproximación de los ahorradores, renunciando a imponer desde arriba y *a priori* una solución unívoca <sup>(38)</sup>.

## VIII. EL SISTEMA DE GESTIÓN DIRECTA TRAS LA SEGUNDA MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO DEL 8 *UNIFORM COMERCIAL CODE*

Con respecto a los instrumentos financieros custodiados directamente, el artículo 8 UCC mantiene el planteamiento de la regulación antes vigente. La Parte 2 de la norma, que resulta sustancialmente inmodificada, afronta algunos aspectos relativos a las obligaciones de los emisores. El fin fundamental de tales reglas es aquel de hacer aplicable a los instrumentos de inversión los principios dictados en materia de títulos de crédito negociables (*negotiable*

---

<sup>(36)</sup> Cfr. VAGTS (n. 4), pp. 11 y ss. y 14 y ss.

<sup>(37)</sup> THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 657 y ss.

<sup>(38)</sup> OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH (n. 14), pp. 1441 y ss.

*instruments*, artículo 3 UCC), los cuales impiden a los emisores de estos últimos oponer excepciones a los sucesivos adquirentes, según el modelo de la autonomía del derecho de crédito conocido en *civil law*<sup>(39)</sup>. En sentido análogo, la Parte 3 afronta el problema de la transmisión de los instrumentos financieros custodiados directamente y reenvía a la aplicación de los dictados en materia de títulos de crédito para proteger la adquisición del derecho de las acciones de

---

<sup>(39)</sup> Cfr. ROCKS, (n. 14), pp. 26, especialmente 27, y ss.; más en general, v. la interesante contribución de COFFEE, JR. (n. 10), pp. 641 y ss., el cual ofrece un amplio panorama del debate habitual en los Estados Unidos en orden a las técnicas de política legislativa utilizables por la disciplina del mercado financiero y a los correlativos modelos de *corporate governance*.

En el plano de las diferencias entre el sistema directo y el indirecto, no se debe dejar de observar que si bien el gestor directo de instrumentos financieros soporta el riesgo de la insolvencia del emisor, el mismo posee, sin embargo, el control del ejercicio de los derechos sociales. Por el contrario, el gestor indirecto soporta un triple riesgo: 1) la imposibilidad de ejercitar directamente las pretensiones frente al emisor, allí donde no proceda el gestor directo por su cuenta; 2) la insolvencia del depositario; 3) la pérdida de los instrumentos financieros poseídos por el depositario en los casos en los que éste esté en situación de liberarse de responsabilidad por dicha pérdida. Por lo que respecta a los bonos permanentes globales (relativos a emisiones conjuntamente consideradas), la posibilidad de ejercitar directamente la pretensión, si no es prevista por la ley estatal aplicable, puede ser sustituida por la previsión de una cláusula expresa contenida en el acto constitutivo del *trust* (si hay alguno); o bien, por un acto irrevocable con el cual se reconoce, en caso de invalidez del bono permanente, la posibilidad de ejercitar pretensiones directamente frente al emisor; o, finalmente, por la previsión de una cláusula que autorice la emisión de certificados definitivos a favor del titular del bono permanente, en el caso de incumplimiento contractual. A falta de uno de estos eventos, el titular de la cuenta permanece sujeto a las obligaciones contractualmente asumidas de modo directo frente al depositario, el cual ejercita, en su interés, los derechos frente al emisor, percibiendo los dividendos, los intereses, los reembolsos, ejercitando el voto y demás derechos. Para ser tutelado frente a la insolvencia del depositario, el titular de la cuenta necesita que la ley le reconozca el derecho de ser preferente respecto a los acreedores del depositario mismo. Importancia particular tiene, en tales casos, el principio de separación patrimonial que permite mantener separados los instrumentos financieros en posesión del depositario por cuenta de los clientes particulares del patrimonio del depositario mismo, destinado *ex lege* a la satisfacción de los acreedores.

Desde este punto de vista, se podrían proponer una serie de cuestiones, cuya resolución escapa sin embargo a las finalidades del presente trabajo: por ejemplo, ¿puede el derecho arriba mencionado considerarse un derecho de propiedad, o bien un simple derecho de crédito? Además ¿cuáles son las formalidades necesarias para que el titular de la cuenta pueda conservar la preferencia que eventualmente se le reconoce contra los otros acreedores del depositario? Otra más: ¿qué ley debe ser aplicada para resolver tales cuestiones? ¿cuáles son los efectos derivados de la atribución de un mandato de gestión que comporte la concurrente aplicación de varias leyes estatales? Finalmente ¿si el depositario mantiene relaciones de subcustodia, cuáles serán los efectos derivados de la realización de comportamientos negligentes del uno o del otro respecto a los derechos del titular de la cuenta? Una posible solución depende, en gran parte, del punto de vista que se considere prevalente: aquel del primer nivel de intermediación, o bien aquel de los niveles sucesivos (v. *infra* párr. 6, 7 y 9; cfr., por otro lado, THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 721 y ss.).

reivindicación<sup>(40)</sup>. La Parte 4, en cambio, se ocupa del proceso de inscripción de la transmisión realizada a través del emisor o su *broker*<sup>(41)</sup>.

No obstante los conceptos básicos del sistema de gestión directa hayan sido mantenidos, se detectan cambios significativos en la terminología, organización y expresión de las reglas.

Tales cambios pueden ser resumidos del siguiente modo:

*Simplificación de la Parte 3.* La introducción de una nueva Parte 5 sobre el sistema de gestión indirecta ha hecho superfluas las previsiones normativas anteriores (por ejemplo, aquellas contenidas en la Sección 8-313), que representaban un elaborado intento de adaptación del sistema indirecto a la estructura conceptual del directo. No es incorrecto afirmar, por tanto, que la Parte 3 del vigente artículo 8 resulta bajo muchos aspectos más similar a la primera versión de la norma que a la resultante de la modificación de 1978.

*La protección del adquirente.* La versión anterior del artículo 8 utilizaba el término "*bona fide purchaser*" para referirse a aquellos adquirentes que estaban libres de acciones de reivindicación, y la expresión "*good faith*" para individualizar el presupuesto de tal *status*.

En razón a la claridad que la reforma de 1994 ha intentado llevar al sistema, las reglas que protegen al adquirente contra las acciones de reivindicación no utilizan más la expresión "*good faith*", sino aquella de "*protected purchaser*", para referirse a los adquirentes que, en el sistema de custodia directa, son protegidos contra las acciones de reivindicación (v. las Secciones 8-105 y 8-303).

*Securities representadas mediante certificados y S. "descertificadas".* La versión del artículo 8 de 1978, en la parte concerniente a los instrumentos financieros "descertificados", ha sido considerablemente simplificada. En 1978, en efecto, las previsiones relativas a los instrumentos financieros descertificados fueron introducidas junto a aquellas originarias concernientes a los instrumentos financieros representados por certificados. Por tanto, cada sección estaba compuesta por un conjunto de reglas relativas a "*certificatted securities*" y de otro conjunto de reglas relativas a las "*uncertificatted securities*". La constante yuxtaposición entre unas y otras ha llevado probablemente a los intérpretes a enfatizar las diferencias, hasta casi lograr construir categorías jurídicas distintas.

---

(40) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 733 y ss.

(41) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 741 y ss.

La nueva versión del artículo 8, por el contrario, contiene una definición unitaria de “*security*” en la Sección 8-102(a)(15), que valora más bien los intereses y las obligaciones subyacentes (estas sí que “*inmateriales*” en el sentido propio de los sistemas del *common law*). La diferencia entre “*certificaded*” y “*descertificaded*” no es considerada en relación a la presencia, o no, de un atributo inherente al instrumento financiero, sino al diverso modo de manifestarse la propiedad del título en relación a finalidades eminentemente probatorias. Los términos “*certificaded*” y “*descertificaded security*” son efectivamente utilizados en aquellas Secciones respecto a las cuales es importante distinguir las diversas formas de exteriorización de la titularidad<sup>(42)</sup>.

(42) La cuenta que tiene por objeto instrumentos financieros, rubricada a nombre de un inversor, puede ser fungible o infungible. En el derecho angloamericano, debería decirse fungible la cuenta que contiene unidades recíprocamente intercambiables a los fines del cumplimiento de las obligaciones de entrega, o bien de transmisión. Si la propiedad es fungible, ello no depende de las características físicas del objeto, sino de la naturaleza de la obligación que va a ser cumplida. Si, por tanto, el depositario no está obligado a la restitución de los instrumentos financieros *in specie*, sino exclusivamente a su *tantundem*, entonces el bien será fungible. Si el depositario debe restituir el mismo bien (instrumento financiero) recibido en depósito, entonces éste se considerará infungible. En concreto, pues, los instrumentos financieros son fungibles si constituyen parte de la misma emisión o bien de emisión diversa pero realizada sobre la base de idénticas condiciones. La distinción entre pretensiones fungibles e infungibles, pues, no es la misma que puede realizarse entre derechos del *contrato* y derechos de *propiedad*, visto que el concepto mismo de fungibilidad es a tales fines variable. En términos de simple “intercambiabilidad”, el depósito de instrumentos financieros en una cuenta fungible no es conceptualmente diferente del depósito de dinero realizado en un banco. En ambos casos, el depositario es libre de utilizar el específico bien depositado (instrumentos financieros, bonos o dinero) como si fuese propio; su obligación consiste exclusivamente en la restitución de un bien de tipo o montante equivalente. Pero, mientras que el depositante del dinero es titular de una pretensión puramente contractual —no existiendo ninguna obligación para el banco de segregar los fondos depositados por los clientes, sea individualmente o colectivamente—, el depositario de instrumentos financieros en una cuenta fungible podrá ser obligado, por acuerdo o por la ley, a gestionar un paquete de instrumentos financieros de un cierto tipo en interés de una colectividad de inversores, sea a través del sistema del *trust* (como sucede en el derecho anglo-americano) o de otro régimen fundado en la copropiedad de los derechos referidos a los inversores [como sucede, por ejemplo, en Bélgica o Luxemburgo, respecto a los cuales se reenvía a CATANIA [La legge 7 aprile 1995 sui titoli dematerializzati emessi da società per azioni di diritto belga, en VISENTINI y STAGNO D’ALCONTRES (n. 2), pp. 61 y ss.]. La distinción se revela de importancia considerable allí donde, en caso de insolvencia del depositario, quien ha depositado el dinero podrá ostentar exclusivamente un (débil) crédito (no obstante en algunos ordenamientos éste esté dotado de preferencia); mientras, que quien ha depositado instrumentos financieros ostentaría derechos de copropiedad y los instrumentos financieros no formarían parte de un patrimonio de distribución variable entre sus acreedores.

Los instrumentos financieros *tangibles* pueden ser fungibles e infungibles. La posición de los *intangibles* es más fácil de comprender. Cuando estos estén privados de numeración, podrán claramente considerarse infungibles, no existiendo por otro lado la necesidad de distinguir entre

La nueva versión del artículo 8, además, cancela la previsión de 1978 respecto a las “*transaction statements*” y a los “*registred pledges*”, de los cuales se tratará brevemente más adelante.

*El fin de las Partes 2, 3 y 4.* Las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 se refieren únicamente a los derechos de los sujetos que gestionan directamente los instrumentos financieros. En el ámbito del actual sistema de gestión y custodia, solamente las llamadas “*clearing corporation*” pueden desempeñar tal función. Por tanto, mientras las reglas de las Partes 2, 3 y 4 serían aplicadas a las relaciones entre el emisor y la sociedad de gestión, no encuentran aplicación en las relaciones subyacentes a este nivel de intermediación.

Como consecuencia de la reforma del artículo 8, un sujeto que posee instrumentos financieros a través de un *broker* resulta titular de un derecho disciplinado por las reglas contenidas en la Parte 5, aun no resultando el depositario directo de los títulos. Por tanto las reglas de la nueva Sección 8-303 sobre los derechos del “*protected purchaser*” (análogas a las reglas del “*bona fide purchaser*” a las que se refería la precedente versión del artículo 8), no se aplican a las personas que detentan instrumentos financieros a través de *brokers* o intermediarios. En cambio, la Parte 5 contiene reglas especiales dirigidas a proteger de las acciones de reivindicación a los inversores que operan en el sistema de custodia indirecta (v. la nueva Sección 8-502).

## IX. EL SISTEMA DE GESTIÓN INDIRECTA

A pesar de que la reforma del artículo 8 ha traído consigo una complicación de las normas relativas a la custodia indirecta, el mecanismo fundamental utilizado por el legislador es más bien simple y puede ser resumido del siguiente

---

uno y otro. Lo mismo sucede en el caso en el cual, no obstante la numeración exista, los instrumentos hayan sido hechos fungibles por contrato (por ejemplo, porque el acuerdo prevea solamente un derecho de crédito a un montante determinado), o bien por estatuto (del *trust*). La situación que se refiere a los instrumentos financieros *intangibles*, que no han resultado fungibles por contrato o estatuto, no está muy clara. Siendo *intangibles*, en efecto, no pueden sujetarse a una segregación física, así que en línea de principio cada unidad es considerada igual a otra; quien consintiera en transferir, por tanto, instrumentos con una numeración diversa de aquella a la cual pertenezcan los instrumentos efectivamente poseídos se entenderá que ha transferido únicamente estos últimos. Pero, no obstante los instrumentos *intangibles* no puedan ser físicamente identificados, su numeración facilita normalmente la reivindicación. Por ejemplo, si un depositario C detenta acciones numeradas del 1 al 50 por cuenta de A y acciones numeradas del 1 al 100 por cuenta de B, la eventual transmisión no autorizada de acciones del 51 al 100 se deberá entender efectuada por cuenta de B, antes que por cuenta de A. En otras palabras, si bien no se puede hablar de identificación física, tales instrumentos financieros pueden ser localizados, al menos, en caso de transmisión GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, en *Butterworths J. of Int. Bank. and Fin. L.*, 1996, p. 170; cfr. THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 733 y ss.).

te modo: sustancialmente se abandona el intento de describir todas las posibles relaciones configurables en el ámbito del sistema de custodia indirecta, y se utilizan exclusivamente los mecanismos ligados a la custodia directa.

Esto es realizado por las nuevas normas introducidas por el artículo 8 (Parte 5), que son específicamente diseñadas para el sistema de gestión indirecta y se fundamentan sustancialmente en la atribución de un “nombre” al paquete de derechos correspondientes al sujeto que posee instrumentos financieros a través de un intermediario.

El dato innovador de la reforma del artículo 8 está representado por el concepto de “*securities entitlement*”, dirigido a definir la posición jurídica de quien resulta titular de derechos, o intereses de naturaleza real (“*property interests*”), en orden a las actividades financieras especificadas en la Parte 5 [v. Sección 8-102 (a)(17)]. Para la doctrina norteamericana<sup>(43)</sup> la expresión “*securities entitlement*” constituye una definición “abierta”, susceptible de ser especificada en relación a las particulares situaciones subjetivas (“*rights and property interest*”) comprendidas en la noción general y relacionadas, precisamente, en la Parte 5<sup>(44)</sup>.

La Parte 5, en la Sección 8-501, comienza precisando que un sujeto adquiere un “*securities entitlement*” en el momento en el que el intermediario acredita una (genérica) disponibilidad financiera a la cuenta del cliente.

La Sección 8-503 establece el principio de separación patrimonial con respecto al intermediario financiero, previendo que los acreedores de este último no pueden satisfacerse sobre los bienes y los instrumentos financieros provenientes de la actividad desarrollada por cuenta de los clientes. La norma excluye además que sobre las “carteras” custodiadas por cuenta de los clientes se instaure una situación jurídica de naturaleza “real” a favor del intermediario. El “*securities entitlement*” se configuraría, por tanto, como una situación compleja (una suerte de “derecho financiero”) no reducible a la mera pretensión ejercitable frente al intermediario para reivindicar los títulos por éste custodiados.

Esto no obstante, la posición conjuntamente referible al titular de este “derecho financiero” comprende también una serie de singulares pretensiones ejercitables *ad personam* frente al intermediario, cuya relación está contenida en las Secciones 8-505 a 8-509.

---

(43) Para posteriores referencias, MOONEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), 1901 ss.; ROCKS (n. 14), p. 26.

(44) MONNEY, ROCKS, SCHWARTZ (n. 14), pp. 1893 y ss.; THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), pp. 749 y ss.

La Sección 8-504 prevé la obligación para el intermediario de mantener una disponibilidad en “actividades financieras” suficiente para satisfacer las eventuales demandas de reivindicación realizadas por los poseedores de los títulos.

En el comentario del *American Law Institute* <sup>(45)</sup>, las nuevas reglas pueden visionarse recurriendo al siguiente ejemplo: Juan y María son cada uno titulares de 1000 acciones de la sociedad cotizada Acme. Inc. Juan posee un certificado representativo de 1000 acciones y está inscrito, como titular de la correspondiente anotación en cuenta, en los registros llevados por el *transfer agent* de la Acme. En consecuencia él posee acción directa (de reivindicación) contra el emisor, recibe de él directamente los dividendos, y recibe directamente del emisor las solicitudes *proxy* en orden a la relativas propuestas de voto.

María, en cambio, posee los títulos a través de un intermediario. No posee, por tanto, certificados representativos de la propia inversión y no resulta inscrita en los *stocks books* de la Acme como titular de una correspondiente anotación en cuenta. María accede a los beneficios económicos y a los derechos corporativos derivados de la posesión de acciones bien a través de su *broker* o de cualquier otro intermediario interpuesto en la cadena que la vincula al emisor.

Mientras en el caso de Juan el interés del que éste es titular apunta directamente sobre el instrumento financiero representado por la *chartula*, en el caso de María el interés se concreta en un posición contable representada por una inversión financiera. En el primer caso, se hablará de “*securities*” en sentido estricto, en el segundo se hablará de “*securities entitlement*”; análogamente, también los vínculos que se constituirán sobre los dos tipos de *securities* serán considerados, a su vez, *securities* o *securities entitlement*.

Para el sistema norteamericano, de cualquier modo, en muchos casos no es necesario distinguir las modalidades concretas a través de las cuales el inversor posee los instrumentos financieros. Por ejemplo, en términos de mera contabilidad financiera, tanto Juan como María pueden ser considerados titulares (*owners*) de *securities*; es en efecto irrelevante que Juan sea inscrito como propietario de títulos poseídos directamente mediante certificado y, en cambio, María resulte propietaria a través de un intermediario. El nuevo artículo 8 reconoce expresamente, por otra parte, que la posesión de certificado produce efectos idénticos a aquellos derivados de la titularidad de una mera posición contable, no tratándose más que de modalidades diversas de adquisición de un interés en las actividades financieras subyacentes (v. Sección 8-104).

---

(45) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27), p. 600.

X. LA CONSTITUCIÓN DE GARANTÍAS SOBRE  
LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS (*SECURITY INTERESTS*  
*IN INVESTMENT SECURITIES*)

La modificación del artículo 8 ha traído consigo cambios significativos también en el régimen de los vínculos. El esquema acogido por la reforma se reconduce a aquel vigente antes de la revisión de 1978, donde la disciplina de los *security interests in investment securities* se contenía en el artículo 9, antes que en el 8. También el artículo 9, por tanto, ha sufrido una modificación parcial, dirigida principalmente a la adecuación de la norma al nuevo concepto de *security entitlement*; se considera, sin embargo, que las modificaciones introducidas vayan más allá de la necesidad de regular la creación y el perfeccionamiento de los vínculos, tanto en el caso de *direct* como en el caso de *indirect holding*<sup>(46)</sup>.

El principio general acogido por la norma (v. Sección 9-115) es aquel tradicional según el cual el vínculo sobre el instrumento financiero representado por un certificado puede ser constituido a través de una garantía real. Las nuevas reglas, en cualquier caso, no requieren que todos los vínculos se realicen mediante procedimientos basados en el derecho común de las garantías. Más bien se consiente, sobre la base de la Sección 9-203, que la constitución de las garantías suceda mediante un acuerdo entre el deudor y la parte garantizada. A los fines de la creación del vínculo, por lo tanto, no es necesario que exista acto alguno de transmisión, de entrega o bien otra actividad con relieve “real”.

Las modalidades de perfeccionamiento de las garantías son disciplinadas por la nueva Sección 9-115 (4). La regla base se fundamenta sobre el concepto de “control”, a su vez definido en la Sección 8-106 como el derecho del sujeto garantizado de obtener la liquidación de la garantía sin la ulterior cooperación del deudor. Por tanto, en orden a los *certificating securities*, el “control” asume un significado muy cercano a la noción de *possession*, estando ligado a la transmisión física del certificado al sujeto garantizado, efectuada mediante endoso<sup>(47)</sup>.

---

(46) OLSON, ROCKS, SCHWARTZ, SMITH (n. 14), 1447 ss., especialmente p. 1450; OLSON (n. 14), pp. 1545 y ss.; ROCKS (n. 14), p. 27.

(47) En muchos aspectos la disciplina del artículo 9 UCC roza y a veces se mezcla con aquella del artículo 8. Para una panorámica de las cuestiones más relevantes sobre este punto, v. sobre todo, los escritos de WEISE: “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions”, en *Bus. Law.* (51) 1996, pp. 1459 y ss.; “U.C.C. Article 9: Recent Developments”, *ibid.*, (52) 1997, pp. 1591 y ss.; “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions”, *ibid.*, (54) 1998, pp. 307 y ss., e *ibid.*, (55) 2000, pp. 2039 y ss.

Por lo que respecta a los *uncertificated securities*, el “control” puede ser obtenido de dos modos: 1) mediante la atribución de la posición contable, conseguida con el establecimiento de una cuenta a nombre del *lender* (el cual, de este modo, se convertiría en titular de *securities*); 2) o bien, mediante acuerdo con el intermediario para operar a indicación del sujeto garantizado, manteniendo la atribución de la posición contable a nombre del deudor. En cada uno de estos casos, el deudor mantiene el derecho de cambiar y ejercitar los derechos ordinarios correspondientes al titular de la posición financiera <sup>(48)</sup>.

A excepción del caso en el que el deudor mismo sea un intermediario, es también posible que sea utilizado el llamado *Filing System* al que se refiere el artículo 9, esto es, el tradicional sistema de registro de las garantías mobiliarias. En cualquier caso, el *Filing System* no asegura al sujeto garantizado la misma protección que le viene dada por las formas descritas de constitución del vínculo, visto el grado preferencial que se adquiere por el *lender* que logra el “control” sobre el sujeto que de él carece.

## XI. FINALIDAD Y APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*: NOCIONES FUNDAMENTALES

Con el objeto de comprender la finalidad y encuadrar el ámbito de aplicación del artículo 8 (y para algunos aspectos concretos, del artículo 9 UCC), es necesario verificar algunas nociones con respecto a los cambios introducidos por las modificaciones del año 1994 <sup>(49)</sup>.

*Security*. Como se decía, la noción viene proporcionada por la Sección 8-102 (a)(15) con un significado esencialmente análogo a aquel que deriva de la precedente versión del artículo 8. La diferencia consiste en el hecho de que la definición no logra comprender todas las “actividades financieras” (*financial assets*) abstractamente tomadas en consideración por la norma. En efecto, si las reglas sobre sistema de gestión indirecta contenidas en las Partes 2, 3 y 4 se aplican sólo a las *securities*, la Parte 5 del sistema indirecto se extiende a ulteriores y no mejor especificados instrumentos de inversión, considerados incluidos en la categoría “abierta” de los *financial assets*.

*Financial assets*. Son definidos por la Sección 8-103 (a)(9) como todas aquellas formas de propiedad (en una acepción típicamente de *common law*) a

---

(48) WEISE, “U.C.C. Article 9: Personal Property Secured Transactions” (n. 47), (55) 2000, pp. 2047 y ss.

(49) Para muchas de las voces que siguen, vale el tradicional listado de LOSS y SELIGMAN (n. 1), pp. 923 y ss., a los que se reenvía además para todas las otras formas de inversión que entran en la categoría de las *securities*, y que en el texto no han sido tomadas expresamente en consideración.

las que es aplicable la Parte 5 del sistema de gestión indirecta. Se entienden incluidas en la definición, por tanto, no sólo las *securities* en sentido estricto (instrumentos financieros representativos de participaciones en acciones y obligaciones negociables en mercados regulados), sino también otras participaciones en operaciones financieras (*interests*), obligaciones que no entran en la categoría de las *securities (obligations)* y “derechos reales” (*properties*, los cuales no excluyen, en el sistema de *common law*, a las mismas *equities*).

*Security entitlement.* Es definido por la Sección 8-103(a)(17) y se utiliza para describir el derecho real (que obviamente no se entiende en el sentido de *dominium*, sino como cuota, participación en un bien o derecho, o incluso el bien o derecho mismo) de quien posee una *security* u otra actividad financiera a través de un intermediario (*securities intermediary*).

*Securities intermediary.* Es el término utilizado por la Sección 8-103(a)(14) para aquellos que gestionan instrumentos financieros por cuenta de terceros en el ámbito del sistema indirecto. En la definición se comprenden, además de las empresas de intermediación e inversión, las sociedades que se dedican a la compensación y liquidación de las obligaciones asumidas en el mercado (*clearing corporations*), los bancos que desarrollan actividades de depósito centralizado y los mismos *brokers*.

*Entitlement holder.* Es el término utilizado por la Sección 8-103(a)(7) para aquellos que poseen *securities* por medio de intermediarios.

*Securities account.* El término describe, en la Sección 8-501(a), la convención (cuenta) que se da entre el *security intermediary* y el *security holder* y contiene los concretos *security entitlement* (entendidos como anotaciones contables inherentes a las *securities*). La importancia del *securities account* se evidencia particularmente en la operatividad del sistema de custodia indirecto.

*Investment property.* La definición se contiene en la Sección 9-115(1)(f) y es funcional a la aplicación de la ley de las *secured transactions* (a las que se refiere el artículo 9 UCC) también al *securities account*; este último, en efecto, si no fuese calificado *investment property* por el artículo 9, no podría ser sujeto. Esto simplifica la constitución de garantías sobre los instrumentos financieros, pudiendo las mismas referirse indiferentemente al completo *security account* o al singular *security entitlement*. Otra diferencia entre el ámbito de aplicación del artículo 8 y aquel del artículo 9 está en el hecho de que los *commodity futures contracts* (contratos de derivados *futuros* sobre mercancías) no son considerados *securities* a los fines del artículo 8, pero vienen considerados *investment property* por el artículo 9; con la consecuencia de que las nuevas reglas del artículo 9 (en realidad, emanadas a los fines de la homogeneización con el modificado artículo 8) se aplicarán a las garantías constituidas sobre tales contratos derivados con la misma funcionalidad que aquellas constituidas sobre instrumentos financieros.

## XII. LOS LÍMITES DEL ARTÍCULO 8 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*

El artículo 8 UCC contiene la ley general de la circulación de los derechos inherentes a las actividades financieras (*transactions in securities*). Sin embargo, como se ha dicho, a pesar de que la norma también se ocupa de disciplinar algunas de las relaciones que se dan entre los poseedores de instrumentos financieros y los emisores, gran parte de tales relaciones encuentran su reglamentación en concretas leyes especiales emanadas en materia de *corporations, securities o contracts*.

Aunque el artículo 8 discipline los perfiles generales relativos a la transmisión de los instrumentos financieros, muchos otros aspectos relativos a la adquisición y a la venta de los mismos permanecen confiados a la regulación especial (téngase en cuenta además que la versión precedente del artículo 8 contenía muchas de las reglas previstas por las leyes especiales, ausentes en la versión modificada).

Por lo que respecta a la nueva Parte 5, se puede afirmar que la regulación del sistema de gestión indirecta y de las relaciones entre los intermediarios y sus clientes no basta para agotar la disciplina. Muchas, en efecto, son las normas contenidas en la *common law contract and agency* y en las otras fuentes reguladoras.

La complejidad de este sistema, común a muchos otros ordenamientos, es quizás inevitable. En particular en los Estados Unidos, cuando un inversor da una orden de adquisición o venta, el intermediario a su vez se inserta en un haz de múltiples relaciones (algunas recíprocas, otras que se solapan entre ellas), que resultan reguladas a menudo de un modo diferente según el Estado en el cual son realizadas, o bien por otras condiciones particulares.

Por ejemplo, las cláusulas hoy establecidas por muchas *corporate securities* prevén que, tras la conclusión de un contrato de bolsa, el intercambio entre precio y certificado (o posición contable) suceda en los cinco días laborales posteriores. La SEC, sin embargo, ha dictado recientemente una disposición con el cual impone el plazo más breve de tres días. Utilizando el lenguaje corriente entre los operadores, el término para la ejecución de los contratos ha variado de "T+5" a "T+3", donde la "T" se traduce por "*trade*", mientras el "+3" identifica el momento del "*execute a trade*". La diferencia es de un cierto relieve sólo si se considera que el momento en el que el intermediario entra en contacto con su correspondiente en la bolsa no se identifica con el momento del *settlement*, o sea con el momento en el que el contrato se ejecuta con el pago del pago y la modificación de la posición contable en la cuenta correspondiente.

Desde el punto de vista de la operación económica, la fijación del precio tiene lugar en el *trade date*, que conlleva una transmisión del riesgo de varia-

ción del precio sobre la parte que es obligada a pagar. Por el contrario, desde el punto de vista jurídico, el momento que se toma en consideración a los fines de establecer cuándo se transmite la propiedad es aquel del *settlement*, esto es, aquel en el que se ejecutan las prestaciones recíprocas<sup>(50)</sup>.

La distinción entre *trade* y *settlement* asume también una cierta relevancia a los fines de comprender mejor las finalidades y los límites del artículo 8 UCC. Esta norma se ocupa, en efecto, de la fase del *settlement*, regulando los mecanismos mediante los cuales son transmitidos los derechos negociables en el mercado bursátil, además de los derechos y las obligaciones de aquellos que intervienen en el proceso de negociación. La norma no se ocupa, en suma, de la fase relativa al intercambio y a su preparación, pero no se ocupa tampoco de otros importantes aspectos relativos al *settlement*.

Piénsese, por ejemplo, en el hecho de que los intercambios organizados en el sistema “NSCC-DTC” no son tomados en consideración por el artículo 8 UCC singularmente, sino solo como “conjunto”. El *settlement* de cada uno de los intercambios efectuados en el mercado, por tanto, se obtendrá de los acuerdos estipulados con la concreta *clearing corporation*.

Es evidente que la distinción entre *trade* y *settlement* también influye sobre la exacta aplicación de las reglas del sistema de custodia indirecta. La nueva versión del artículo 8 establece que el interés de quien posee instrumentos financieros a través de intermediario sea calificado como “*securities entitlement*”, es decir, como el conjunto de los derechos y los intereses de naturaleza real de los que trata la sucesiva Parte 5 [v. Sección 8-102 (a)(17)].

Decir que el “*securities entitlement*” representa un “*package of rights*” que se hace valer frente al intermediario no supone decir, sin embargo, que *todos* los derechos de los concretos clientes que se pueden hacer valer frente a los intermediarios están contenidos en aquel *package*. Precisamente los derechos que derivan de la conclusión de los contratos estipulados por los singulares clientes con los intermediarios, en efecto, permanecen fuera del ámbito de aplicación de la norma para caer dentro de la reglamentación especial. Se puede

---

(50) VAGTS (4), pp. 14 y ss.; para algunas distinciones relativas a las posiciones del *broker* y del *dealer*, SCHLÜTER, *Die Rechtsstellung des Freien Börsenmaklers an den deutschen Börsen*, en BUNDSCGUH, HADDING y SCHNEIDER coords., *Beiträge zum Börsenrecht*, Frankfurt a.M., 1987, pp. 81 y ss., especialmente. 83 a 86; SCHWARK (n. 2), pp. 91 a 99.

El problema del perfeccionamiento del supuesto traslativo es uno de los más discutidos también en Italia. Por cuanto concierne al procedimiento de circulación de las acciones desmaterializadas, suele dividirse en tres fases: preparatoria, constitutiva en integradora de la eficacia [así, CARDARELLI (n. 23), pp. 99 y ss., al que se reenvía también para ulteriores referencias; v. también STAGNO D’ALCONTRES (n. 23), pp. 385 y ss., especialmente 401 y ss.].

afirmar, en definitiva, que la disciplina de los derechos negociables en los mercados regulados contenida en el artículo 8 se refiere a todo aquello que concierne a las relaciones entre clientes, intermediarios y emisores y no se refiere a las concretas operaciones de inversión y/o desinversión <sup>(51)</sup>.

Por tanto, el objetivo principal de la reforma del artículo 8 ha sido el de fijar un régimen para la negociación (directa o indirecta) de los instrumentos financieros, sin interferir en las concretas relaciones que se dan entre inversores, clientes y (eventualmente) emisores. Surgen así las conocidas como *core rules*, que han de ser respetadas en la configuración de un *securities entitlement*, así como en la determinación del haz de derechos y obligaciones que se refieren a los sujetos implicados.

Las Secciones 8-504 a 8-508, como se señalaba, se ocupan de aspectos fundamentales, como el deber del intermediario de mantener una cantidad mínima de la inversión en instrumentos financieros con el fin de satisfacer eventuales requerimientos de los clientes; el deber del intermediario de sustituir al cliente en la aplicación de las leyes especiales y de las normas reglamentarias relativas al *securities entitlement*; y aquel de acomodarse a las órdenes dictadas para la negociación de los títulos custodiados por cuenta del cliente. Se afirma, sin embargo, que la función prevalentemente definitoria y de disciplina de la circulación de los derechos negociables acogida por el artículo 8 no alcanza a disciplinar los comportamientos y las relativas sanciones al imponer a los sujetos implicados en las operaciones que tienen por objeto los *securities entitlements*. Las leyes especiales (a menudo diversas en relación a las actividades industriales en las que resultan invertidos los instrumentos financieros), además de las normas reglamentarias de los concretos mercados bursátiles, representan fuentes primarias que han de ser utilizadas para la represión de los comportamientos fraudulentos o bien para la disciplina de los requisitos de acceso a los mercados. Finalmente, no se puede considerar al artículo 8 como una norma de *default* respecto a las eventuales lagunas normativas que se encuentran en esta materia <sup>(52)</sup>.

Por lo que respecta a la conducta de los sujetos operantes en el mercado financiero y a sus requisitos, el artículo 8 asume una connotación neutra, casi parangonable a la posición que los *Real Estate Recording Acts* revisten respecto

---

(51) THE AMERICAN LAW INSTITUTE y NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS ON UNIFORM STATE LAWS (n. 27). pp. 664 y ss.

(52) VAGTS (n. 4), pp. 6 y ss.; pero sobre todo, BLOOMENTHAL, *Securities and Federal Corporate Law*, vol. 3, Nueva York, 1990, cap. 1, "Introduction and Perspective", §§ 1.01, 1.02, 1.03, pp. 1-4 y ss., 1-54 y ss., y cap. 15, "International Capital Markets and Securities Regulations", §§ 15.01, 15.05[1].

al mercado de los bienes inmuebles (de los que son reguladas las modalidades de transmisión y definidos los derechos y las obligaciones relativas, sin ocuparse de la conducta de los mediadores y de las partes).

XIII. TIPOLOGÍA DE LAS INVERSIONES EN ACTIVIDADES FINANCIERAS Y RELACIONES NEGOCIALES QUE TIENEN POR OBJETO ACTIVIDADES DE INVERSIÓN SUJETAS A LA APLICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 8 Y 9 DEL *UNIFORM COMMERCIAL CODE*

Puede resultar útil, llegados a este punto, examinar las singulares “actividades financieras” y las actividades negociales conexas a las cuales resulta aplicable el artículo 8 y, para la parte arriba descrita, el artículo 9 UCC.

a) *Acciones y obligaciones negociables en los mercados financieros* (publicly traded stocks and bonds).

La noción de “*security*” acogida en la nueva Sección 8-102(a)(15) es sustancialmente idéntica a aquella contenida en la precedente versión de la norma: por *security* se entiende cualquier acción u obligación negociada públicamente. Las Partes 2, 3 y 4 se ocupan de disciplinar los intereses de aquellos que gestionan *securities* en vía directa, mientras la Parte 5 se ocupa del sistema indirecto.

Aquello que aparece particularmente relevante —a los fines de la distinción de la situación estadounidense respecto a la del derecho italiano— es la irrelevancia de las modalidades a través de las cuales el sistema de custodia opera respecto a las cualidades esenciales de la *security*. La distinción entre gestión directa e indirecta —e, igualmente, la necesidad de una circulación “certificada” o “descertificada”— no es relevante sobre el plano de los atributos intrínsecos de la *security*, sino exclusivamente una modalidad técnico-operativa de gestión y custodia de los títulos<sup>(53)</sup>. Por tanto, la aplicación de las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4, o bien en la Parte 5, dependerá exclusivamente del sistema sujeto a análisis.

---

(53) Para el planteamiento del problema y las ulteriores referencias doctrinales, CIAN (n. 23), pp. 60 y ss., 82 y ss., 428 y ss. No obstante las sugerencias que inicialmente han acompañado al abandono de la entidad documental en los procesos de emisión y circulación de los instrumentos financieros, en Italia se da ahora entrada a la idea de que el fenómeno comúnmente definido como desmaterialización consiste, en realidad, en un fenómeno de transformación de la materialidad misma. Esto comporta, en efecto, el paso de la documentación en la *chartula* a la documentación en cuenta, dando lugar así a una simple *decartolarizzazione* de la posición antes documentada en el título [CIAN (n. 23) pp. 429 y ss.]. Lo que, al menos bajo perfil clasificatorio, presenta destacadas analogías con el sistema de *descertificación* del derecho estadounidense, y desde el punto de vista dogmático, constituye un indudable aligeramiento del pensamiento continental en materia de títulos de crédito.

Considérese, por ejemplo, el caso en el cual un depositario como el “DTC” detente una determinada participación accionarial. La *clearing corporation* viene registrada como titular (*owner* en sentido amplio) de las acciones por cuenta de todos aquellos que allí participan. Por tanto, las nuevas reglas de las Partes 2, 3 y 4 se aplicarán a relaciones que tienen lugar entre el emisor y la misma *clearing corporation*; si, como todavía sucede hoy, las acciones están representada por certificados, entonces la *clearing corporation* estará en posesión también de los certificados o del único certificado representativo de la globalidad de la cartera. Así descrita, la relación entre la sociedad depositaria y el emisor no es diferente de cualquier otra relación entre el emisor mismo y cualquier otro accionista.

La relación entre la sociedad depositaria y los clientes participantes está disciplinada en las normas sobre el sistema de custodia indirecta de la Parte 5; a este nivel de intermediación, en efecto, la *clearing corporation* actúa como *securities intermediary* y los clientes participantes se identifican con los *entitlement holder*.

Si sucede que uno de los participantes es un intermediario —como en el caso en el que un *broker* o una entidad de crédito desenvuelven una actividad de custodia por cuenta de los propios clientes— la Parte 5 se aplicará a las relaciones entre el singular participante y los propios clientes; a este nivel de intermediación, tanto el *broker* como la entidad de crédito actúan como *securities intermediary* y el cliente se identifica con el *entitlement holder*.

Considérese que tanto el *broker* como el banco pueden actuar tanto de *entitlement holder* como de *securities intermediary*; sin embargo, esto sucede como consecuencia de la adquisición de posiciones jurídicas distintas: en efecto, a los fines de la aplicación del artículo 8, la posición del cliente frente al *broker* o al banco como depositario es sostenida por un título justificativo diverso (*item of property*) de aquel en el cual se fundamenta la posición de los mismos *broker* o banco depositario frente a la *clearing corporation*.

Para los inversores que custodian directamente los propios instrumentos financieros, ninguna relevancia alcanza que estos se valgan del sistema indirecto. Muchos inversores eligen todavía el sistema directo, resultando así registrados en los libros del emisor y obteniendo la atribución del certificado representativo de la propia inversión. Para tal tipología de inversores, las normas del sistema indirecto son irrelevantes, considerándose aplicable el artículo 8 sustancialmente con las mismas modalidades y reglas vigentes antes de la reforma de 1994.

La opción entre un sistema y otro depende en gran medida de las características de los instrumentos financieros ofertados. Por ejemplo, la custodia directa es raramente disponible por los *bonds* de la deuda pública (sea estatal o local), tratándose normalmente de títulos al portador. Sin embargo, hoy las

nuevas emisiones de *bonds* deben revestir la forma de “*book-entry only*”; se trata de una suerte de posición vinculada a los instrumentos de nueva emisión efectuada a favor de una *clearing corporation* que, respecto a los inversores, no puede dar lugar a una gestión indirecta.

b) *Bonos del tesoro* (treasury securities).

Los “*U.S. government securities*” entran en la definición del artículo 8 y están regulados al igual que cualquier otro título de deuda pública.

Las nuevas emisiones de bonos del tesoro no prevén más la forma “certificada” pudiendo procederse a su custodia a través de *book-entry systems* regulados por el Ministerio de Tesoro y por la *Federal Reserve*. El primero prevé la categoría “*Treasury Direct*”, con la cual se permite a cualquier inversor registrar la propia posición en los libros de la *Federal Reserve Bank* sustancialmente como modalidades que vuelven al sistema (*uncertificaded direct holding system*) disciplinado por el artículo 8 en la versión de 1978. La regulación del “*Treasury Direct*” está contenida en los reglamentos del correspondiente *Department*, los cuales, de cualquier modo, no contemplan la posibilidad de efectuar intercambios que tengan por objeto tales títulos.

El grueso de los títulos del Tesoro, sin embargo, no es custodiado mediante el *Treasury Direct*, sino a través de otro sistema indirecto (llamado multinivel). La *Federal Reserve* opera como agente fiscal para el Tesoro, gestionando las posiciones contables referidas a las entidades de crédito adheridas al *Federal Reserve System*; estos bancos, a su vez, operan sobre cuentas a su propio nombre o al de sus clientes, incluidos los *government securities dealers*, los inversores institucionales, o bien los bancos más pequeños que operan como gestores por cuenta de sus clientes.

El sistema de custodia indirecta utilizado por los títulos del Tesoro ha sido introducido por las leyes federales promulgadas en los años 70. Sucesivamente, en los años 80, el Tesoro preparó un borrador de las conocidas como “*Trades Regulation*” que debería haber refundido las numerosas leyes federales en la materia, pero que fue retirado cuando se inició el proceso de revisión del artículo 8 UCC<sup>(54)</sup>.

c) *Relaciones entre cliente y broker* (broker-customer relationships).

La aplicación del artículo 8, Parte 5, a las relaciones entre cliente y *broker* depende esencialmente de la naturaleza de los servicios que este último presta.

---

(54) Cfr. KATZMAN, “Security Interests in Federal Agency Book-Entry Securities: Doing It with Mirrors”, en *Bus. Law.* (42) 1986, p. 157; GOODE (n. 42), pp. 167 y ss., especialmente pp. 171 y ss.

Algunos inversores utilizan el *broker* exclusivamente para efectuar órdenes de compra y venta de instrumentos financieros. En tal caso, el cliente obtiene la entrega de los certificados representativos de los derechos negociables y los custodia en nombre propio, devolviéndoselos al *broker* en el momento en el cual desea efectuar la transmisión. La Parte 5 del artículo 8 no lo tiene en consideración, prestando atención exclusivamente al caso de gestión de los instrumentos financieros realizada mediante intermediario. Puede suceder que la relación que liga al cliente con el *broker* se configure como un *agency arrangement* —en la cual el *broker* adquiere o vende por cuenta del cliente a los fines de ocultar su identidad—, o bien tratarse de una relación en la cual el *broker* adquiere o vende directamente al cliente después de haber ejecutado como propias las órdenes. En ambos casos, si el cliente obtiene directamente la gestión de los títulos, entonces sus “intereses” serán regulados por las Partes 2, 3 y 4, del artículo 8. Si después subsisten los requisitos para la aplicación de la Sección 8-303(a), entonces el cliente que adquiere los títulos podrá ser definido “*protected purchaser*” y estará exento de las acciones de reivindicación en el sentido de la Sección 8-303(b).

Muchos inversores utilizan el *broker* no sólo a los fines de adquirir o vender títulos, sino también para custodiarlos y gestionarlos. En tal caso, será aplicable la Parte 5 del artículo 8, tratándose del sistema indirecto. Si la adquisición de los títulos se realiza a través del *broker*, pero su gestión tiene lugar mediante la creación de una cuenta a nombre del cliente en el propio *broker*, entonces el cliente no adquirirá la cualidad de “*protected purchaser*”, sino aquella de “*entitlement holder*”, titular de un “*securities entitlement*”; en caso contrario, el *broker* resultará calificable como un “*securities intermediary*”.

En este caso, desde un punto de vista técnico, no se puede decir que el cliente esté exento de acciones de reivindicación provenientes de otros sujetos, siendo su “interés” compartido con otros clientes que utilizan el mismo *broker*; antes bien, la Sección 8-502 protege al inversor en el sentido de que, una vez adquirido el paquete de derechos referibles a su *securities entitlement*, ningún otro sujeto podrá impugnar la adquisición o bien el contenido de su posición.

d) *Depósitos bancarios; cuentas que tienen por objeto otras actividades financieras* (bank deposit accounts: brokerage asset management accounts).

Una cuenta de depósito ordinaria abierta en una entidad de crédito no entra en la definición de “*security*” de la Sección 8-102(a)(15), en consecuencia no serán aplicables las reglas previstas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8. La función de los “*securities accounts*”, además de su contenido, es por otro lado totalmente diversa de aquella sometida a las cuentas de depósito ordinarias. Y las mismas obligaciones que incumben al banco depositario son totalmente diversas de aquellas que el banco tiene que observar en el caso en el cual opere como “*securities intermediary*”.

Por lo que respecta a las cuentas que tienen por objeto otras actividades financieras, se refiere a las cuentas que tienen por objeto *securities*, llevadas por *brokers* con los cuales los clientes estipulan acuerdos paralelos para hacer confluir allí la liquidez conseguida (generalmente) de las cuotas de fondos comunes. Es, además, frecuente que, gracias a expresas negociaciones tales cuentas estén vinculadas a ordinarias cuentas bancarias con posibilidad para los relativos titulares de cubrir los cheques emitidos con cargo a tales cuentas mediante la disponibilidad existente sobre aquéllas. Pues bien, el artículo 8 se aplica exclusivamente a los *securities account*, mientras que la cuenta ligada permanece sujeta a las leyes generales de referencia, que en el caso particular puede ser el artículo 4 o el 4 A UCC.

e) *Trust*.

El sistema de custodia indirecta de la Parte 5, del artículo 8, no ha de entenderse como disciplina de referencia de todas las relaciones en las cuales un sujeto gestiona derechos negociables en el mercado financiero por cuenta de otro. Antes bien, tales reglas se aplicarán exclusivamente en el caso en el cual la relación en examen caiga dentro de la definición de *securities account* de la Sección 8-501(a).

Tal definición excluye que los tradicionales acuerdos de *trust* se reconduzcan a la disciplina señalada. Supongamos que un banco actúa como *trustee* a favor de un sujeto beneficiario y que el patrimonio del *trust* sea invertido en instrumentos financieros y otros análogos *assets*. De hecho, el Banco opera como *holding securities* para el beneficiario, no obstante lo cual tal acuerdo no caerá en la definición de *securities account*. El Banco, en cuanto *trustee*, no ha asumido ninguna obligación frente al beneficiario en orden a las modalidades de ejercicio de los derechos que componen la cartera de las inversiones, a excepción de la genérica obligación de destinar al mismo los beneficios de la gestión.

No obstante el beneficiario logre un beneficio de la gestión del *trustee*, aquél no tiene el derecho de impartirle disposiciones vinculantes, ni de ejercitar el derecho de voto en orden a las acciones poseídas. Por tanto, las obligaciones del Banco frente al beneficiario son reguladas por la *trust law*, y no por la Parte 5 del artículo 8. Naturalmente, si el Banco, como *trustee*, opera sobre instrumentos financieros por el trámite de un intermediario, entonces la Parte 5 se aplicará a las relaciones entre la Banca misma, como *entitlement holder*, y el intermediario que custodia los títulos. Así como es muy posible que diversas

articulaciones del mismo Banco sean destinadas al desenvolvimiento de la actividad del *trustee* y del *intermediary*<sup>(55)</sup>.

f) *Participaciones en (sociedades de gestión de) fondos comunes de inversión* (mutual fund shares).

Las participaciones en fondos comunes de inversión son consideradas *securities* en el sentido del artículo 8 UCC, sea en el caso en el cual el fondo resulte organizado como *corporation*, como *business trust*, o de cualquiera otra forma [v. Secciones 8-102(a)(15) y 8-103(b)]. Además, considerando que los fondos comunes no suelen normalmente emitir certificados, las correspondientes participaciones son clasificadas entre los *uncertificaded securities*.

No obstante el fondo común sea, por decirlo así, un depositario de la cartera de inversión del cliente por su cuenta, no es consentida la aplicación de la Parte 5 del artículo 8 a las relaciones entre el fondo y sus participantes. Esto porque la simple emisión de acciones no corresponde a la creación de un *securities entitlement* [así, la Sección 8-501(e)], a diferencia de cuanto sucedería, obviamente, en el caso en el que la participación en el fondo fuese custodiada y negociada por el trámite de un intermediario. En tal sentido, sería aplicable la Parte 5 del artículo 8, debiéndose comprender las participaciones en fondos entre los llamados "*financial assets*".

---

(55) El derecho anglo-americano, por regla general, prevé la posibilidad de convenir, por contrato o mediante la institución de un *trust*, la atribución de situaciones subjetivas de naturaleza (co)propietaria teniendo por objeto un conjunto de instrumentos financieros *intangibles*. Por parte de algunos, en verdad, se ha manifestado perplejidad en orden al reconocimiento de tales derechos, temiendo por ello una total desnaturalización apreciable sobre todo en el plano conceptual [GOODE (n. 42) pp. 174 y ss.]. Por otro lado, el efecto de la inmovilización de los instrumentos financieros, en el caso de la emisión de un bono permanente global, procede de la exclusión de cualquier vínculo (relación) entre el emisor y el inversor; en el caso de instrumentos financieros emitidos normalmente y sucesivamente depositados en un depositario, en cambio, el resultado es el de suspender aquel vínculo hasta que los instrumentos depositados, o su equivalente, sean restituidos al cliente, siempre que se trate de títulos *tangibles*, de otro modo, si se trata de títulos *intangibles*, hasta cuando en los registros del emisor se opere la transmisión contable. El interés del titular de la cuenta, por tanto, no se dirige sobre los instrumentos depositados, considerados en su especie, sino sobre la porción de instrumentos a él correspondiente sobre la clase homogénea y equivalente a un cierto valor. En el ordenamiento anglo-americano, pues, sucede a menudo que el depositario sea el *trustee* de un *trust* de instrumentos financieros derivados de una determinada emisión realizada en su favor, mientras que el beneficiario (o sea, el titular de la cuenta) resulta titular de un interés a los resultados derivados de aquel *trust*, aun no teniendo ninguna relación jurídica con los instrumentos financieros que el supuesto comprende. Desde este punto de vista, por otro lado, podría ser interesante destacar la diferencia entre el sistema de inmovilización y aquel del *trust*, valorando el hecho de que, en el primer caso, el depositario normalmente no posee (y si se trata de un ICSD, no posee jamás) poderes gestores. Sin embargo, parece que en ambos casos, sean los derechos del titular de la cuenta, sean aquellos del beneficiario, no podrían ser ejercidos directamente contra el emisor, sino solamente contra el depositario o bien contra el *trustee*.

g) *Participaciones en el capital de sociedades “cerradas”* (stocks of closely held corporations).

Como es sabido la diferencia entre *stock* y *shares* no encuentra correspondencia en el derecho italiano. Los dos términos se reconducen genéricamente al concepto de acción, si bien, en el primer caso, el término se refiere a “paquetes” fraccionables de capital, mientras, en el segundo, a acciones indivisibles de montante fijo. Tal diferencia —que para el derecho italiano no asume relevancia estructural, por ejemplo, a los fines de una eventual distinción entre categorías de acciones— para el derecho norteamericano selecciona una diversa disciplina aplicable <sup>(56)</sup>.

Las *corporate stocks* caen dentro del ámbito de aplicación del artículo 8, prescindiendo del hecho de que la sociedad esté cotizada [v. Secciones 8-102 (a)(15) y 8-103 (a)]. No existe ninguna regla, en efecto, que impida la aplicación del sistema de custodia indirecta también a las participaciones en sociedades no cotizadas, si bien su efectiva aplicación dependa del hecho de que las acciones estén poseídas por el concreto socio por el trámite de un intermediario. En caso contrario, continuarán aplicándose las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8, además de las correspondientes normas del artículo 9. En cualquier caso, desde hace un tiempo se muestra la tendencia también para las *closely held corporations* <sup>(57)</sup> de superación de la fase de la emisión de los certificados, sirviéndose del sistema indirecto.

<sup>(56)</sup> ASCARELLI (n. 23), pp. 685 a 688, y p. 696; HENN (n. 16), pp. 275 y 289; DAVIES (n. 23), pp. 357 y ss.

<sup>(57)</sup> Es por todos sabido que sobre la noción de *close corporation* no existe plena concordia y, más bien, se registra a veces un debate muy articulado. En el derecho inglés, por ejemplo, en esa noción se hace entrar no sólo la llamada *private company* y aquella de dirección familiar, sino también la misma *public company* cotizada en bolsa cuando esté controlada por cinco socios o menos. El relieve de la distinción, entonces, para algunos autores sería exclusivamente fiscal [DAVIES (n. 22), pp. 147 y ss. y 393 y ss.], también en consideración al hecho de que una expresa noción de *close company* puede encontrarse sólo en el *Income and Corporation Taxes Act* (divulgado con las siglas “TA 1988”, a su vez proveniente de la precedente colección “TA 1970”, y aquí consultado en la versión elaborada por la editorial Butterworths, *Butterworths Handbook on the Income and Corporation Taxes Act 1988*, Londres, 1988, pp., especialmente, 428 y ss.) el cual establece en la sección 414 (sección 282 en el TA 1970) que “*For the purpose of the Tax Acts, a «close company» is one which is under the control of five or fewer participators, or of participators who are directors, except that the expression does not apply to...*” (v. también la sec. 415, para la exclusión de las *quoted companies* de la aplicación de las normas sobre *close corporation*).

En los Estados Unidos, en cambio, fuera del caso de la *partnership*, también la más pequeña de las sociedades familiares está dotada de personalidad en las mismas formas que las grandes sociedades de capitales, con la única diferencia de que, en este último caso, los títulos ofrecidos al público son objeto de control por la SEC. En otros términos, no existiendo en el ordenamiento norteamericano un régimen particular de la sociedad de responsabilidad limitada, el término *close corporation* es a menudo utilizado en una acepción económica y/o funcional para indicar un homólogo de la *private company* inglesa, o bien, de la misma sociedad de responsabilidad limitada de *civil law* [HENN (n. 16), p. 506; SCHLESINGER R.B. (n. 23), p. 567].

h) *Otras participaciones sociales* (partnership interests and limited liability company shares).

Tanto las cuotas poseídas por las sociedades privadas de personalidad jurídica (*Partnership*, reguladas por *Uniform Partnership Act* adoptada por gran parte de los estados de la Unión) como aquellas relativas a sociedades con socios con responsabilidad limitada, no entran en la definición de *securities*, a menos que sean negociadas en el mercado financiero [v. Sección 8-103 (c)]. Además, si bien tales participaciones no entran en la definición de *securities*, ellas pueden comprenderse entre los “*financial assets*” y, si están custodiadas a través de intermediarios, ser negociadas según las previsiones de la Parte 5 del artículo 8.

i) *Aceptaciones bancarias, títulos de crédito y otros instrumentos de pago* (bankers’ acceptances, commercial paper and other money market instruments).

Los instrumentos de pago, como son las aceptaciones bancarias, los títulos de crédito y los certificados de depósito representan formas de *property* (en la típica acepción de *common law*) que pueden entrar en la categoría de los “*financial assets*”, pero no en aquella de las *securities*. Sin embargo, puede suceder que un documento de entre los indicados sea empleado con el fin de financiación o inversión, y no para finalidades de pago (esto es, integre un “*security certificate*”). Pues bien, en tal caso la Sección 8-103(d) prevé que el documento presente los requisitos previstos por la Sección 8-102 (a)(15) para la definición de *security* y, por tanto, recaiga bajo la disciplina del artículo 8, y no sobre la del artículo 3 destinada a los *negotiable instruments*.

Esto se refiere, en particular, a algunas formas de instrumentos de pago a corto plazo, que pueden ser empleadas en actividades financieras en los retrasos de su vencimiento. Las aceptaciones bancarias, por ejemplo, son típicos *negotiable instruments* regulados por el artículo 3 UCC, utilizables, sin embargo, para acceder a formas de inversión a corto plazo y, por este motivo, disciplinadas por el artículo 8.

Pero aquello que resulta más importante para nuestros fines es la costumbre de utilizar los instrumentos de pago en forma descertificada y servirse de intermediarios para su custodia y negociación. En tal caso, si bien no se puede hablar de *securities*, puede ciertamente hablarse de *financial assets* y, por tanto, aplicar la Parte 5 del artículo 8 a las relaciones entre el intermediario y el cliente titular de la posición de crédito.

j) *Pactos de recompra* (repurchase agreements).

Los pactos de recompra son muy utilizados en las transacciones bursátiles sobre todo por parte de los distribuidores de títulos de débito público y preva-

lentemente para obtener inmediata liquidez. El mecanismo en examen se basa sobre dos operaciones recíprocas conocidas en la jerga habitual como *repos* y *reverse repos*.

Los distribuidores de *government securities* obtienen de las *clearing corporations* de referencia la financiación necesaria para la adquisición y, por tanto, para la colocación de los títulos. Tal financiación tiene a menudo una frecuencia infradiaria, de modo que al final de la jornada de contratación los distribuidores se encontrarán con el deber de restituir la suma recibida de la *clearing corporation*, no equilibrada por las correspondientes ventas.

Los *repos* representan, en tal sentido, la principal fuente de financiación: el distribuidor (llamado "*repo seller*") vende instrumentos financieros al financiador ("*repo buyer*") para obtener liquidez inmediata, acordándose al mismo tiempo la readquisición de los mismos instrumentos o de instrumentos similares para el día sucesivo, o bien para otro plazo breve.

Las fuentes de financiación comprenden una serie de entidades en situación de ofrecer liquidez inmediata en breve plazo, como cuotas de fondos de pensiones, fondos monetarios y bancos. El precio puede ser calculado de varios modos, pero aquel elegido por el distribuidor para readquirir los instrumentos enajenados supera el precio pagado al distribuidor mismo en la medida correspondiente al tipo de interés sobre los fondos.

La transmisión efectuada por el distribuidor como *repo seller* puede tener lugar de varios modos. El *repo buyer*, en efecto, podría autorizar al distribuidor a conservar los títulos objeto de readquisición, modificando sustancialmente la posición del distribuidor en depositario por cuenta del *buyer* (en la jerga bursátil, esta operación es conocida con el nombre de "*hold-in-custody-repos*" o "*HIC repos*").

Por otra parte, es posible que el *repo buyer* consiga la posesión de los títulos transferidos del *repo seller*, a fin de que, en caso de incumplimiento de la obligación asumida por este último, el primero se encuentre garantizado en mayor medida (esta operación es conocida como "*delivered-out-repos*"). Existen, después, una variedad de acuerdos intermedios contenidos entre los extremos expuestos, en los cuales los títulos pueden ser también entregados en custodia a un tercer sujeto, al cual se le atribuyen poderes de disposición regulados sobre diversas exigencias de cada uno de los dos contratantes.

Uno de los problemas ligados a la calificación de los derechos del *repo buyer* viene del hecho de que el pacto de readquisición (como acuerdo que tiene por objeto derechos sobre títulos) no está bien claro que deba considerarse como un verdadera y propia venta, o bien como un acuerdo del cual emana un genérico *security interest*, con las consecuencias que se derivan en orden a la disciplina aplicable.

El artículo 8 se ocupa de disciplinar los derechos de aquellos que transfieren instrumentos financieros con determinadas características, sin preocuparse de discernir sobre la naturaleza de la transmisión realizada. Por ejemplo, en el caso de gestión directa, la persona que recibe la entrega tempestiva del certificado representativo de un determinado valor está protegida de las eventuales acciones de reivindicación que hubieran ya sido experimentadas en el tiempo de la entrega del certificado mismo.

Esta regla se aplica sin ningún miramiento a la naturaleza del negocio utilizado para la transmisión y prescindiendo de los sujetos implicados: tanto en el caso de entrega de certificado originario del emisor como en aquel de las sucesivas transmisiones del mismo; además, se aplicará tanto al caso de transmisión realizada con la finalidad de venta como en aquella realizada con el fin de garantía.

Análogamente, la reglas del artículo 8 sobre el sistema de gestión indirecta y, en particular, aquellas contenidas en las Secciones 8-502 y 8-510, se aplicarán a las transmisiones que respeten esas determinadas características, sin distinguir si se trata de ventas, negocios constitutivos de garantías sobre instrumentos financieros u otros.

Finalmente, con respecto a los *repos*, estos implican la transferencia de *interests in securities*, con la consecuencia de que el artículo 8 será aplicable a los mismos, así como lo sería si se utilizase cualquier otra forma de transmisión con el mismo objeto.

k) *Transmisiones de instrumentos financieros con el fin de préstamo (Securities lending transactions).*

Puede suceder que la transmisión de instrumentos financieros se realice para permitir a un determinado sujeto cumplir con la obligación de entrega asumida en virtud de una precedente negociación. Por ejemplo, si el cliente de un *broker* decide vender “a corto plazo” títulos sobre los que no tiene disponibilidad actual, puede comprobarse que la obligación de entrega que recae sobre el *broker* en el sistema de *settlement* no pueda ser cumplida. El cliente, en efecto, una vez asumida “a corto plazo” la obligación de venta, espera adquirir a un precio más bajo los títulos de la negociación, con el fin de lograr el lucro diferencial sobre la operación de venta ordenada al *broker*. Si al vencimiento el *broker* no dispone de los títulos a entregar, podrá tomarlos a préstamo de algún otro (*borrowing broker*).

En tal caso, el *securities lender* entrega los títulos al *borrowing broker*, el cual, de una parte colmará las necesidades del *broker* en cuanto al déficit de títulos, y de otra, permanecerá contractualmente obligado frente al sujeto prestamista (*securities lender*) a la devolución de la misma cantidad y calidad de títulos obtenidos en préstamo.

La particularidad resulta del hecho de que el *securities lender* no mantiene interés alguno de naturaleza real sobre los títulos entregados al *borrower*, el cual logra un derecho pleno (*full title*) sobre los mismos. El punto central de la operación de *securities lending*, en efecto, consiste en la necesidad del *borrower* de entregar una determinada cantidad de títulos al reclamante, de modo que no tendría sentido el mantenimiento por parte del *lender* de un derecho distinto de aquel relativo a la devolución de la misma cantidad de los títulos transmitidos. En consecuencia, aunque el *securities borrower* no cumpla la obligación de devolución, el *lender* no posee otro derecho (*sub specie* de reivindicación) sobre los concretos títulos que han formado específicamente el objeto de transmisión frente al *borrower* y que de este último, han sido a su vez transmitidos a un tercer sujeto.

El derecho norteamericano coloca sobre un mismo plano el incumplimiento de la obligación de devolución y el incumplimiento contractual, por lo cual la única protección proporcionada al *lender* resulta de la *garantía* concedida por el *borrower* para cubrir la susodicha obligación, garantía que será accionada cuando sea necesario.

No obstante, pues, el objeto de la transmisión realizada entre el *lender* y el *borrower* consista en bienes materiales infungibles, el contrato utilizado no posee la estructura del comodato, sino aquella del mutuo.

l) *Derechos de opción negociados en los mercados regulados* (traded stocks options).

Los derechos de opción colocados y gestionados a través de las *Options Clearing Corporations* ("OCC") constituyen típicos ejemplos de inversión incluidos entre los *financial assets* a los que se ha de aplicar la Parte 5 del artículo 8 UCC, pero no las Partes 2, 3 y 4 (no se pueden considerar, por tanto, *securities* en sentido estricto). Las "OCC" llevan a sus propios registros las posiciones relativas a los derechos de opción correspondientes a las empresas adheridas al circuito. Por el contrario, los miembros del circuito de *clearing* llevan a sus propios registros las posiciones relativas a los derechos de opción correspondientes a sus clientes. Desde el punto de vista estructural, existen muchas analogías con el sistema de gestión de los instrumentos financieros; sin embargo, en el caso de los derechos de opción no existe una sociedad emisora separada de aquella adherida al circuito de *clearing*. Los *financial assets* gestionados por el sistema consisten en contratos estandarizados atribuidos al gestor y dirigidos a la adquisición o a la venta de determinados instrumentos financieros a un precio preestablecido.

Antes que calificarse como genérico interés participativo en una operación de financiación de una sociedad emisora, el derecho de opción se configura como una posición contractual activa que se hará valer frente a una contraparte

establecida. Así, a los fines de asegurar el ejercicio de la opción, las “OCC” se interponen como contrapartes contractuales del titular del derecho.

Las normas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8 UCC, en cualquier caso, no individualizan derechos y obligaciones de la “OCC”. Por el contrario, las reglas de la Parte 5 del artículo 8 y del artículo 9 UCC (en la parte dedicada a las prerrogativas correspondientes a los titulares de *securities*) contienen una estructura normativa utilizable en sede interpretativa para la construcción de los derechos correspondientes a los inversores en el mercado de las *stocks options*. Es, pues, coherente que los derechos de opción negociados en los mercados regulados sean incluidos en la definición de *financial asset*, antes que en aquella de *security* [v. la Sección 8-103 (e)].

Por tal motivo, a pesar de que las “OCC” no puedan resultar sociedades emisoras de instrumentos financieros a los fines de la aplicación del artículo 8 UCC, pueden en cualquier caso ser representadas por *clearing corporation* frente a las cuales hacer valer los derechos de opción atribuidos a los adheridos al circuito.

m) *Contratos de futuros sobre mercancías* (commodity futures).

La Sección 8-103(f) establece que los contratos sobre mercancías no pueden ser considerados ni *securities* ni *financial assets*. Por su parte, la Sección 9-115 proporciona una definición de *commodity contract* que comprende los *commodity futures*, las *commodity options*, los derechos de opción sobre contratos *commodity futures*, a condición de que sean negociados en virtud de (o sujetos a) normas dictadas por el legislador federal en materia de intercambios organizados de mercancías. Por tanto, los *commodity contracts* no pueden ser considerados *securities* a los que aplicar las reglas contenidas en las Partes 2, 3 y 4 del artículo 8 UCC, ni se puede afirmar que la relación que se da entre el cliente inversor y una sociedad operante en el sector de los *commodity futures* esté sujeta a la Parte 5 del mismo artículo 8.

En cualquier caso, los contratos sobre mercancías están incluidos en la definición de *investment property* prevista por el artículo 9 UCC, de modo que, a aquellos fines, los derechos que tienen por objeto mercancías negociables están gobernados por el mismo conjunto de normas que disciplina los derechos sobre instrumentos financieros<sup>(58)</sup>.

---

<sup>(58)</sup> Para un examen de la jurisprudencia sobre la cuestión, WEISE, *U.C.C. Article 9: Personal Property* (n. 47), 54 (1998), pp. 311 y ss., al que se reenvía también para ulteriores referencias doctrinales.

# **ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL FENÓMENO DE LA AUTORREGULACIÓN (\*)**

JOSE M.<sup>a</sup> DE LA CUESTA RUTE

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense*

---

## **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA AUTORREGULACIÓN Y LA ÉTICA.
  - 1. La insuficiencia de la ética para la regulación de la actividad económica.**
  - 2. El significado de los llamados códigos éticos.**
  - 3. La necesidad de normas jurídicas.**

---

(\*) Texto de la ponencia presentada en el Seminario de Profesores de Derecho Mercantil de Madrid en su sesión del día 20 de enero de 2004.

*RDBB núm. 94 / Abril-Junio 2004*

III. LA AUTORREGULACIÓN COMO REGULACIÓN POR NORMAS JURÍDICAS.

1. **La autonomía de la voluntad como poder creador de normas jurídicas.**
2. **Eficacia restringida del poder de la autonomía de la voluntad.**

IV. LA AUTORREGULACIÓN Y EL MERCADO DE VALORES.

1. **El mercado como institución reguladora y como institución regulada.**
2. **El mercado de valores como regulador de las inversiones del ahorro en procesos productivos.**
3. **El significado de la información en el mercado de valores.**
4. **Las enseñanzas de los recientes escándalos financieros.**
5. **El realismo en la consideración de los valores como presupuesto de la transparencia en el mercado.**
6. **Normas relativas al ordenamiento societario imperativo y convencional.**
7. **Normas de transparencia en el mercado. La regla de “cumple o explica”.**

V. LA AUTORREGULACIÓN EN EL SECTOR DE LA PUBLICIDAD COMERCIAL.

1. **Razones para tratar aquí de esta materia.**
  2. **La regulación de la publicidad y el mercado.**
  3. **La regulación de la publicidad como ordenación del marco institucional del mercado.**
  4. **El limitado valor de los códigos de buenas prácticas publicitarias. Sus extralimitaciones.**
  5. **La doctrina derivada de la jurisprudencia de los Tribunales de la Unión Europea.**
  6. **La autorregulación publicitaria y el orden público.**
- 

I. INTRODUCCIÓN

La palabra autorregulación es una de las que inspiran en la actualidad tanto adhesión como rechazo. Esto ocurre con los vocablos evocadores de otros campos de referencias distintos del directamente alcanzado por su significado. Tienen una carga emocional que hace que para algunos adquieran el valor de un talismán, como dice LÓPEZ QUINTÁS, con un efecto inhibitor de cualquier juicio crítico, mientras que para otros expresen algo aborrecible.

Plantearse, pues, una reflexión sobre la autorregulación implica por lo pronto confesar que uno no atribuye *a priori* virtudes portentosas a la palabra

que le inhiban de aproximarse críticamente a su significado. Lo cual ciertamente no quiere decir que uno profese hacia aquella palabra ningún aborrecimiento.

No puede dudarse que el vocablo autorregulación dice relación a algo que ha de ser regulado. Y, puesto que estamos en un ámbito jurídico, el objeto de la regulación es la acción humana. Dos razones se dan en nuestro tiempo, me parece, para la estima de la autorregulación. De un lado, porque conecta con la exaltación del yo como único hacedor de la propia vida. De otro, por el hastío y la repulsa consiguiente que produce la permanente y expansiva injerencia de los poderes públicos en la vida personal.

A su vez, el aborrecimiento encuentra también su origen en una doble consideración. De una parte, en la pesimista desconfianza en la capacidad de la persona para trascender un radical egoísmo insolidario; de otra, en la convicción de que sólo el poder público puede conseguir mediante su intervención en la vida de los ciudadanos que sus acciones se atengan a la justicia.

En suma, pues, el debate sobre la autorregulación está en la entraña de dos posiciones ideológicas antagónicas.

Si estuviéramos en otra sede distinta, quizá fuere oportuno señalar que lo característico de nuestro tiempo no es que el hombre pretenda mantener absoluta autonomía para sus acciones sino que, a la vez, confíe a los poderes públicos la tarea de satisfacer sus más variopintos deseos sobre el disfrute de bienes y servicios. Acaso los poderes hayan encontrado el medio de corresponder a los “nuevos bárbaros” con la vieja receta, objetivamente —para los tiempos de Roma— bárbara también y —para los actuales— congruentemente bárbara, del pan y circo.

El vocablo autorregulación encuentra su más profuso uso en relación con la economía y precisamente en el contexto del debate acerca de la “desregulación”. Los partidarios de ella oponen a la regulación por normas legales la superioridad práctica de la que resulta de normas de producción autonómica. Nótese entonces que la autorregulación no significa ausencia de normas reguladoras, sino que su significado se obtiene a partir del carácter de esas normas <sup>(1)</sup>.

Situados en el mundo de la acción económica, es necesario efectuar una nueva precisión sobre el sentido de la palabra autorregulación por referencia al objeto del que se predica la necesidad de ser regulado. La precisión es necesaria porque en el campo de la economía no solo importan las acciones aisladamente consideradas sino sobre todo los procesos, que al entrañar una dimensión tem-

---

(1) Subrayan esta idea BLUNDELL, J. y ROBINSON, C., en su iluminador trabajo “Regulation without the State”, publicado como IEA Occasional Paper por el Institute of Economic Affairs en Londres en julio de 1999 con unas palabras previas de Martín RICKETTS.

poral permiten una cierta previsión y consienten por lo tanto una regulación para el futuro a partir de unas condiciones dadas. Esta perspectiva procesual de la actividad económica es la que plantea más agudamente la cuestión del sí o no a la autorregulación por oposición a la regulación mediante normas emanadas de los poderes públicos.

El famoso vocablo autorregulación se nos presenta, pues, en dos planos diferentes que sin embargo tienen en común, de una parte, la última referencia a la acción del hombre y, de otra, la exclusión de los poderes públicos como fuente de las normas reguladoras. Tales planos son el de la acción aislada y el de los procesos. Ha de notarse que por referencia a los procesos la autorregulación tiene como piedra angular al mercado que es el instrumento regulador del proceso productivo, siendo él mismo un proceso, al asignar de modo eficiente los recursos unificando la información que suministran los encuentros de múltiples acciones de oferta y demanda en las que tienen una intervención decisiva los empresarios al ejercer su función propia de descubrir nuevos recursos y nuevos fines.

Por la referencia en todo caso a la acción personal y a la necesidad de normas reguladoras y por la preferencia por el origen autonómico de tales normas es perfectamente explicable que el fenómeno de la autorregulación se vincule al mundo de la ética. Sin duda, por pensar que lo propio de la moral es la autonomía. Pero ya desde ahora conviene advertir de que si la referencia a la ética se produce por esa razón, esa referencia es desacertada porque el carácter autónomo de la moral —la ética no es más que la parte de la filosofía que estudia la moral— debe ser justamente entendido tan solo como que ninguna instancia ajena al propio sujeto de la acción puede obligarle a obrar de acuerdo con la norma de moralidad. Pero no que la norma moral sea fruto de la conciencia subjetiva.

A establecer un vínculo entre la autorregulación y la ética contribuyen, a mi juicio, dos razones. Por una parte, el calificativo ético con que suelen denominarse algunos códigos de prácticas que tienen su origen en núcleos o sectores sociales ajenos al Estado. En segundo lugar, y quizá más importante, porque al compás de la ola favorable a la autorregulación en el mundo de la economía e impulsada por los mismos que la fomentan crece también la ola de preocupación por la ética de los negocios hasta el extremo de que constituye una pieza esencial del aprendizaje en las más afamadas Escuelas de Negocios y Universidades del mundo al mismo tiempo que se erige en tópico para gran número de economistas prestigiosos que lo divulgan mediante artículos de prensa, económica principalmente.

Por el, confesado o no, vínculo entre la ética de los negocios y la autorregulación me parece conveniente dedicar a esta cuestión unas palabras que ayuden a centrar lo que creo que puede entenderse por autorregulación desde el

punto de vista que a nosotros los juristas interesa para pasar después a intentar situar su juego en un ámbito apropiado.

## **II. LA AUTORREGULACIÓN Y LA ÉTICA**

### **1. La insuficiencia de la ética para la regulación de la actividad económica**

Es indiscutible el valor de la moral respecto de la acción económica y, por lo tanto, el valor de la ética de los negocios como forma de enseñar a los jóvenes, no propiamente la virtud, sino a ser virtuosos en ese campo. El recuerdo de Sócrates resulta aquí tan inevitable como iluminador.

Pero el valor de la ética para el gobierno de la acción, digamos, empresarial no es superior al que tiene en cualquier otro aspecto de la vida humana. Quien, como es mi caso, se atenga a una ética realista comprensiva tanto de una ética de los bienes, como de las virtudes, como de las normas, no podrá pensar de otro modo, puesto que sólo la acción moral, al hacer ante todo bueno a quien la practica además de ser buena para los demás, contribuye al crecimiento de la persona y a la proyección de ésta hacia su propio fin. Incluso quien no participe de una concepción realista de la ética, habrá de convenir en que la sujeción de la acción al cumplimiento de un deber impuesto por una norma aceptada no es algo requerido con mayor urgencia en el ámbito de los negocios que en otro cualquiera. Que las normas o los deberes sean distintos según los casos no significa nada a este respecto.

Tanto si se acepta la concepción realista de la ética como si no, la norma del obrar ético no puede nadie imponerla coactivamente para que se cumpla en la vida social. En este sentido, llevar al plano de la ética la autorregulación significa atribuir a ésta el sentido de ausencia de regulación coactiva; la regulación sólo surgirá de la norma ética.

### **2. El significado de los llamados códigos éticos**

Quizá el déficit de coacción así como una mal entendida autonomía del orden moral llevan a la confección de “códigos de ética” que hoy vemos multiplicarse por doquier con el propósito de unificar y dar certeza a unas normas de comportamiento a las que se considera deben sujetarse quienes practiquen determinadas actividades, y, entre ellas, la empresarial.

Pero al transponer a un código las normas de la moralidad, una de dos, o el código se hace de obligado cumplimiento con la sanción consiguiente al no

cumplimiento o no se hace. Si lo primero, es claro que ese código no pertenecerá al mundo de la ética puesto que la acción moral es de suyo incoercible. La acción moral pertenece al reino de la libertad. Incluso si este ámbito se redujere tan solo al momento de la aplicación de la norma moral a la acción por entender que su carácter objetivo, como yo creo, la hace necesaria para que el hombre alcance su fin, aun en este caso, los códigos que pueden imponerse por alguna autoridad ajena al propio sujeto no pueden considerarse pertenecientes al orden moral. Por lo tanto, si se sostiene el carácter coactivo del código y al mismo tiempo se consideran normas autonómicas las que contiene, no se podrá decir que la autorregulación se produce por normas éticas, sino por normas que tan solo se definen negativamente como generadas por fuente ajena al Estado.

Si, por el contrario, los códigos no se pudieran imponer coactivamente tampoco podrían considerarse expresivos de una ética siquiera fuese normativista, y por lo tanto reduccionista, puesto que los preceptos del código habrían surgido de un centro carente de legitimidad para imponer normas de validez general.

Con toda razón, el Profesor OLIVENCIA <sup>(2)</sup> señaló que mejor que hablar de códigos **éticos** es hacerlo de códigos de buenas prácticas que expresan estándares de conducta por las que se mide la responsabilidad.

Como conclusión creo que puede afirmarse que la omnipresencia de los códigos deja intacta la cuestión de si la autorregulación equivale a regulación por normas verdaderamente éticas.

### **3. La necesidad de normas jurídicas**

Sin desconocer la trascendencia de la ética también para el mundo de los negocios parece, al menos, una ingenuidad fiar tan solo a las normas de orden moral la regulación del desarrollo o desenvolvimiento de la vida humana que, por serlo, implica relación, sociabilidad. Sea bienvenido cualquier esfuerzo conducente a formar empresarios virtuosos pero, aunque todos ellos lo fuesen, siempre sería necesario completar el gobierno de la acción humana con otras determinaciones no pertenecientes al mundo de la ética en sentido propio. Y es que la coercibilidad de determinadas conductas —coerción que favorece unas lo mismo que reprime otras, incluyendo el estímulo de las primeras y la sanción de las segundas— es sencillamente indispensable en un mundo de seres humanos. Porque, como nos enseñara el maestro LAÍN ENTRALGO, el hombre se

---

(2) “El Gobierno de las sociedades” en *Derecho de Sociedades*. Hm. Sánchez Calero II, Madrid, 2002, pp. 1771 y ss., especialmente p. 1781. Efectivamente en el sentido expresado se pronuncia el Informe que precede al Código propuesto por la Comisión Olivencia.

define como un ser desfalleciente; por lo tanto, ni aun el santo puede fiar a su santidad la bondad de todas y cada una de sus acciones. Solo una comunidad de ángeles —de no humanos— puede en efecto prescindir del derecho. De ahí que, en definitiva, junto a la moral el hombre precise del derecho. Como ya enseña TOMÁS DE AQUINO, la ley tiene un sentido de camino para que el hombre lo transite con seguridad y certeza en su desarrollo hacia su fin en común con todos los demás, es decir como miembro de la sociedad.

Confieso mi sorpresa cada vez que oigo o leo —y es frecuentísimo poder hacerlo— que los problemas que se han planteado en relación con el mercado financiero últimamente solo tienen arreglo acudiendo a principios éticos. A estos principios se les pide socorro en la prevención de conductas capaces de infligir daños enormes a legítimos intereses mercedores de tutela. Parece que esta protección y la consiguiente represión de las conductas que la contradigan pueden encontrar remedio gracias tan solo a los imperativos morales de la conducta. Nada más lejos de la realidad.

Seguramente en tan errónea apreciación incide, de un lado, el alto aprecio que la ética merece para algunos como medio de regulación de la conducta humana, pero, de otro, también el desprestigio en que ha caído el derecho gracias a las concepciones positivistas en cualquiera de sus obediencias. Esta huida del derecho hacia la ética está justificada en cuanto que la norma jurídica se concibe como norma técnica al servicio de cualquier artefacto de la ingeniería social, considerada como actividad transformadora de la sociedad y, lo que es peor, del hombre. La incardinación del derecho en la *poiesis* establece un vínculo entre la norma jurídica y el ingeniero social que de suyo representa un aval para la expansiva injerencia del poder público en la vida de los ciudadanos, en toda la vida de todos los ciudadanos. Si estoy en lo cierto, y como es natural así lo pienso, creo que es llegada la hora de que los juristas realicemos una muy profunda reflexión acerca del papel que nos toca desempeñar en un mundo verdaderamente humano.

Pero si la huida al reino de la moralidad como único regulador de la conducta no es satisfactoria, menos lo es que, invocando la asfixia del reglamentismo jurídico estatal, se acuda a los llamados códigos éticos. También desde este nuevo punto de vista es justo someter a crítica la vana pretensión de tales códigos de constituir una instancia autorreguladora. No perteneciendo a la ética el recurso a ellos empeora la situación, porque junto a un reglamentismo igualmente desafortunado de los códigos se une que emanan de centros de dudosa legitimidad para producirlos y adormecen además la conciencia sobre el valor de la moralidad por centrarla en operaciones de mera cosmética.

Quiero decir que si la huida hacia una ética verdaderamente tal no es suficiente, a los códigos de conducta sólo puede recurrirse con ponderación exquisita de los sectores de la vida social que constituyen su objeto así como de

los centros que positivizan las normas que integran su contenido y de los órganos llamados a aplicarlas.

Y esto es, a mi juicio, algo que tampoco suele hacerse, al procederse a considerar los códigos como fruto de una actividad de producción autónoma de normas que por ello y por su aplicación al margen de los órganos a quienes compete la aplicación del derecho se dicen ser instrumentos de la autorregulación como si ésta fuese un fenómeno único.

De todas formas, es oportuno señalar que la necesidad de acudir a la ética como ordenamiento de la acción económica deja constancia de que el comportamiento moral en este campo no se garantiza por ningún sistema económico, sea el capitalista centrado en el mercado sea el intervencionista corrector del mercado mediante normas legales propio del único socialismo que se ha demostrado —¡y a qué precio!— practicable. Digo esto porque a veces parece que el sistema de mercado por la praxeología de la que hablan VON MISES y HAYEK implica que la acción económica por su radical identificación con la acción humana se acomoda de suyo a la moral sin más que responda a la espontaneidad del sujeto. Otra cosa distinta es que el sistema de mercado, al permitir desenvolver al hombre su vida personal con mayor holgura que ningún otro sistema económico, manifieste su superioridad moral desde un punto de vista global.

### III. LA AUTORREGULACIÓN COMO REGULACIÓN POR NORMAS JURÍDICAS

#### 1. La autonomía de la voluntad como poder creador de normas jurídicas

Sentado que la norma jurídica es necesaria para encauzar la actividad económica hacia el bien común, queda sin embargo sin resolver cuál debe ser el carácter de esa norma desde el punto de vista no de su coactividad en el momento de su aplicación sino desde el punto de vista de su fuente de creación. La autorregulación haría entonces referencia a la regulación que se efectúa por normas jurídicas de producción autónoma en oposición a la que se efectúa mediante normas legales.

No es necesario entrar en la *vexata quaestio* de las lagunas del ordenamiento jurídico para reconocer, entre otros, con FERRI<sup>(3)</sup>, que la autonomía de la voluntad consiste en un **poder** dirigido a la producción de normas propia-

---

(3) *La autonomía privada*, Trad. y notas SANCHO MENDIZÁBAL, L., Ed. Rev. Der. Priv., Madrid, 1969, pp. 280 y ss. y 332 y ss.

mente jurídicas. Que la autorregulación presupone normas de esta especie se expresa por el Prof. SÁNCHEZ CALERO <sup>(4)</sup>.

Ahora bien, en el Derecho moderno no puede plantearse la existencia de una pluralidad de centros de producción de normas con pretensión configuradora del orden jurídico de la sociedad. Este es el sentido de la precisión de las fuentes del derecho en el Código Civil como con acierto han recordado en distintas ocasiones, y alguna no lejana, los Profs. GARCÍA DE ENTERRÍA y DíEZ PICAZO. La superioridad de la ley en el orden de jerarquía de las fuentes determina que, pese a que existan otros lugares de los que emana el derecho, solo ella tiene un poder configurador del orden jurídico de la sociedad, como enseñaba el maestro DE CASTRO con apoyo en los clásicos.

Esto sentado, es necesario señalar que comparto la tesis de que en el término ley queda incluida la norma dispositiva por estimar que ésta sólo puede desplazarse convencionalmente si existe en el caso algún motivo que justifique ese desplazamiento. Recientemente ha expresado este punto de vista el Prof. SÁNCHEZ CALERO <sup>(5)</sup>.

## **2. Eficacia restringida del poder de la autonomía de la voluntad**

Importa subrayar que si bien no puede decirse que la norma emanada del poder de la autonomía de la voluntad no pertenezca al mundo del derecho, lo cierto es que tiene una eficacia restringida tanto por lo que se refiere a la extensión subjetiva como por lo que toca a la extensión objetiva o campo material confiado a aquel poder autónomo.

La autonomía de la voluntad no es una fuente del derecho regulador de las conductas de todos los sujetos a quienes pueda alcanzar la norma por razón de su objeto o materia; el poder de crear normas autónomas restringe el alcance de éstas a las conductas de los sujetos que manifiestan su voluntad de sometimiento a dichas normas y en cuanto a los asuntos o materias de las que pueden disponer.

El ámbito en que puede manifestarse el poder creador de la voluntad está desde luego limitado por las normas legales, por la moral y por el orden público. Estos límites se imponen por el art. 1255 del Código Civil a la libertad contractual, porque el Código no prevé más que el contrato como institución o lugar en el que puede jugar la autonomía de la voluntad, pero ello no quiere

---

(4) “La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades”. Discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, pp. 105 y s.

(5) *Ibidem* nota anterior.

decir que no jueguen, al margen del contrato en sentido estricto, en relación con todo negocio jurídico y, en general, con cualquier relación que tenga un origen convencional; los límites que el Código señala para la libertad contractual pueden extenderse sin la menor violencia a la libertad para las relaciones establecidas a partir de una convención.

Resulta obligado en este punto detenerse a observar que la autonomía de la voluntad como poder creador de normas jurídicas se manifiesta en el orden de los contratos pero también en el orden de otras instituciones de origen convencional generadoras de un plexo de relaciones que vinculan a los sujetos que la integran voluntariamente con terceros ajenos o extraños. En el primer caso las normas regulan la conducta de cada una de las partes del contrato por referencia a las demás según la relación establecida entre ellas. En el segundo, se pretende que las normas regulen la conducta que han de observar los que integran la institución en el plexo de las relaciones que ellos establezcan con ajenos a la institución o, incluso en ausencia de toda relación concreta, al actuar ante terceros con los que no tienen otro vínculo que no sea el que depara la convivencia social.

Creo que se puede apreciar con claridad que es muy distinta la eficacia que cabe conceder a uno y otro de los modos de manifestarse el poder de la autonomía de la voluntad. Mientras que cuando se trata de un contrato la autorregulación es evidente porque en el fondo el contrato no es más que una forma autorreguladora de conductas, cuando se trata de las normas creadas en la otra situación descrita es dudoso que pueda hablarse de autorregulación desde el momento que, si bien las normas se crean voluntariamente para quienes las aceptan y no imponen conductas a quienes sean ajenos a la institución, sin embargo sí tienen consecuencias para éstos, y en este sentido puede atribuirse a tales normas un cierto poder configurador del orden jurídico de la sociedad que las enfrenta funcionalmente a la ley.

#### IV. LA AUTORREGULACIÓN Y EL MERCADO DE VALORES

##### **1. El mercado como institución reguladora y como institución regulada**

No cabe duda de que la autorregulación se presenta en relación con la empresa tanto en lo que podemos llamar su vertiente interna de organización para el proceso productivo que se proponga desarrollar, como en lo que podemos llamar su actuación externa de negociación de los bienes o servicios producidos. Pero en uno y otro caso los actos se realizan en mercados. De ahí que en la base de todas las relaciones “intra” y “extra” empresariales está el mercado.

Para pensar así no creo que sea menester profesar la obediencia de la teoría contractual de la empresa que no obstante encierra elementos de sumo interés <sup>(6)</sup>.

El mercado es así la institución reguladora por excelencia del comportamiento del empresario en todos los aspectos de su actividad empresarial. Pero reconocer esta verdad no implica afirmar que lo propio de la actividad empresarial es la autorregulación con la consecuencia de que **cualquier** regulación heterónoma erosiona la potencialidad creativa del empresario. Afirmar esto supondría negar que el empresario se somete a una regulación que él no controla, como es precisamente la que impone el mercado. Si él la controlase ya no se podría hablar de verdadero mercado. Mientras no existan barreras de entrada ni de salida en el mercado se impone la ley de la competencia al empresario, incluso aunque sea el único que de presente opere en él. Someterse al mercado es someterse a una regulación no controlada por uno mismo y por consiguiente no autónoma en sentido estricto. Las leyes que emanan del mercado son heterónomas, aunque se originen por las múltiples acciones impersonales de los agentes que actúan en él o se disponen a hacerlo.

El mercado, pues, constituye una institución reguladora pero que debe su existencia —como todas las instituciones— a unas normas. Estas normas no son ya de producción autonómica. El mercado propiamente no se autorregula como institución, sino que regula las acciones para dirigirlas a su mayor nivel de eficiencia. Cuando se dice que el mercado se autorregula se dice solo una verdad a medias o mejor se incurre en un tropo. Porque lo que el mercado regula son las acciones o iniciativas que se ejercen en él de las que resulta la ley reguladora para las sucesivas. Pero para cumplir esa función nadie discute que resulta obligado establecer un marco jurídico institucional del propio mercado.

Pienso sinceramente que se olvidan estos dos planos o perspectivas que ofrece el mercado para abordar adecuadamente la cuestión de la regulación/desregulación. Olvido que provoca muchas confusiones y equívocos no siempre intencionados pero a veces sí propiciados por las convicciones ideológicas a que antes me referí. En el debate sobre desregulación o regulación se incurre, a mi juicio, en la confusión entre los dos planos de que hablo. Por eso quienes creen preferible la desregulación, que implica, según sabemos, autorregulación, consideran que ésta acoge a ambos planos, y los que apoyan la regulación mediante normas legales la traducen en un verdadero intervencionismo limita-

---

<sup>(6)</sup> La teoría contractual de la empresa se formula por R.H. COASE, y puede encontrarse en la traducción española *La empresa, el mercado y la ley*, Alianza Económica, Madrid, 1994. Entre nosotros, aparte de alusiones a alguno de sus puntos por significados mercantilistas, LLEBOT, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa en el derecho mercantil (Una aproximación al significado de la teoría contractual de la empresa)”, *RDM* 220 (1996), pp. 319 y ss.

dor de la función del mercado sobre la base de extender la doctrina de los “fallos del mercado”.

Sin considerarme autorizado para discutir la pertinencia de esa doctrina, me parecen más convincentes los argumentos y las premisas de quienes niegan que pueda hablarse de fallos del mercado <sup>(7)</sup> y, en todo caso, estimo que lo que se presenta como fallos del mercado no se produce más que en zonas o áreas de la vida que quedan al margen del proceso en que consiste el mercado o son errores de los empresarios en su función de coordinar los comportamientos gracias a la que se puede producir el ajuste entre fines y recursos en virtud de la información que condensan los precios. Es obvio que hay sectores vitales en que los necesarios ajustes no pueden confiarse a un proceso de mercado. Son aquellos que se refieren a bienes para los que el lenguaje popular todavía —y subrayo todavía— dice que no tienen precio. El mercado está para las mercancías y es un viejo y permanente principio que no todos los bienes son “*intra commercium*”. Los criterios pueden variar pero siempre habrá bienes “*extra commercium*”. Por su parte, ni el mercado ni la función empresarial garantizan que no se cometerán errores.

Por otra parte, es claro que los efectos de ciertas externalidades que se presentan como fallos del mercado pueden corregirse en términos de mercado.

Si el mercado como institución no puede ser el fruto de la función reguladora que él mismo cumple, tampoco el llamado marco institucional del mercado puede confiarse a normas emanadas de la autonomía de la voluntad de los que en el mercado operan. Sentado que los bienes sean “*intra commercium*”, ese marco institucional acoge el sistema protector del derecho de propiedad, el amparo del principio de autonomía de la voluntad o la libertad contractual, el régimen coactivo del cumplimiento de los contratos con las previsiones para el caso de incumplimiento, el sistema garantizador del ejercicio de libertad de empresa y de la competencia mercantil. Debe notarse que los regímenes jurídicos que se han señalado deben ser abarcadores de las normas de distinta naturaleza o carácter, incluido desde luego el penal, que demande la finalidad que están llamados cada uno de ellos a cumplir en relación con el funcionamiento correcto del mercado. Es claro, pues, que el mercado como institución central del sistema económico postula un régimen jurídico emanado de la ley o al menos de normas fundadas en la ley en un proceso regular de deslegalización.

---

(7) En una concepción dinámica del mercado no cabe hablar de fallo del mercado. Véanse, entre nosotros HUERTA DE SOTO, J., *La escuela austriaca. Mercado y creatividad empresarial*. Ed. Síntesis, Madrid, 2000; KIRZNER, I., *Competencia y empresarialidad*, Unión Editorial, Madrid, 1998; BLUNDELL, J. y ROBINSON, C., *ob. cit.*, p. 15.

## 2. El mercado de valores como regulador de las inversiones del ahorro en procesos productivos

Hora es ya de que nos centremos en el mercado de valores que es alrededor del cual se ha ordenado el debate de la autorregulación y que ha sido sacudido por los últimos escándalos que han propiciado lo que se ha denominado la neorregulación o reregulación. Estas denominaciones no me parecen, sin embargo, pertinentes porque sugieren que la desregulación con su secuela de autorregulación no es algo satisfactorio y que es preciso admitir regulaciones legales por confirmarse la necesidad de ampliar las funciones del Estado para llevarlas más allá de la configuración del marco institucional del mercado haciéndolas incidir en la propia función de éste. Sinceramente creo que no debe pensarse así. De nuevo vuelve a presentarse la confusión de planos que antes mencioné. La desregulación no ha fracasado ni su supuesto fracaso arrastra el de la autorregulación. En relación con el mercado de valores lo que ha conducido a las cuantiosas pérdidas de los accionistas y otras nefastas consecuencias sociales es que su marco jurídico no estaba adaptado a su función de acuerdo con los bienes que en él se negocian.

Deseo advertir que no soy de los que piensa que existe un mundo de la economía financiera distinto o separado del mundo de la economía real como si las conductas en cada uno de esos mundos se gobernasen por principios distintos del obrar. Pero precisamente porque creo en la continuidad de la economía real y de la financiera entiendo que es necesario que el mercado de valores se adecue a la naturaleza de los bienes que en él se negocian, particularmente las acciones. Estoy persuadido de que el defecto de normas jurídicas adecuadas a la naturaleza de las acciones necesarias para configurar el marco institucional del mercado de valores es lo que ha llevado al alocado distanciamiento entre las economías financiera y real y a la no menos “irracional exuberancia de la dilatación de la valoración” de las acciones determinante de la burbuja financiera <sup>(8)</sup>.

El mercado de valores regula la asignación del dinero procedente del ahorro a determinados procesos productivos. El ahorrador invierte su dinero en aquellos “activos” o “productos” financieros que representan el capital que se transformará, al aplicar el empresario el dinero, en bienes de capital necesarios para el proceso de producción de que se trate.

---

(8) Si se parte de la base —hipótesis desde luego no demostrada— de que el autor actúa siempre racionalmente, la exuberancia de que habló GREENSPAN obedece a la racional estimación del ascenso del precio por la sola razón del incremento que se prevé en la demanda, incremento a su vez operado por otras muchas conductas sustentadas en la misma racionalidad. Es, a mi juicio, la exasperación del riesgo en la apuesta. Por eso es muy gráfico hablar de burbuja. Es, en definitiva, la manifestación de la especulación dirigida sin la menor referencia a lo que siempre se ha llamado el “análisis fundamental”.

Es innegable que la decisión de invertir obedece a una elección por el inversor del proceso productivo. En este sentido, el capital invertido cumple su función, propia del dinero, de servir de mediación en los actos dirigidos a la satisfacción de las necesidades del inversor. Por ello en el acto de invertir está, quiérase o no, la elección del proceso productivo a que se aplicará el bien de capital en que se transforme el dinero invertido por parte del emisor del activo. Por eso se puede decir que las acciones de las sociedades son bienes de segundo grado, como afirmara ASCARELLI. Y esta circunstancia exige que no se desvincule el “valor” del derecho a participar en el proceso productivo a que se aplica la inversión. Esta necesidad se mantiene tanto para el mercado primario como para el secundario. El inversor en renta variable asume el riesgo de que no se genere la renta, pero ese riesgo ha de medirse con el que es propio del empresario en el desempeño de su actividad productiva. Para que esto sea posible el inversor ha de adoptar su decisión de invertir en función del conocimiento de las características y circunstancias del proceso productivo. En el momento de la inversión, el inversor es empresario.

### **3. El significado de la información en el mercado de valores**

Mas he aquí que ese conocimiento solo puede ser alcanzado gracias a una comunicación de información relativa al proceso productivo. Por eso puede afirmarse que la comunicación de la información relativa al proceso productivo construye el bien en que consiste el activo o el producto financiero<sup>(9)</sup>. De ahí que, a mi modo de ver, no se deba considerar la información relativa a estos activos en el mercado de valores de la misma manera que es considerada la relativa a otros bienes que se negocian en otros mercados. En el caso de los valores, la comunicación es constitutiva del propio bien como bien negociable consistente, no se olvide, en un derecho de participación cuyo contenido y, sobre todo, la expectativa de verse satisfecho mediante las correlativas prestaciones de la entidad emisora se determinan únicamente por la información y la comunicación de esa información. Por esta razón entiendo que no resultan aplicables al mercado de valores ni la metodología ni los hallazgos de la llamada “economía de la información”. Pese a que esta convicción me exime de tener que formular observaciones sobre ella no resisto la tentación de decir que, incluso en relación con otros mercados, no comparto las ideas que constituyen sus ejes de coordenadas como que la insuficiencia o la asimetría de la informa-

---

(9) Así lo expresé en “Algunas orientaciones para una regulación jurídica de la publicidad de activos financieros”, *Publitechia* núms. 51 y 52 (1979), pp. 53 y ss., especialmente p. 60. Reiteré la misma idea en “Las responsabilidades de las Administraciones Públicas por las alegaciones publicitarias de contenido financiero”, *RDBB* 18 (1985), pp. 263 y ss., especialmente pp. 266 a 271.

ción representan fallos del mercado que deben ser corregidos. No importa ahora si la reacción correctora se confía a instancias autonómicas o heteronómicas. Y no puedo compartir tales ideas pues que por definición el mercado como institución social vertebradora del orden económico se basa en la situación de ignorancia de todos y cada uno acerca del uso más eficiente de los recursos, y su función institucional esencial consiste cabalmente en que mediante los procesos de ajustamiento de las conductas de los operadores se llega a conocer esa más eficiente asignación de recursos como simple momento que impulsa la conducta que debe observarse en el futuro. El proceso no tiene nunca en la vida real punto de llegada. El mercado es el canal más seguro y más barato de información, y se hace necesario porque se parte de una situación de ignorancia.

Por otra parte, la comunicación consiste en tener algo en común el comunicante y el destinatario de la información. La información es la puesta en forma para el consumo neuronal de una realidad que se quiere hacer objeto de la comunicación. Pero en este proceso informativo no solo cuenta el objeto que se pone en forma y se transmite sino el modo como se recibe y se interpreta por el destinatario. Por consiguiente nunca se podrá partir de que exista una situación de información suficiente ni de información distribuida con simetría a efectos de garantizar que la comunicación es perfecta y general. Esta es una hipótesis imposible y por consiguiente inútil para los problemas que tenemos que resolver los juristas.

Estas ideas afectan a todos los mercados por igual. Por consiguiente, el mercado de valores también se articula sobre la situación de ignorancia a la que me he referido. Pero la ignorancia no se refiere a que no se conozcan los caracteres del activo financiero de que en cada caso se trate, y esos caracteres solo se definen por referencia a datos relativos al modo en que se desenvuelve el proceso productivo en el que se va a participar en virtud de la adquisición del activo. En este sentido, la necesidad de información acerca de tales datos no busca remediar ningún supuesto fallo del mercado en razón de un no menos supuesto defecto en la información, sino que ésta es necesaria por ser un constitutivo de la negociabilidad de las acciones al dotarles de una realidad que permite atribuirles un precio. Las disposiciones normativas dirigidas a estas finalidades son de suyo y por su propia naturaleza disposiciones que pertenecen al ordenamiento constitutivo del marco sustentador del propio mercado de valores. Y nadie discute a estas alturas que ese marco ha de venir integrado por normas jurídicas de producción estatal. No puedo olvidar lo que representó en este sentido el movimiento de las **blue sky laws** en la Norteamérica de principios del Siglo XX, movimiento que propició la regulación federal de la *Securities Act* de 1933 y la legislación posterior. Recuerdo que ROBBINS señala que antes de que la SEC interviniera, y desde 1918, la mitad de las emisiones de stock en USA (por

valor de 50.000 millones de dólares) carecían de verdadero valor<sup>(10)</sup>. Los más extremados partidarios del orden liberal no negarán que la regulación de la información en este campo responde a la indeclinable función que compete al Estado de proteger el derecho de propiedad, que es cabalmente fundamento del sistema de mercado.

## **5. Las enseñanzas de los recientes escándalos financieros**

Si repasamos los resonantes y recientes casos<sup>(11)</sup> nos encontramos con que sus rasgos característicos pueden resumirse en la emancipación de las acciones de su significado jurídico de derechos de participación en el proceso productivo de la sociedad emisora por convertirse en bienes en sí que incorporan el signo de un valor creciente en razón tan sólo de las preferencias en gran parte —por no decir, toda— de orden psicológico que los inversores muestran respecto de otros activos para colocar su dinero. Sobre la base de la creación de valor para el accionista como meta de los directivos de la sociedad se origina la “exuberancia de la dilatación del valor” y la burbuja financiera alimentada por puras operaciones especulativas bursátiles. No seré yo quien condene el factor especulativo que ha de estar presente en toda acción económica y singularmente en las del mercado de valores, pero una cosa es especular sobre el riesgo del proceso productivo empresarial y otra apostar por la evolución favorable de los cambios en razón de las preferencias que acreditarán los inversores por puras razones emocionales o psicológicas, que pueden ser inducidas, además, interesadamente.

A la asimilación al interés social de la creación de valor para el accionista contribuyó el modo de retribución de los administradores mediante “stock options” y sobre todo la “creatividad” contable en que participaron las firmas auditoras y los analistas, como consecuencia de la inutilidad de la teoría de las “murallas chinas”. Al movimiento emancipador de las acciones de su verdadero valor deducible de la generación de rentas por el proceso empresarial de la sociedad se sumaron también los bancos que vieron multiplicar sus propios negocios jugando igualmente con la inutilidad de las famosas “murallas” y las formas creativas de la contabilidad.

---

(10) De estos aspectos me ocupé en *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, pp. 120 y ss.

(11) Para este menester resulta más que provechosa la lectura de J.E. STIGLITZ, *Los felices 90*, 3.<sup>a</sup> ed., Taurus, Madrid, 2003.

## 5. El realismo en la consideración de los valores como presupuesto de la transparencia en el mercado

En suma, los escándalos se produjeron en el campo de la actuación de los administradores que antepusieron sus propios intereses a los de los socios, dejando de comportarse con lealtad respecto de ellos y originando en el terreno económico un verdadero expolio de los accionistas por su parte y por parte de otros que supieron aprovechar las coyunturas del mercado favorables para ellos. Pienso si todo esto no ha sido posible por la actual concepción subyacente de la sociedad anónima así como por el olvido de los perennes principios jurídicos inspiradores de las instituciones surgidas para facilitar la actuación de un sujeto por otro.

En este sentido no puedo olvidar ni las enseñanzas del profesor DE CASTRO acerca de la deformación y el abuso de la persona jurídica ni tampoco las del profesor RUBIO precisamente referidas a los riesgos de disociar la acción como bien del mercado de su verdadera significación de unidad de participación en la empresa social que es lo que le confiere su verdadero valor. No puedo tampoco dejar de subrayar los peligros que encierra el análisis de las instituciones jurídicas aislándolas de cualquier adherencia del núcleo del problema a cuya solución se ordenan. Una visión del interés social más ponderada por más realista ¿no hubiera llevado a señalar los justos límites de la creación de valor para el accionista? Creo que sí <sup>(12)</sup>. Una consideración del principio general de que en la actuación por cuenta de otro ha de anteponerse el interés de éste al propio interés y que se debe actuar con la misma diligencia “*quam in suis*” ¿no hubiera originado un análisis más penetrante de todas las prácticas que por resumir aludiré como cuestiones de “agencia”? ¿Es que el principio informador de la prevención y solución de los conflictos de intereses no era aplicable al mundo constituido por la organización societaria? ¿No se habrá llevado la teoría de la representación orgánica a campos que están más allá de los que la justifican? Esto creo yo nos debe llevar a reflexionar acerca de la función que debemos desempeñar los juristas y del método de nuestro trabajo.

Los remedios para alejar los peligros que han dado en “siniestros”, si han de venir de un mayor realismo en la consideración de los valores y de una mayor transparencia al mercado de su verdadera consistencia, exigen revisar tanto el derecho societario como el del mercado de valores, sin olvidar, de una

---

(12) Sobre el particular el valioso y oportuno estudio de SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, J., *El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*. RDM 246 (2002), pp. 1653 y ss., especialmente pp. 1663 y s. y 1685 y ss. También PAZ-ARES, C., “El gobierno de las sociedades cotizadas. Un apunte de política legislativa”, *Hm. Sánchez-Calero II*, pp. 1805 y ss., especialmente pp. 1807 y s.

parte, que al primero se conectan otros sectores del derecho que hasta cierto punto desempeñan para él una función subordinada como el derecho de auditoría, y, de otra, que al derecho societario y del mercado de valores se vinculan también otros sectores jurídicos relativos a la banca de inversión o a profesionales del análisis financiero <sup>(13)</sup>.

## **6. Normas relativas al ordenamiento societario imperativo y convencional**

Desde el punto de vista del derecho societario, los famosos escándalos han servido para advertir que los problemas que se han puesto de manifiesto señalan conflictos que, aunque de distinto modo, están presentes en toda sociedad anónima. Decidir si las normas que los aborden han de pertenecer al sector del ordenamiento imperativo de la sociedad o si, por el contrario, la solución debe confiarse a la autonomía de la voluntad depende, a mi juicio, de la naturaleza del conflicto y de los principios configuradores del tipo sociedad anónima. No puede en este punto olvidarse que desde 1951 contamos con la tradición de la preeminencia de la imperatividad del régimen relativo a la sociedad anónima. A esta tradición responde la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. Pero el sistema imperativo puede acaso restringirse a ciertos puntos sin mengua de la tutela no solo de los intereses de los socios actuales sino de los potenciales, que lo serán gracias al mercado de valores.

En realidad, los diferentes escándalos financieros muestran sus facetas más hirientes desde el punto de vista del derecho societario en lo que para entendernos denominaremos, con terminología de importación científica, cuestiones de “agencia”, es decir, en el campo de las relaciones entre los socios ajenos al control y los administradores que, además, en cuanto nombrados y sostenidos por los socios del control involucran también a éstos en los referidos problemas. De aquí el relieve concedido al “Corporate Governance” desde hace ya algunos años. A mi modo de ver, debe ser objeto de consideración por normas imperativas todo cuanto se refiere a la definición de la conducta debida para la promoción del interés social, cuyo no cumplimiento por consiguiente ha de ser causa de responsabilidad. Las normas relativas a los deberes de los administradores y de los socios del control y a su responsabilidad afectan ciertamente al ordenamiento societario en su aspecto interno de regulación de relaciones entre socios y de los socios con las personas que integran los órganos sociales, pero esta indudable vertiente que haría pensar en el posible carácter

---

(13) Una descripción excelente de los problemas éticos que se plantean en el sistema financiero en SÁNCHEZ ASIAÍN, J.A., “Algunas reflexiones sobre la ética hechas desde el mundo financiero”, *A.R.A. Ciencias Morales y Políticas*, 73 (1996), pp. 208 y ss.

convencional de las normas reguladoras no llega a ocultar que los socios de una sociedad anónima, y especialmente si ésta es cotizada, tienen derecho a esperar que las relaciones intrasocietarias de personas y grupos se produzcan según unas determinadas pautas de conducta. En el fondo ese es el significado de toda institución jurídica, y en el grado de desarrollo histórico en que se encuentra la sociedad anónima y teniendo en cuenta la trascendencia de su estructura para terceros, las pautas de comportamiento han de ser regladas de manera imperativa.

Pero la imperatividad no debe llevarse en cambio hasta el punto de que sea obligado el modo como en cada caso haya de estructurarse en concreto el sistema de organización de la administración y las características personales de los administradores o la concreta conducta que en cada caso han de practicar. Al derecho convencional deben quedar confiados éstos y otros particulares semejantes que vengan aconsejados por la necesaria adaptación de la sociedad de que se trate a su objeto<sup>(14)</sup>. En este campo están llamados a jugar un papel de considerable importancia no solo los reglamentos de los órganos societarios<sup>(15)</sup> sino también los códigos de buenas prácticas en cuanto expresivos de los estándares de conducta aceptable que han de remitir al régimen de la responsabilidad.

Por supuesto que no debe olvidarse la necesidad de que la contabilidad y los servicios de análisis financiero estén regulados por normas imperativas dirigidas a mantener la información acerca del proceso productivo empresarial que la sociedad ejerza al margen de cualquier veleidad que los aleje de ofrecer la imagen fiel de la situación patrimonial y financiera o de razones objetivas para emitir opinión.

## **7. Normas de transparencia en el mercado. La regla de “cumple o explica”**

Al derecho legal del mercado de valores pertenece cuanto concierne a la información que debe suministrarse al mercado acerca de las acciones, información que al ser comunicada hará transparente el juego de intereses implicado en la sociedad de que se trate así como el régimen legal y estatutario llamado a

---

(14) En el sentido del texto, ESTEBAN VELASCO, G., “La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo”, en AA.VV. *El gobierno de las sociedades cotizadas* (ESTEBAN VELASCO, Coord.) Madrid, 1999, p. 163.

(15) La conveniencia de no marginar a la junta general de accionistas como órgano de control de los administradores la puso de relieve ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV., *El gobierno...*, cit., pp. 615 y s.

ajustarlos. A efectos de la comunicación de la información y por lo que se refiere al sector convencional del ordenamiento societario es de gran valor la norma del “cumple o da explicaciones”. Gracias a una norma legal así, que no impera nada más que la necesidad de atender convencionalmente la regulación de los extremos a que antes me he referido y la necesidad de cumplir ese régimen, se hace patente el verdadero significado de las normas de producción autonómica. Unas normas conocidas, acordes desde luego al régimen imperativo, pueden ser convencionalmente establecidas, pero han de ser cumplidas, y si la sociedad se apartare del cumplimiento ha de explicarse o motivarse el apartamiento. La norma “cumple o explica” confirma la validez y eficacia de las normas convencionales o de la autorregulación aceptándolas —si son acordes al régimen imperativo e incluso a ciertos modelos previstos con carácter general— como expresión de una valoración satisfactoria de los intereses en presencia. Por ello el régimen que en esas condiciones autorregula la sociedad no puede ser caprichosa o incluso arbitrariamente marginado.

Toda la normativa referente a la información acerca de las acciones como valor por su significación como derechos de participación en tal sociedad es una normativa que no supone corregir ningún fallo del mercado sino por el contrario dotar a éste del marco jurídico indispensable para que cumpla su función<sup>(16)</sup>.

Creo en verdad que esta concepción es la que, más allá de sus aciertos y desaciertos concretos, inspira tanto la Ley Financiera como la Ley de Transparencia y la que subyace al Informe Aldama e incluso al Informe Winter<sup>(17)</sup>.

Una regulación como la descrita no ha de ser obstáculo al efectivo funcionamiento del mercado de empresas por constituir un medio de blindaje que permita la perpetuación de administradores ineficaces. El aseguramiento del buen funcionamiento de ese mercado es la garantía de que el proceso productivo de la empresa se mantendrá en el futuro en los mismos niveles de productividad, cuestión de suma importancia ya que ningún deber de transparencia respecto del mercado de valores puede asegurar el futuro.

Permítaseme en este momento insistir en que no creo que la información y la transparencia como comunicación de las informaciones sustanciales relativas al mercado de valores pueda ser tratada de igual forma que la que se refiere a otros bienes que se negocian en otros mercados<sup>(18)</sup>. Prescindiendo de que por mi parte no considere que la insuficiencia de información o su distribución

---

(16) Sobre el marco jurídico institucional del mercado, TERMES, R., “Las irregularidades financieras y la economía de mercado”, IESE-Universidad de Navarra, 2002, p. 33.

(17) En el mismo sentido, IGLESIAS, S.L., “El informe Aldama y el gobierno corporativo”. Escritura Pública núm 25, Enero 2004.

(18) Una opinión contraria FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Normas de conducta”, en AA.VV., *Comentario a la Ley Financiera*, Aranzadi, 2003, p. 169 y ss.

asimétrica constituyan un fallo del mercado que deba ser subsanado mediante ningún tipo de regulación legal, conviene insistir en que en el mercado de valores la información constituye o configura o hace visible el bien. Sentado que esa transparencia se produzca, si la asimetría en la información en general consiste en el diferente grado de información que tienen las partes en el contrato (o quienes pueden potencialmente serlo), la transparencia excluye la asimetría tanto como la insuficiencia en el mercado primario de valores, y en el secundario sólo podrá hablarse de asimetría de la información y esto sólo en el caso del “insider trading”. Y con independencia de que continúo pensando igual que hace más de treinta años cuando un sector poderoso de doctrina norteamericana me descubrió la debilidad de las razones para someter a sospecha el tráfico de valores por iniciados<sup>(19)</sup>, el cumplimiento de los deberes de información que impone la transparencia tal como parece que se perfilan actualmente en nuestro ordenamiento limitará hasta donde es posible y, probablemente saludable, que en el mercado secundario los “insiders” puedan obtener provecho de su condición en perjuicio de quienes son “outsiders”.

No deseo terminar este apartado sin señalar que al confiarse la función de vigilancia de las normas relativas al mercado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ésta se constituye en órgano de supervisión, pero en modo alguno en órgano regulador como comúnmente se denomina. En todo caso su poder normativo es de índole administrativa en virtud de una habilitación legal y en relación con el aspecto instrumental del funcionamiento del mercado.

## **V. LA AUTORREGULACIÓN EN EL SECTOR DE LA PUBLICIDAD COMERCIAL**

### **1. Razones para tratar aquí de esta materia**

Otra manifestación de la autorregulación que deseo tratar aquí es la de la actividad publicitaria. Tres son las razones que me han determinado a tratar de este tema. En primer lugar, porque es indudable el auge que ha cobrado este sistema no solo en España sino también en otros países e incluso en la Unión Europea<sup>(20)</sup>. En segundo lugar, porque la autorregulación de la publicidad supone un sistema que surgido de la decisión de un sector de la industria publicitaria actúa consiguientemente al margen del derecho de producción estatal. Esta

---

(19) “La acción como parte...”, cit., pp. 186 y ss.

(20) Se destaca la autorregulación de la publicidad como modelo de sistema autorregulador por J. ESTEVE PARDO, *Autorregulación. Génesis y efectos*, Aranzadi, Pamplona, 2002.

marginalidad significa que la regulación autonómica no sustituye a la regulación por normas legales ni sus normas gozan de ningún reconocimiento ni legitimación por parte del ordenamiento jurídico estatal. En tercer lugar, porque la autorregulación publicitaria tiene en común con la autorregulación relativa al mercado de valores que el objeto o la materia regulado resulta ser el mercado mismo. Por estas razones el tratar aquí de la cuestión sirve como contrapunto de la que acaba de tratarse antes y pone, a mi juicio, de relieve la inconveniencia de tratar el fenómeno autorregulatorio como un fenómeno único <sup>(21)</sup>. Especialmente porque, como se verá, si en ambos casos se trata de regular el mercado, la justificación para hacerlo con el de los valores no se presenta, más que si acaso muy sucintamente, en relación con la publicidad. También porque mientras la autoregulación en aquel mercado se puede efectuar por medios adecuados por su naturaleza y por la eficacia que ésta impone, no sucede lo mismo en el caso de la autorregulación de la publicidad.

Someter a autorregulación la actividad publicitaria supone considerarla objeto propio de una regulación. De esta convicción participan los órganos del Estado y aun de las Administraciones Públicas, de la misma manera que lo hace la propia industria de la publicidad. Lo primero se acredita mediante la existencia de la llamada Ley General de Publicidad de 11 de noviembre de 1988 además de con una larga serie de disposiciones legales y reglamentarias que de un modo u otro regulan la comunicación comercial. Que la industria secunda la convicción acerca de la necesidad de la regulación de la publicidad lo acredita el hecho mismo de la existencia de la Asociación para la Autorregulación de la Comunicación Comercial que integra a medios, anunciantes y agencias publicitarias y emana reglas integradas en códigos de conducta cuya aplicación se confía a un Jurado de la Publicidad.

No es el momento de realizar una exposición siquiera somera de los rasgos estructurales del sistema de autorregulación ni su entronque con los ejemplos de autocontrol de otros países. Ni tampoco su posible asimilación al modelo anglosajón, británico, de autocontrol de las actividades informativas. Seguramente que un análisis detenido de estos extremos llevaría a la conclusión de que existen esenciales diferencias por ser distinto el contexto en que se inserta nuestro sistema de autorregulación. Lo mismo que nos convencería de lo inapropiado que resulta considerar que dicho sistema queda incluido en la alusión que al autocontrol hacen distintas directivas comunitarias sobre materias más o menos directamente concernidas por la publicidad.

---

(21) Como fenómeno único abarcador de formas que, a mi juicio, no representan autorregulación se trata por ESTEVE PARDO en la obra citada en la nota anterior.

## 2. La regulación de la publicidad y el mercado

Lo primero que cabe, pues, cuestionarse es si resulta pertinente someter a la publicidad a una regulación específica en vez de confiarla al mercado en su función reguladora. Pese a que no ha faltado quien defienda la regulación por el mercado como más barata y satisfactoria que la efectuada mediante normas dictadas al efecto por órganos del Estado <sup>(22)</sup>, parece que este modo de ver las cosas es un tanto reduccionista del fenómeno de la publicidad. En efecto, como en otros lugares vengo expresando <sup>(23)</sup> la publicidad es una actividad informativa del anunciante acerca de los bienes y servicios que negocia en un mercado y al mismo tiempo es un servicio que se presta al anunciante por la agencia de publicidad y por los medios publicitarios así como por otros sujetos intervinientes en los procesos de comunicación publicitaria que son, a su vez, objeto de negociación en su propio mercado. Consiguientemente no es fácil discernir con la suficiente claridad a cuál de los mercados se debe confiar la regulación de la actividad publicitaria. Por otra parte, el carácter persuasivo de la información publicitaria hace que ésta incida en derechos de quienes están en la posición de demanda o de oferta de los bienes y servicios a que se refiere la publicidad del anunciante. Tampoco desde este punto de vista parece satisfactorio que el ajuste entre el derecho del anunciante a difundir su publicidad y los derechos de sus destinatarios con los que puede colisionar la información publicitaria pueda efectuarse vía mercado. Por lo demás ha de reconocerse que la regulación de la publicidad viene en gran parte determinada por la necesidad de este ajustamiento de derechos entre anunciante y destinatarios o sujetos a los que la publicidad alcanza.

Sin negar la pertinencia de que la publicidad se someta a límites, si se quiere ser fiel a su estructura comunicativa y a su funcionalidad económica ha de partirse, a mi juicio, de esta consideración de la publicidad para dar una respuesta jurídicamente fundada a la pregunta de si la regulación que imponga los límites a la comunicación publicitaria ha de desprenderse de normas de producción estatal o, al menos, pública o puede confiarse a instancias autorreguladoras.

## 3. La regulación de la publicidad como ordenación del marco institucional del mercado

La publicidad es hoy un elemento indispensable en el ejercicio de la libertad de empresa en el marco de una economía de mercado que, para ser tal, ha de

---

(22) POSNER, R., *The Regulation of Advertising by the FTC*, 1973.

(23) *Lecciones de Derecho de la Publicidad*, Universidad Complutense, Madrid, 1985.

sustentarse en la competencia. Por consiguiente cualquier regulación de la publicidad ha de ser consistente con su función en el orden de la competencia. Mas consistente o no, es claro que la regulación afecta al orden de la competencia y la regulación de este orden pertenece al marco jurídico institucional del mercado. Por consiguiente la regulación no puede provenir más que de normas jurídicas <sup>(24)</sup>.

La existencia de una legislación relativa a la publicidad y de unas directivas también relativas a este fenómeno hacen innecesario continuar argumentando acerca de la naturaleza legal de las normas reguladoras de la publicidad. Por lo tanto, de constituirse un sistema de autorregulación ha de hacerse al margen de la legalidad o extra legalmente y ha de convivir necesariamente con el sistema de regulación estatal. Lo que sin duda plantea problemas de difícil solución.

Desde luego, el sistema de autorregulación no puede en modo alguno sustituir el sistema de legalidad. Mas es claro que no se satisface, a mi juicio, la necesidad de convivencia sin más que subrayar el carácter voluntario de sometimiento a la normativa del sistema de autocontrol y a las resoluciones adoptadas por los órganos *ad hoc* con que el sistema cuente y sin impedir que cualquiera pueda acudir al régimen legal y a su aplicación por los tribunales de justicia. Una argumentación de este orden sólo es satisfactoria en apariencia por mantenerse en un plano formal. En el plano material no puede desdeñarse la coacción social que puede ser ejercida a favor de la sumisión al sistema autorregulador, coacción que conducirá a la sumisión primero a las normas del sistema de autocontrol y al acatamiento de sus resoluciones después. Tanto más fuerte será la coacción cuanto más se robustezca el crédito social del sistema aunque ello se consiga sobre la base de pura propaganda. De hecho, pues, no es tan irrelevante para el sistema social y económico en su conjunto la existencia de un sistema de autocontrol de la publicidad, porque de hecho las normas que aplica acaban por desplazar a las normas estatales. Conviene señalar que la propaganda relativa al sistema se apoya en la conveniencia de que sean los directamente interesados en la publicidad quienes produzcan sus normas reguladoras antes de que el legislador imponga las suyas. Creo que sobra cualquier comentario. Por ello es necesario proceder al análisis de la pertinencia del sistema con cierta parsimonia.

Resulta que cuando las directivas comunitarias aluden a la posible opción por los Estados de fórmulas de regulación ajenas a los órganos estatales no dicen con arreglo a qué normas han de proceder tales órganos ni expresan la

---

(24) Para una exposición más detallada, véase "La publicidad y el sistema económico constitucionalizado", [www.instel.com](http://www.instel.com).

naturaleza de éstos <sup>(25)</sup>. No hay, pues, ninguna justificación en este orden comunitario para atribuir al sistema una capacidad de producción de normas con arreglo a las que juzgar a la publicidad. Únicamente alude a que se puede decidir “no sólo sobre la base de disposiciones legales sino también con equidad y basándose en códigos de conducta” la Recomendación de la Comisión relativa a los “principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de los litigios en materia de consumo” (98/257/CE, en DOCE L-115/31 de 17 de abril de 1998). Pero repárese en la concreción de la materia a que se contrae esta Recomendación. En primer lugar se refiere a conflictos en materia contractual; en segundo, a conflictos con consumidores. No es aceptable, pues, aludir a la Recomendación como apoyo en el ámbito europeo para la función de autorregulación de la publicidad.

Las dos vertientes de la publicidad a que me he referido antes han sido reconocidas por los Tribunales europeos al considerar el de Estrasburgo que, en cuanto comunicación, la publicidad queda protegida por el derecho a la información y el de Luxemburgo que por su función en relación con la empresa, el mercado y la competencia se estima incurso la publicidad en las libertades básicas del Tratado. Este doble reconocimiento avala mi vieja convicción de que la publicidad es objeto de los derechos contemplados en los arts. 20 y 38 de nuestra Constitución. Opinión que es hoy mayoritariamente compartida por nuestra doctrina.

En consecuencia, una regulación de la publicidad entendida como la de sujetos que operan en el mercado de los servicios publicitarios afecta al derecho a la información y al derecho a la libertad de empresa tanto como la regulación que se refiera a la publicidad como comunicación comercial en favor de los productos o servicios del anunciante. Para los dos supuestos ha de tenerse en cuenta, pues, como hilo conductor la combinación de ambos derechos. Pero la afectación de éstos sin embargo es diferente en cada uno de aquéllos.

#### **4. El limitado valor de los códigos de buenas prácticas publicitarias. Sus extralimitaciones**

Parece claro que por los principios conformadores de un regular régimen de producción autónoma de normas los códigos de la Asociación de Autorregulación o de cualesquiera otra asociación relativos a las prácticas de sus asociados en las relaciones entre ellos son perfectamente admisibles dentro de los límites generales de la autonomía de la voluntad siempre que no signifiquen una

---

<sup>(25)</sup> Cabe pensar que las directivas se refieren a Agencias independientes. Sobre ellas, BETANCOR, A., *Las Administraciones independientes. Un reto para el Estado social y democrático de Derecho*, Tecnos, Madrid.

traba de los mercados de los bienes y servicios de los anunciantes respecto de los que son conexos los mercados de los servicios publicitarios.

Unos códigos relativos a las relaciones entre anunciantes, agencias de publicidad y medios seguramente se definirían como representativos de una ética profesional o deontológica. Con independencia de que por mi parte no sea nada partidario de los códigos deontológicos <sup>(26)</sup>, no parece éste el momento de entrar a desentrañar su naturaleza y parece suficiente decir que, sin necesidad de cuestionarla, los códigos de que ahora hablamos pueden aceptarse como fruto del poder creador de la autonomía de la voluntad según se expuso en el apartado III.2 de este trabajo.

Pero por las mismas razones allí expuestas los códigos elaborados con pretensiones de imponerse a quienes no los han aceptado y en ámbitos que trascendiendo de las relaciones entre quienes sí lo hicieron llegan a alcanzar las que se establecen en el mercado de los productos y servicios de los anunciantes son códigos que, si no pueden considerarse como expresivos de deberes éticos profesionales, tampoco merecen considerarse repertorios de normas jurídicas producidas por la autonomía de la voluntad.

### **5. La doctrina derivada de la jurisprudencia de los Tribunales de la Unión Europea**

La afectación del mercado por los códigos de que ahora hablo necesariamente impone su confrontación con las normas configuradoras del marco institucional del mercado, normas que por referirse a una institución central en la vida económica y social han de proceder del legislador en cuanto que a él concierne expresar en la ley las valoraciones de los intereses en presencia, habida cuenta, desde luego, de las beneficiosas consecuencias que se siguen para los consumidores del buen funcionamiento de un mercado competitivo. No puede aceptarse que so capa de códigos de autorregulación se atente a ese buen funcionamiento del mercado.

En relación con esta manifestación del fenómeno de la autorregulación de que ahora estoy tratando resulta que las normas de producción supuestamente autónoma y su aplicación por órganos *ad hoc* son obstaculizadoras del buen funcionamiento del mercado por constituir generalmente restricciones no justificadas a la comunicación publicitaria. Ya el propio Adam SMITH advirtió que la competencia mercantil se repudia por los bienaventurados que de presente

---

<sup>(26)</sup> No dudo en sumarme al rechazo de la deontología y de los códigos deontológicos por las razones que resumen con total acierto pese a ser ellos partidarios de una y de otros APARISI MIRALLES, A. y LÓPEZ GUZMÁN, J. en "Concepto y fundamento de la deontología", en AA.VV., *Ética de las profesiones jurídicas. Estudios sobre deontología*, I, Murcia, 2003, pp. 73 y ss., especialmente pp. 94 y ss.

operan en el mercado. Sin necesidad de aludir a la idea de que con mayor facilidad se “captura al regulador” cuando éste se integra por sujetos cuya conducta ha de regularse que a otros órganos reguladores<sup>(27)</sup>, es claro que el funcionamiento de la competencia capaz de sostener un mercado contestable no puede dejarse al cuidado de los propios operadores económicos. Ahora bien, siempre partiendo, como es obvio, de productos y servicios de lícito comercio, es cierto sin embargo que su publicidad puede lesionar intereses o derechos que son objeto de protección jurídica. De ésta se ocupan las normas legales relativas a la publicidad. Podría pensarse que puesto que el sistema de autocontrol no excluye el régimen de regulación legal y de control por los tribunales no hay obstáculo en permitir su existencia.

Esta delicada cuestión —a la que ya en parte aludí anteriormente— viene resuelta con toda corrección por la jurisprudencia del Tribunal de Estrasburgo en las sentencias en que ha tenido ocasión de pronunciarse sobre la aplicación del art. 10 del Convenio europeo a los mensajes comerciales, muy especialmente en el caso Casado Coca de 1994<sup>(28)</sup>.

La doctrina que se deduce de esa jurisprudencia es que la publicidad puede venir limitada tan sólo por la necesidad de proteger derechos ajenos según impone el apartado segundo del art. 10 del Convenio europeo. Ahora bien ese límite ha de tener su expresión en una ley, debe tratarse de una medida necesaria, lo que implica su proporcionalidad al fin, y debe además ser previsible. Aquí interesa destacar el primero de los requisitos señalados. La medida restrictiva ha de venir impuesta por la ley, lo cual supone no solo una norma jurídica estatal sino una norma de un cierto rango habida cuenta el principio de supremacía del derecho que subyace al Convenio.

## **6. La autorregulación publicitaria y el orden público**

En definitiva las exigencias jurisprudenciales deben ser igualmente mantenidas como ya he sostenido en otro lugar<sup>(29)</sup>, en relación con nuestro derecho interno. Los límites a la publicidad deben deducirse de una articulación de los derechos reconocidos en la Constitución. Y es indudable que ello exige una cuidadosa ponderación jurídica que solo pueden realizar la ley y los tribunales

---

(27) Sobre la cuestión PEINADO, J.I., “La captura del regulador: Los consumidores y la competencia en la regulación económica”, en AA.VV., *La democracia a debate* (López García-Del Real Alcalá-Ruiz Ruiz eds.), Madrid, 2002, pp. 249 y ss.

(28) CATALÁ I BAS, A., *Libertad de expresión e información. La jurisprudencia del TEDH y su recepción por el Tribunal Constitucional*, Valencia, 2001, pp. 176 a 183 y 282 a 287.

(29) “La publicidad y el sistema económico constitucionalizado”, [www.iustel.com](http://www.iustel.com).

de justicia. Resulta, pues, que parece negarse la posibilidad de que se impongan limitaciones a la publicidad al margen de las normas legales.

Ahora bien, en la defensa o protección de derechos ajenos puede aceptarse que normas de inferior rango al legal o incluso que estándares de conducta voluntariamente asumidos por los operadores lleguen a grados de mayor precisión que las normas legales según se deduce también de la jurisprudencia del Tribunal de Estrasburgo. En este mismo sentido, las directivas comunitarias en materia de protección de consumidores señalan su carácter de tutela de mínimos autorizando a los Estados a extender más la protección. Pero ha de notarse que la autorización a los Estados se concede a efectos de proteger los derechos precisamente de consumidores, y que, de acuerdo con el sistema constitucional interno, la extensión de la tutela habrá de atenerse siempre a la articulación con todos los derechos fundamentales.

Por otra parte, de las propias directivas se deduce que los derechos respecto de los cuales puede ampliarse la protección son los que directamente protegen intereses concretos de los consumidores en sentido estricto. Nadie duda a estas alturas que el funcionamiento de los mercados y su contestabilidad reporta beneficios o utilidad a los consumidores. Por lo tanto, bajo capa de protección de derechos de consumidores no deben adoptarse medidas que obstaculicen ese buen funcionamiento del mercado. Este modo de ver las cosas queda patente al observar que la directiva 84/450/CEE, de 10 de septiembre modificada por la 97/55/CEE, de 6 de octubre, a la vez que consiente que los Estados amplíen la protección de los consumidores contra la publicidad engañosa expresamente prohíbe que legislen sobre publicidad comparativa a fin de hacer más estrechos los límites de su licitud, precisamente porque la publicidad comparativa entraña información beneficiosa para el mercado. Es conveniente subrayar que la protección que, según la directiva, puede ser ampliada es la de consumidores en sentido estricto, y no toda publicidad se dirige a destinatarios con esa cualificación, que, por lo demás, es de índole jurídica por venir definidos los consumidores en los pertinentes textos legales.

Después de cuanto se ha dicho parece que ni aun como sistema conviviente con el de una disciplina legal cabe admitir el de autorregulación de la publicidad en los términos en que se practica entre nosotros. El juicio debe ser adverso a su subsistencia desde el momento en que el sistema de mercado, basado en la libertad de empresa y en la competencia, debe estimarse que integra el orden público —recordemos que a él se refería la Ley de Prácticas Restrictivas de 1963— que es, como se sabe, un límite a la autonomía de la voluntad. Cualquier sistema basado en normas producidas al amparo del principio de autonomía encuentra, a mi juicio, el insalvable obstáculo para su validez en el orden público, obstáculo que es independiente de que el sistema supuestamente autorregulador sustituya o no al que resulte de normas legales. La autorregulación de la

publicidad ni en realidad es una regulación autonómica ni, si no se precisa bien el contorno de su eficacia, es otra cosa que regulación intervencionista en contra del mercado por quien además carece de legitimidad para producirla.

Una conclusión final puede acaso extraerse de este trabajo. El fenómeno de la autorregulación no es ni mucho menos un fenómeno único ante el que quepa adoptar una actitud también única. Incluso cuando se refiere propiamente a conductas que se observan en el mercado, la autorregulación se nos ha mostrado ambivalente. En mi opinión, para juzgar acerca del sistema autorregulador hay que considerarlo integrado en el mundo jurídico y, a partir de ahí, razonar de acuerdo con su posible alcance atendidos los límites subjetivos del poder normativo de la autonomía de la voluntad y también los límites que impone la ley, la moral y el orden público a la autonomía de la voluntad por razón de la materia o del objeto sobre el que pretende proyectarse.

# **SOBRE LA SEPARACIÓN DE DINERO EN LA QUIEBRA (\*)**

MARÍA LUISA MUÑOZ PAREDES

*Catedrática de Escuela Universitaria de Derecho Mercantil  
Universidad de Oviedo*

---

## **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. EL DERECHO DE SEPARACIÓN EN OTROS SISTEMAS LEGALES.
  - III. DERECHO ESPAÑOL.
- 

### **I. INTRODUCCIÓN**

Dentro del proceso de renovación legislativa tan profundo como extenso que ha experimentado el Derecho mercantil español en estos últimos años,

---

(\*) Trabajo destinado a los Estudios en homenaje al Profesor Olivencia. Se publica tal como fue entregado a la Comisión juzgadora del concurso a la plaza docente que ahora ocupo, el 16 de marzo de 2001.

*RDBB núm. 94 / Abril-Junio 2004*

especialmente desde nuestro ingreso en la Comunidad Europea, hay todavía un sector de la máxima trascendencia en el mundo de la empresa y de la economía en general que permanece inmune ante esas corrientes renovadoras: me refiero al Derecho concursal o, si se quiere, al Derecho de quiebras, un Derecho que entra en juego cuando la empresa cae en crisis y se hace preciso conjugar los intereses de la empresa en sí con otros muchos concurrentes de la más variada naturaleza.

Nuestros procesos concursales, como es bien sabido, siguen rigiéndose por textos centenarios y dispersos que, en gran medida, no se acomodan a las ideas ni a la realidad socioeconómica propias de nuestro tiempo. La empresa no es hoy un puro y exclusivo patrimonio del empresario, sobre el que tenga éste un derecho de disposición libre y absoluto. La empresa, actualmente, es independiente del empresario. Por otro lado, si ésta entra en crisis no puede ser considerada como un simple bien patrimonial destinado a ser liquidado para satisfacer los intereses de los acreedores. Por encima de ese interés, desde luego legítimo, de los acreedores al cobro de sus créditos con cargo a los activos empresariales, puede haber intereses superiores que, sin menoscabar ese derecho, conduzcan al reflotamiento y al mantenimiento de la empresa con una más o menos amplia reestructuración.

El estado legal vigente de nuestro ordenamiento, cuyas graves deficiencias han podido ser salvadas por una inteligente actuación de nuestros prácticos y de los Tribunales de Justicia, no ha pasado indiferente a nuestra doctrina ni a quienes tienen en sus manos la reforma de nuestras leyes <sup>(1)</sup>. Antes bien, aparte del Anteproyecto del Instituto de Estudios Políticos de 1959, recordemos, más recientemente, como signos de esa preocupación, por un lado, las Jornadas sobre la reforma del Derecho de quiebras de 1980 y, por otro, que desde 1983 está publicado un Anteproyecto de Ley concursal, obra de una ponencia especial presidida por el prof. OLIVENCIA y que revisó y aprobó la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación. Se trata de un texto novedoso en múltiples aspectos, cuya finalidad básica, como dice su propia Exposición de Motivos, *“ya no es la liquidación, sino la conservación del conjunto patrimonial del deudor común, con las modificaciones de estructura y de gestión que resulten necesarias para posibilitar su pervivencia”*. Paralelamente, en 1979, la Comisión de Cultura del Colegio de Abogados de Barcelona preparó otro Proyecto de Ley concursal en el que participaron numerosos letra-

---

(1) Una síntesis reciente de todos estos trabajos preparatorios puede verse en G.J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, “Reformas y proyectos de reforma del Derecho concursal español. Ante un nuevo impulso de los trabajos de actualización de ese sector de nuestro Ordenamiento jurídico”, en *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino Duque Domínguez*, Universidad de Valladolid, 1998, II, pp. 1643-1654.

dos y profesores universitarios y donde se comienza por reconocer, con toda la autoridad que tiene el foro barcelonés en esta materia, cómo la práctica forense ha tenido que regular los procedimientos concursales incluso al margen de las soluciones legislativas, hasta el punto de que puede decirse —y es cierto— que actualmente las situaciones de insolvencia se tramitan al margen de las leyes y que éstas constituyen incluso obstáculos para la justa solución de las situaciones de anormalidad. Esto explica la trascendencia prioritaria que da este Proyecto corporativo, menos innovador que el gubernamental, al convenio extrajudicial.

Pero lo cierto es que uno y otro Proyectos, por múltiples razones, permanecieron detenidos tal como fueron redactados, y la reforma de nuestro Derecho concursal, no apremiada por Directivas comunitarias<sup>(2)</sup>, continuaba esperando hasta que el 23 de junio de 1994 el Ministro de Justicia e Interior comunicó al Presidente de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación unos “Criterios básicos para la elaboración de una propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal” en los que, partiendo de unificar los procedimientos con independencia de la condición civil o mercantil del deudor común, se preveían dos procedimientos: la “suspensión de pagos” y el “concurso de acreedores” (esto es, se abandona la denominación tradicional de quiebra) cuyos presupuestos objetivos son, en el primero, la *iliquidez* del deudor y en el segundo, la *insolvencia*. La finalidad de la suspensión de pagos será la consecución de un *convenio* de continuación de la actividad profesional o empresarial del deudor y la del concurso la *liquidación* del patrimonio para satisfacer a los acreedores. Por otro lado, se suprime la retroacción absoluta actual de la quiebra y se sustituye por acciones revocatorias especiales. Se postula, asimismo, una reducción drástica de los créditos privilegiados y la postergación legal de determinados créditos de personas especialmente relacionadas con el deudor.

Recibidas estas Bases, la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión sugirió al Ministro de Justicia la conveniencia de que se confiara a uno de los miembros de la Sección, el prof. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, la redacción de una “Propuesta de Anteproyecto”, sugerencia que fue aceptada y que dio lugar a la redacción de la misma por parte de dicho profesor, siendo publicada en 1996.

Esta Propuesta, junto con otros textos complementarios o alternativos, sirvieron de base para elaborar un nuevo Anteproyecto, a cargo de una Comisión presidida por el prof. OLIVENCIA, terminado recientemente y que, inédi-

---

<sup>(2)</sup> Como es sabido, se aprobó el Reglamento (CE) núm. 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos transfronterizos de insolvencia, con entrada en vigor el 31 de mayo de 2002, pero que no contempla la posición jurídica de los propietarios de bienes en poder del deudor insolvente.

to en el momento actual, el Ministro de Justicia ha sometido a informe de algunos organismos. Texto con el cual el Gobierno trata de cumplir el compromiso asumido de remitir a las Cortes un Proyecto de Ley concursal antes del 8 de julio de 2001.

Entre tanto, los problemas propios de estas situaciones de patología empresarial, sobre todo cuando se tramitan por vía judicial, siguen solventándose conforme a unos textos envejecidos que no siempre son aplicados correctamente.

Los problemas que afloran en la práctica de nuestros procesos concursales son infinitos y en esta ocasión de concursar a una plaza de Catedrática de Derecho Mercantil de Escuela Universitaria, me ha parecido oportuno centrar mi atención en uno de ellos, en un problema concreto que se da en la vida diaria, que no es una cuestión puramente especulativa, con lo cual, a la vez, seguimos fieles a la idea metodológica de que el Derecho mercantil es, sobre todo, como dirían VIVANTE y ASCARELLI, una ciencia de atenta observación de la realidad.

La cuestión no es difícil de exponer. Como es sabido, recordemos de modo preliminar que la delimitación de la masa de un concurso en todos los sistemas, cualesquiera que sean su denominación y peculiaridades, se articula a través de dos operaciones fundamentales y contrapuestas: la reintegración y la reducción del activo existente al momento de su declaración, que son una consecuencia del postulado fundamental del artículo 1911 del Código Civil, esto es: el deudor fallido responde frente a sus acreedores con todos sus bienes presentes y futuros; por tanto, también con aquellos que siendo suyos no están en su poder en ese momento y es preciso reintegrarlos a la masa. Para ello los distintos ordenamientos articulan bien un sistema de retroacción (que puede ser absoluto, como el originario francés, cuyas consecuencias prácticas condujeron a su pronta sustitución en la propia Francia en 1838 por un sistema relativo) o bien un sistema de acciones impugnatorias, como el alemán. Mediante uno u otro procedimiento se trata de recuperar bienes que, siendo del quebrado, están en manos de terceros.

En sentido inverso, y con igual fin, todos los sistemas conceden a determinados acreedores acciones para que se les reconozca que determinados bienes muebles —nada hay que decir de los inmuebles— en poder del concursado, son de su propiedad y no de este último. En este sentido, los textos tradicionales y la doctrina más difundida hablan de acciones reivindicatorias, a las que sigue refiriéndose la Ley francesa vigente de 1985, a diferencia de la clásica *Konkursordnung* alemana, que hablaba de "*Aussonderung*", esto es, de derecho o pretensión de separación de bienes de la masa, y así se ha mantenido en la reforma del Derecho concursal operada por la *Insolvenzordnung* de 1994. Por su parte, la Ley de quiebras italiana reconoce tres acciones: la de reivindicación,

la de restitución y la de separación de cosas muebles (art. 103). En cualquier caso, todas esas acciones tienen el mismo objetivo de defender los intereses de terceros antes apuntados <sup>(3)</sup>.

En la misma línea, nuestro Derecho, en términos generales, establece una norma programática (art. 908) que tutela los derechos de los acreedores sobre aquellas mercaderías, efectos o bienes de otra especie existentes en la masa de la quiebra y cuya propiedad no se hubiese transferido al quebrado por un título legal e irrevocable, y en el precepto siguiente enumera algunos casos que deben estimarse comprendidos en la norma precedente.

Pues bien, en la práctica no es raro que, entre los bienes existentes en poder del concursado cuando es declarado tal —sea, en nuestro sistema, un suspenso o un quebrado—, se encuentren **cantidades de dinero que no son de su pertenencia**. Una situación de este tipo, por ejemplo, es la que se produce con los préstamos de los socios en las sociedades de capital. Se trata de un fenómeno frecuentísimo en la realidad de nuestras suspensiones de pagos, tanto de sociedades aisladas como de grupos de sociedades. Un fenómeno, además, no reciente, pues, como ha puesto de relieve nuestra mejor doctrina (PAZ-ARES), el postulado de la adecuación del capital a las exigencias del objeto social ya fue establecido, quizá por vez primera en el Derecho universal, por el Reglamento (art. 13.3) de nuestra Ley de Sociedades Anónimas de 1848. Lo cierto es, sin embargo, que ha sido mérito sobre todo de la jurisprudencia americana primero y, luego, de la alemana el haber sentado las bases para orientar al juez sobre cuál debe ser la suerte de esas cantidades prestadas a la sociedad en detrimento del capital social, es decir, libres de riesgo.

Pero no es éste el tema objeto de mis consideraciones. Lo he recordado tan sólo como ejemplo muy relevante de la existencia en la masa concursal de dinero propiedad de terceros —socios o administradores— que pretenden ponerlo a salvo de la crisis económica de la empresa.

---

<sup>(3)</sup> El abandono por la Ley alemana del término “reivindicación” en favor del de separación, como veremos, ha tenido repercusión legal y doctrinal en otros ordenamientos, como es el caso del nuestro, sin ir más lejos, pues el circunscribir necesariamente las acciones ejercitables a los rígidos esquemas de la reivindicación supone restringir de modo innecesario los efectos que puede tener la separación en la quiebra, supone imponerle unos requisitos que en ocasiones nada tienen que ver con la finalidad que se persigue. Así lo pone de relieve, entre nosotros, Joaquín RODRÍGUEZ en su obra *La separación de los bienes en la quiebra*, México, 1951, p. 19, diciendo: “Si queremos hacer un resumen crítico de la terminología legal y doctrinal, podemos decir que frente a la denominación de *reivindicación* surge la de *separación*, que es mucho más correcta, porque expresa en términos amplios el efecto básico de las diversas acciones que pueden intentarse, y porque no prejuzga acerca del carácter de las mismas”.

Mis reflexiones van a centrarse en otra hipótesis también conocida por la práctica: la existencia en poder del suspenso o quebrado de dinero depositado o entregado con un fin concreto por terceros. La realidad judicial, como acabo de resaltar, conoce este caso. Recordaré uno reciente, producido en una de las suspensiones de pagos que, por su volumen y por el número de acreedores implicados, ha tenido mayor repercusión en los medios financieros y sociales de nuestro país. En este caso, producida la suspensión de la sociedad madre en un grupo de sociedades, dentro de la masa pasiva insinúan sus créditos centenares de accionistas de una filial que habían suscrito acciones de una ampliación de capital de ésta anterior a la suspensión de la sociedad madre, y que, siguiendo instrucciones de los administradores comunes, habían desembolsado sus acciones no en la cuenta de la sociedad emisora, sino en la de la suspenso, que asumía el encargo de transferirlos a la primera, y que pretenden que se les considere como acreedores de dominio con derecho a ser pagados íntegramente al margen de la suspensión.

Este caso no es exclusivo de nuestra práctica, ni tampoco del ámbito de los créditos pecuniarios. Puede darse también en referencia a otros bienes fungibles como, por ejemplo, ciertos valores mobiliarios al portador, y, en general, con cualquier tipo de bien fungible. Así ocurrió recientemente en Italia en un supuesto dictaminado por los profesores PORTALE y DOLMETTA publicado en 1994 por la revista *Banca Borsa e titoli di credito*. En este caso una sociedad limitada había comprado a través de un agente de cambio determinados valores al portador que, por mutuo acuerdo, quedaron en poder de este último a título de depósito, manteniéndose documentalmente acreditada la propiedad de la sociedad compradora. En un momento dado, la sociedad pide al Agente que le restituya los títulos. El Agente no los conservaba pero ordena a un Banco que los compre (idénticos) y se depositan en el mismo en un *dossier* a nombre del Agente. Posteriormente es declarado en quiebra el Agente y la sociedad reivindica los títulos existentes en el *dossier* bancario, pero el juez rechaza tal petición afirmando que dichos títulos no se identifican con aquéllos dados en su día en depósito al agente, y que su propiedad hasta la fecha de la quiebra no se había transmitido a la sociedad al tratarse de títulos al portador que no habían sido entregados, por lo que es infundada su pretensión de obtener de la quiebra la restitución de los títulos comprados.

El objeto de mis reflexiones va a tener como punto de partida tanto el caso italiano cuanto el español, pues ambos, como he señalado, tienen en el fondo una problemática común, a saber: hasta qué punto el carácter **fungible** del bien depositado puede ser un obstáculo insalvable para reconocer la **propiedad** del acreedor depositante, con su consiguiente derecho a separarlo de la masa común. Este problema se presenta con todo bien fungible, pero máxime con el

dinero, que, como dice GARRIGUES <sup>(4)</sup>, es “la cosa fungible por excelencia” y “entra en las transacciones generalmente con este carácter en el sentido de que no interesan las piezas individualmente consideradas, sino el número, la cantidad”, por lo que “se habla de *sumas* de dinero mejor que de *cantidades* de dinero”. O, como recuerda BONET CORREA <sup>(5)</sup>, es un bien “ultrafungible”, o “de una fungibilidad absoluta”, en cuanto “es el común denominador de las demás cosas y bienes (materiales e inmateriales) en la vida de las relaciones patrimoniales de las personas”. Además, el dinero es un bien fungible con una naturaleza especial: apenas es necesario recordar que nuestro C. c. cuando define (art. 337) los bienes fungibles en realidad se refiere a los consumibles. Cosas fungibles son, por el contrario, para el Derecho romano, *res quae pondere, numero, mensura, consistunt*, y este concepto es el que ha pasado al BGB, con plena claridad, cuando, en el § 91, dice que son cosas fungibles (*vertretbare Sachen*) en el sentido de la Ley las cosas muebles que el comercio acostumbra a determinar por su número, medida o peso. En qué reside la especialidad del dinero es una cuestión que ha recibido variadas respuestas: NUSSBAUM <sup>(6)</sup> observa que “en oposición a la inmensa mayoría de las cosas fungibles, el dinero no se determina por sus caracteres físicos (...); en el comercio no se da ni se toma dinero por lo que físicamente representa, esto es, un trozo de papel, una pieza de cobre o una pieza de oro”, pero este criterio negativo —reconoce— lo mismo podría aplicarse a los títulos-valor, y por ello busca y halla un criterio positivo exclusivo de aquél: “el dinero, en el comercio, se da y se recibe atendiendo solamente a su relación con una determinada unidad (marco, franco, lira, etc.), o, más exactamente, como un equivalente, múltiplo o submúltiplo de esa unidad (...). Esta unidad, individualizada con un nombre propio (marco, franco, lira, etc.), no tiene su origen en las propiedades corpóreas de la cosa utilizada como dinero en cada caso (...)”, sino que constituye un “*prius* frente a las cosas empleadas como dinero en particular (signos monetarios). Es de naturaleza **ideal** en sí misma, pero se materializa inmediatamente (...) en los signos monetarios”. Y esta referencia a una unidad ideal se encuentra “siempre en el dinero y solamente en el dinero”. En conclusión, define el dinero como “aquellas cosas que, en el comercio, se entregan y reciben, no como lo que físicamente representan, sino solamente como fracción, equivalente o múltiplo (x veces) de una unidad ideal”.

---

(4) V. J. GARRIGUES, “El dinero como objeto de la actividad bancaria”, *RDM*, núm. 67 (1968), pp. 7-42, en art. 17.

(5) Cfr. J. BONET CORREA, *Las deudas de dinero*, 1.ª ed., Madrid, 1981, pp. 241-242.

(6) A. NUSSBAUM, *Teoría jurídica del dinero*, trad. esp. de L. Sancho Seral, Madrid, 1929, pp. 32-33.

Esta disociación entre el dinero y su representación ha dado lugar a la aparición histórica de diversos tipos o formas de dinero en un proceso que en la doctrina alemana se ha dado por llamar “cambio en la configuración del dinero” (“*Gestaltwandel des Geldes*”), y que se sustancia —en palabras de VOGEL<sup>(7)</sup>— en la “tendencia a la *desmaterialización* y *creciente abstracción* del dinero”, pasándose desde el dinero amonedado al dinero contable o de giro, últimamente, al denominado “dinero informático”, aunque aún no esté claro si este último cumple los requisitos jurídicos del concepto de dinero.

Si resulta evidente la fungibilidad del dinero, no lo es tanto su carácter consumible, esto es, que sea un bien del que, como dice el C.c. (art. 337), “no puede hacerse el uso adecuado a su naturaleza sin que se consuma”, porque, de acuerdo con BONET CORREA<sup>(8)</sup>, frente a las cosas que se destruyen por el uso, ni el dinero como género ni la moneda como especie perecen por su uso. Claro está que el deterioro del papel o de la moneda en que se represente el dinero nada tiene que ver con el uso del objeto dinero, como se habla del uso o consumo de alimentos. Por ello BONET CORREA habla de “gasto de dinero” por contraposición al mero consumo de las cosas: mientras las cosas consumibles se destruyen por el uso, el gasto del dinero supone un simple cambio de titularidad. “El gasto de dinero provoca su circulación y no su desaparición”. Por todo ello niega que el dinero sea consumible.

Para comenzar, podemos decir que el tratamiento de los créditos pecuniarios por razón de depósito cuando se produce la quiebra del depositario no ha merecido una atención detenida y profunda ni en la doctrina ni en la jurisprudencia europeas más representativas, ni antiguas ni modernas. Para comprobar esta situación basta con dar repaso a las posturas mantenidas por los autores más destacados en los distintos sistemas legales.

## II. EL DERECHO DE SEPARACIÓN EN OTROS SISTEMAS LEGALES

1. Comencemos por Francia. En este país, PARDESSUS<sup>(9)</sup>, escribiendo bajo la vigencia del derecho reformado de 1838, decía que los “depósitos de

---

(7) K. VOGEL, “El Estado moderno y el dinero”, *Estudios en memoria de Ramón Valdés Costa*, Montevideo, 1999, pp. 35-47, en part. 38.

(8) V. *Las deudas de dinero*, cit., p. 242.

(9) *Cours de Droit Commercial*, 6.<sup>a</sup> ed., París, 1857, III, p. 509.

dinero presentan más dificultades para la reivindicación, y precisamente los casos se dan con frecuencia. Si una suma ha sido remitida dentro de una saca cerrada o dentro de un cofre, con o sin indicación de un empleo determinado, el depositante que pruebe la individualidad de ese depósito puede reclamarlo; dado que el dinero no tiene signos particulares de reconocimiento, la precaución de cerrarlo proporciona la individualidad necesaria. Pero si una suma ha sido remitida sin ningún signo que la individualice, aunque haya sido a título de depósito, el depositante no tendrá derecho a la reivindicación, porque él no podrá probar que esas piezas son precisamente las que él depositó”. Esto es, para PARDESSUS no cabe la separación de dinero como tal, sino de un determinado cofre, de una determinada saca, cuya propiedad se acredita. Pero el dinero en depósito abierto, en tanto que se confunde con el del depositario y no es posible distinguirlo, no es susceptible de separación. Ésta es la tesis que mantienen otros autores de la época<sup>(10)</sup>, y, ciertamente, es la más acorde con la letra del *Code* entonces vigente. En efecto, tanto la redacción originaria de 1807 cuanto la reformada de 1838 limitaban la reivindicación a objetos que se conservasen *in natura* dentro de la masa y que pudieran identificarse<sup>(11)</sup>. Es más, en la redacción originaria, los requisitos de identidad eran muy rigurosos, hasta el punto de que el artículo 580, relativo a la separación de mercaderías vendidas al quebrado e impagadas, disponía que “la reivindicación sólo podrá ejercerse sobre las mercancías que se reconozca que son idénticamente las mismas y cuando se reconozca que las balas, barricas o envoltorios en los que se encontraban antes de la venta no han sido abiertos, que las cuerdas o marcas no han sido quitadas ni cambiadas y que las mercaderías no han sufrido, ni en naturaleza ni en cantidad, cambio o alteración”. Estas exigencias desaparecen en la reforma de 1838, menos rigurosa en este sentido, aunque no en lo que atañe a los depósitos abiertos de dinero.

---

<sup>(10)</sup> Así, por ejemplo, J. A. ROGRON, *Code de commerce expliqué*, 2.<sup>a</sup> ed., París, 1873, p. 1204, *sub* art. 575. E. THALLER, *Des faillites en droit comparé avec une étude sur le règlement des faillites en droit internationale*, París, 1887, II, p. 108 y ss., sin embargo, no se refiere expresamente a la separación de dinero (salvo cuando se trata de una sustitución del objeto por su precio), aunque puede deducirse que la excluye, dada la postura extremadamente restrictiva que mantiene respecto a la separación de bienes muebles en general, a cuyos propietarios propone someter a la ley del dividendo.

<sup>(11)</sup> Decía, por lo que se refiere al depósito, el art. 581 originario —art. 575 tras la reforma de 1838— que “podrán ser reivindicadas, en tanto se conserven *in natura*, en todo o en parte, las mercaderías consignadas al fallido, a título de depósito...”.

Un planteamiento más acertado lo encontramos en PERCEROU <sup>(12)</sup>, quien distingue, en este tema, según el depósito sea regular o irregular, siendo, como es obvio, posible la separación en el primer caso y no así en el segundo. Sin embargo, las consecuencias prácticas de su postura son las mismas que las anteriormente expuestas, pues considera que, en el depósito regular, se ha de devolver exactamente la misma cosa que se depositó, lo que no es posible en el depósito abierto de dinero u otros bienes fungibles. Concretamente plantea este autor <sup>(13)</sup> la cuestión siguiente: dos comerciantes han depositado separadamente mercancías de la misma especie en casa del quebrado y él las ha mezclado de modo que es imposible distinguirlas, pero sin que en ese conjunto se encuentren mercancías de otra procedencia. ¿Cabe la separación?, plantea, y responde negativamente afirmando que no cabe reivindicación colectiva, sino individual, y que cada reivindicante ha de probar que “la cosa individualizada que él reclama es la misma que él ha depositado”.

Pues bien, esta tesis que, atendiendo al dato de la fungibilidad del dinero u otros bienes, niega la posibilidad de separarlos de la masa, y que es mantenida también por la jurisprudencia de la época <sup>(14)</sup>, ha sido la dominante en Francia hasta fechas muy recientes, en que se ha producido una modificación legal de gran trascendencia que tiene su precedente en la evolución experimentada en el régimen de separación de valores mobiliarios, que vamos a examinar seguidamente.

Entre las disposiciones relativas a la separación de bienes, el *Code* contenía otra referida a la separación de valores mobiliarios. Era el artículo 574 (más tarde, 546) cuyo texto se mantuvo en la Ley de 1967 (art. 64) para llegar, finalmente, al artículo 120 de la Ley vigente de 25 de enero de 1985, que dice así: “Podrán ser reivindicados, si todavía se encuentran en la cartera del deudor, los efectos de comercio u otros títulos no pagados remitidos por su propietario para ser cobrados o para ser específicamente destinados a pagos determinados”.

---

(12) *Des faillites & banqueroutes et des liquidations judiciaires*, 2.<sup>a</sup> ed., París, 1937, II, p. 414, núm. 996 bis.

(13) *Des faillites...*, cit., p. 427.

(14) V., por todos, RIPERT/ROBLOT, *Traité de Droit commercial*, II, 14.<sup>a</sup> ed. por DELEBECQUE y GERMAIN, París, 1994, núm. 3143, p. 1122.

Tanto PARDESSUS <sup>(15)</sup> como THALLER <sup>(16)</sup> e, incluso, PERCEROU <sup>(17)</sup> limitaban su aplicación a los valores nominativos que se hallasen en poder del quebrado en virtud de un endoso limitado “para cobranza” o de un endoso irregular sin efecto traslativo del dominio, tesis dominante que, sin embargo, es ignorada por el legislador a raíz del establecimiento del sistema SICOVAM <sup>(18)</sup>, porque en esta sociedad se depositaban títulos al portador como cosas fungibles, pudiendo el depositario, por tanto, reclamar únicamente que se le restituyeran títulos de la misma naturaleza que los depositados, no evidentemente los mismos. Pese a ello, el Decreto regulador de este Servicio (de 4 de agosto de 1949), al disciplinar la situación de crisis económica del intermediario y su repercusión sobre sus clientes, ofrecía a éstos la posibilidad de ejercitar una acción llamada por la propia ley “reivindicatoria” de los títulos depositados en la SICOVAM a nombre del quebrado, en cuanto figurasen como titulares de tales valores en la contabilidad de aquél.

La previsión de una acción reivindicatoria de cosas fungibles fue criticada por un sector de la doctrina, entendiendo que era una “herejía” del legislador, contraria a la tradición francesa, según la cual la acción de reivindicación supone la prueba de un derecho de propiedad, y no cabe reivindicar más que cosas

---

(15) V. *Cours...*, cit., III, pp. 520-521.

(16) Cfr. *Des faillites...*, cit., II, p. 111.

(17) *Des faillites...*, cit., II, pp. 416-417. PERCEROU se refiere a la separación de títulos al portador al hablar de los supuestos no específicamente previstos por el Código y exige que se pruebe la identidad de los títulos, recurriendo para ello a su número de serie.

Otro autores, como Ch. LYON-CAEN y L. RENAULT (en su *Traité de Droit commercial*, VIII, 4.<sup>a</sup> ed., París, 1914, núm. 815), afirman claramente lo contrario, pues, al referirse a títulos al portador, admiten su reivindicación aunque hayan sido cambiados por otros con números diferentes, pues el cambio de números, para ellos, es una simple formalidad que no impide que los títulos sean idénticos, citando en su apoyo jurisprudencia en este sentido.

(18) Como es sabido, en Francia se estableció en 1949 (por D. de 4 de agosto de ese año) un sistema de depósito de acciones al portador (llevado a cabo por la Sociedad Interprofesional de Compensación de Valores Mobiliarios, SICOVAM) que, a diferencia de su predecesor (del que se encargaba la Caja Central de Depósito y Transferencia de Títulos, o CCDVT) es facultativo, aunque en la práctica seguido por la generalidad de los accionistas. Consiste en que éstos depositan sus títulos en un establecimiento afiliado a la SICOVAM, que puede ser una entidad bancaria o un agente de cambio (desde 1988, sociedades bursátiles), que a su vez los deposita en una cuenta corriente abierta a su nombre en SICOVAM. Sobre el mismo, v., en nuestra doctrina, las referencias de BROSETA en su “Dictamen sobre la viabilidad de un procedimiento especial para la custodia, inmovilización y administración de valores y de sus cupones, así como sobre diversas cuestiones que puede originar su puesta en práctica”, en M. BROSETA/J. MALDONADO (*Hacia una más fácil negociación y administración de los valores mobiliarios al portador*, Valencia, 1967, p. 17; ahora en *Estudios de Derecho bursátil*, Madrid, 1971, pp. 41 y ss., en part. 46).

ciertas. Otros la justificaban acudiendo a la figura del *Sammeldepot* alemán<sup>(19)</sup>, o depósito colectivo de títulos, en el que la masa de depositantes sería propietaria colectiva de los valores de la misma naturaleza depositados en cuenta, y que la acción de reivindicación de cada uno de ellos se fundamentaría en su respectiva fracción de la copropiedad<sup>(20)</sup>.

En cualquier caso, con la reforma del sistema operada por la Ley de 3 de enero de 1983 se suprimió toda referencia a las nociones de depósito y de reivindicación, sustituyendo el mecanismo de reclamación anterior por otro dirigido al mismo resultado<sup>(21)</sup>: evitar el concurso con otros acreedores, pues ahora se permitía a los titulares clientes del intermediario fallido, desde la apertura del procedimiento concursal, ordenar que sus títulos se transfiriesen a otro intermediario afiliado a la SICOVAM<sup>(22)</sup>.

Entre tanto, el proceso de desmaterialización se consolida con el Decreto de 2 de mayo de 1983, pasándose de la fungibilidad de los títulos a la desaparición de los mismos y a su sustitución por anotaciones contables, y el cambio legislativo obrado por la Ley de 3 de enero de ese año se amolda perfectamente a la nueva naturaleza de los valores. En efecto, mediante la previsión del “derecho de transferencia” se salva el escollo de la individualización del bien como presupuesto de la acción reivindicatoria, que se agudiza aún más con la desaparición de los títulos materiales, dado que la propiedad<sup>(23)</sup> no recae ya sobre una cosa concreta y determinada, sino que deviene ahora un derecho sobre un valor, que en la mayoría de los casos ni está individualizado ni es individualizable.

---

(19) Estudiado entre nosotros por GARRIGUES, en “El depósito irregular y su aplicación en Derecho mercantil”, *Rev. Cr. Der. Inm.*, 1932, p. 81 y ss., 161 y ss., 241 y ss., 321 y ss., 401 y ss., 481 y ss., 561 y ss., 641 y ss., y 721 y ss., en part. 563-565.

(20) Cfr. RIPERT/ROBLOT, *Traité*, cit., II, núm. 1803, pp. 49-50.

(21) Así, RIPERT/ROBLOT, *Traité*, cit., II, núm. 1803, p. 50.

(22) En la práctica, sin embargo, parece que no ha dado los resultados apetecidos. H. DE VAUPLANE (s. v. “Redressement et liquidation judiciaires. Défaillance d’une société de bourse”, en *Juris-Classeur. Commercial*, 9, fasc. 3210 —1994—, p. 6, núm. 27) así lo manifiesta alegando el caso de insuficiencia de títulos en la cuenta del fallido en la SICOVAM con respecto a los valores inscritos en las cuentas de sus clientes, porque en esa situación se opera un reparto proporcional de los títulos existentes entre los titulares de los valores, y los accionistas que no se satisfacen plenamente se convierten en acreedores quirografarios por el resto (a).

(a) Aunque en principio deberían coincidir los valores del fallido en la cuenta de la SICOVAM con los derechos de sus clientes en sus diferentes cuentas, puede producirse una insuficiencia, por ejemplo (v. VAUPLANE, *ibidem*, p. 7, núm. 28), si el intermediario hubiese vendido fraudulentamente valores depositados bajo su custodia sin mandato de su titular con el fin de engrosar su propio patrimonio.

(23) Como recuerdan RIPERT/ROBLOT, *Traité*, cit., núm. 1795, p. 43.

De esta forma se trataba de facilitar la separación de valores sin extraer la acción reivindicatoria de sus moldes clásicos. Así, para las cosas fungibles en general, la jurisprudencia venía exigiendo que fueran objeto de una identificación precisa para poder ser reivindicadas<sup>(24)</sup>.

Pero este estado de cosas finaliza con la reforma de la Ley concursal de 1985, operada por la Ley núm. 94/475 de 10 de junio de 1994, que añadió al artículo 121 un tercer párrafo que dice: “*La revendication en nature peut également s’exercer sur des biens fungibles lorsque se trouvent entre les mains de l’acheteur des biens de même espèce et de même qualité*”. Esto supone un cambio radical en la concepción de la reivindicación, al prescindir por completo de la exigencia de la individualización de la cosa, y así la jurisprudencia ha tenido que abandonar sus posiciones más tradicionales, admitiendo, en un caso<sup>(25)</sup>, la reivindicación de mercancías, a pesar de proceder de proveedores

---

(24) V. las referencias jurisprudenciales de VALLANSAN, S.V., “Redressement et liquidation judiciaires. Situation du vendeur de meubles. Revendication. Règles générales”, en *Juris-Classeur Commercial*, 9, fasc. 2550 (1999), p. 7, núm. 42. Así, tratándose de títulos al portador, la jurisprudencia había mantenido una tesis rigorista, al exigir que el reclamante los identificase por su número de serie o que se encontrasen individualizados de otra forma (como, por ejemplo, depositados en un sobre a nombre suyo), pero en los años cincuenta encontramos ya varias decisiones con posturas más tolerantes. Es el caso de la sentencia de la *Cour de Paris* de 26 de marzo de 1958 (en *RTDCom*, 1958, p. 637, comentada por HOUIN) que admite, en la quiebra de una entidad bancaria, la separación de unos títulos fungibles al portador que no podían ser individualizados, apoyándose en que en la cuenta del reclamante figuraba un cargo por el valor de adquisición de esos títulos y ningún otro cliente había reclamado títulos de esa categoría. V., también, la S. del mismo Tribunal de 16 de noviembre de 1959, *ibidem*, 1960, p. 187, y la del Trib. Com. de Agen de 13 de febrero de 1961, *ibidem*, 1961, p. 163, ambas anotadas por HOUIN. Esta tendencia, sin embargo, no se consolidó en la jurisprudencia posterior ni fue consagrada por la legislación al redactarse la Ley concursal de 1967 ni en la redacción originaria de la Ley vigente de 1985. Es más, decisiones recientes de la Casación retomaron la tesis tradicional, al exigir, nuevamente, la individualización de los bienes muebles objeto de la separación (en este sentido, v. las SS. *Cass. com.* de 12 de diciembre de 1984, en *Bull. Cass.*, 1984, vol. 4, núm. 347, y de 3 de junio de 1986, *ibid.*, col. 4, núm. 104). En la doctrina, por su parte, no faltaban voces críticas que consideraban incorrectas las tesis jurisprudenciales que permitían la separación de bienes fungibles no identificados [como VALLANSAN, “Redressement et liquidation judiciaires. Situation du vendeur de meubles. Revendication”, en *Juris-Classeur Commercial, Code de commerce annoté*, fasc. 2550 (3, 1993), p. 6, núm. 57, y allí más referencias] y autores que ni siquiera planteaban la cuestión (v. F. DERRIDA/P. GODÉ/J.-P. SORTAIS, *Redressement et liquidation judiciaires des entreprises. Cinq années d’application de la loi du 25 janvier 1985*, 3.ª ed., Paris, 1991, p. 226 y ss.).

(25) Así *Appel. Rouen*, 4 de abril de 1996, *RJDA*, 1996, núm. 1543, citada por VALLANSAN, S. V., “Redressement et liquidation judiciaires. Situation du vendeur de meubles. Revendication. Règles générales”, 1999, cit., p. 7, núm. 42.

diferentes, por ser de la misma naturaleza que las reclamadas, y lo mismo en otro <sup>(26)</sup>, aunque aquí era la rotación de *stocks* lo que excluía que las mercancías existentes *in natura* fuesen las mismas que las efectivamente exigidas <sup>(27)</sup>.

2. En el ordenamiento italiano la evolución ha sido similar. El Código de 1882, que no preveía más depósito que el de mercancías en almacenes generales (Libro I, Título XVI), y no distinguía, pues, el depósito regular del irregular, tampoco al disciplinar la acción reivindicatoria en la quiebra hacía referencia expresa a la quiebra del depositario, sino a la del comisionista y a la del vendedor (arts. 802 y ss.).

No obstante, la reivindicación a que se refiere aquí el Código es una reivindicación especial, que tenía como fin facilitar la reivindicación, dentro de un procedimiento de quiebra, en aquellos casos en que no se habrían cumplido los requisitos propios de la reivindicatoria ordinaria, en particular, el de la conservación de la propiedad de la cosa por parte del reivindicante.

Junto a la reivindicación ordinaria, había que situar la reivindicación especial de la quiebra (se habla así de “*rivendicazione fallimentare*” versus “*ri-vendicazione ordinaria*”) <sup>(28)</sup>. A estas dos acciones aún había que sumar una tercera, la de “separación” u “oposición”, prevista con carácter general por el Código de procedimiento civil de 1865 (art. 647), para ser ejercitada en las ventas judiciales por los titulares de derechos reales, no necesariamente propietarios, sobre cosas pignoradas por un tercero, y vigente también para la quiebra, con las adaptaciones necesarias derivadas de no tratarse aquí de una pignoración, pero siendo en definitiva su fin el de no permitir que la ejecución

---

<sup>(26)</sup> Sent. Appel. París, 3.<sup>a</sup> Ch. Civ., de 3 de abril de 1998, *D. Aff.*, 1998, p. 845, también cit. por VALLANSAN, *loc. cit. ult.*

<sup>(27)</sup> En aplicación de este precepto y en la línea de las anteriores, la Appel. París (3.<sup>a</sup> Ch. B., de 26 de junio de 1998, en *Juris-Classeur. Commercial*, 9, fasc. 2550, p. 1) ha admitido la reivindicación en el caso de un proveedor de productos farmacéuticos que reclamaba la separación de sus productos de la masa de la quiebra de una farmacia a la que suministraba, a pesar de no poder ser individualizados, pues en las diferentes entregas realizadas en ejecución del contrato no se habían hecho figurar datos de los que aparecen en los embalajes y que podrían haber servido para identificarlos, como el número de lote o la fecha de caducidad, pero, como quiera que en la masa figuraban productos de la misma especie y calidad que los reclamados, se admite.

<sup>(28)</sup> V., por todos, U. NAVARRINI, *Trattato di diritto fallimentare*, II, Bolonia, 1935, núms. 343 y ss., pp. 66 y ss.

(colectiva en un caso, individual en otro) pudiera perjudicar los intereses de terceros <sup>(29)</sup>.

En este contexto legal hay que entender las consideraciones del máximo maestro del Derecho de quiebras en la doctrina italiana bajo el Código derogado, Gustavo BONELLI <sup>(30)</sup>, cuando estudia la función de la acción reivindicatoria en el procedimiento concursal. Comienza <sup>(31)</sup>, pues, por advertir que el Código en sus artículos 802 y siguientes, aunque pueda confundir con la rúbrica tan general del Capítulo (“*Della rivendicazione*”), no ofrece más que unos supuestos especiales de reivindicación *impropia*, por lo que para el resto hay que remitirse al Derecho común.

BONELLI rechaza su aplicación a cosas fungibles, como el dinero. Condiciones generales para el ejercicio de la acción reivindicatoria —dice— son, en primer lugar, la prueba de la propiedad, o del otro derecho real alegado o de la relación jurídica contractual en que se basa la acción (como la del depósito); segundo, la existencia de la cosa en el poder del convenido, lo que implica, junto con la existencia *in natura*, que la cosa obrante en poder del fallido sea idéntica a la “nuestra”. Esta segunda condición se relaciona con la primera, porque —añade— la propiedad sobre las cosas existentes de hecho en otro patrimonio se pierde, o no se adquiere, aunque haya un título de propiedad, *cuando no son distinguibles de forma individual*. Así, no cabe reivindicar cosas fungibles por no ser específicas, individualizadas. “Las cosas fungibles, y especialmente, por tanto, el dinero, normalmente no se reivindican, porque por su naturaleza se confunden con los elementos del patrimonio en que se hallan”. “La acción real da lugar a un crédito contra todo el patrimonio, que va a formar parte de la masa pasiva y queda sometido a la ley del concurso” <sup>(32)</sup>. “Así —concluye—, no pueden proponerse acciones de reivindicación en el llamado ‘depósito irregular’”. No significa esto que excluya en modo alguno la posibilidad legal de reivindicar bienes fungibles, y así lo manifiesta expresamente, lo que estima que se requiere, con arreglo a los presupuestos señalados de ejercicio de la acción reivindicatoria, es que la cosa fungible *sea*, como toda cosa objeto de reivindicación, *individualizada*. Individualización que podrá efectuarse de dos

---

<sup>(29)</sup> V., sobre este tipo de demanda, M. T. ZANZUCCHI, *Le domande in separazione nella esecuzione forzata e la rivendicazione fallimentare*, Milán, 1916, *passim*, y en particular sobre su aplicación en la quiebra, p. 106.

<sup>(30)</sup> *Del fallimento*, vol. II, Milán, 1923, en particular, para lo que nos afecta, pp. 540-541.

<sup>(31)</sup> *Del fallimento*, cit., II, p. 535.

<sup>(32)</sup> Ya, en este sentido, CALAMANDREI, *Del fallimento*, II, Turín, 1894, *sub art.* 803, núm. 543, p. 37.

formas: podrá, por un lado, *preconstituirse contractualmente*, mediante la entrega de monedas individualmente descritas para que sean sustituidas en idéntica especie, o, tratándose de títulos de crédito, especificando los respectivos números, etc., lo que presupone que la reivindicación trae como causa una relación contractual; o podrá hacerse “*unilateralmente por el tenedor* de las cosas, porque las haya tenido siempre separadas y con marcas de reconocimiento, o depositados en un tercero los sacos de trigo, o los odres de vino, o la caja cerrada que venía poseyendo”. La individualización, por otro lado, ha de hacerse antes de confundirse la cosa en el patrimonio del detentador, de modo que si se entrega el objeto sin marcas y luego este último, a la hora de restituirlo, separa una cosa de esa especie de entre las suyas, no vale como tal individualización, porque el reivindicante no podrá probar la identidad entre ambas cosas<sup>(33) (34)</sup>.

---

(33) Por ello critica la tesis jurisprudencial que admite la reivindicación de títulos que se hallaban en poder de un agente de cambio fallido, a pesar de haberse probado que no coincidían sus números con los de los títulos depositados, sólo porque el propio depositario los había reunido en un momento dado en un paquete separado con el nombre del depositante, esto es, para BONELLI, una vez confundidos en su patrimonio.

Sin embargo, según CALAMANDREI, *Del fallimento*, cit., *sub art.* 802, núm. 534, pp. 32-33, la exigencia de que los bienes se encuentren *in natura* puede decaer en algunos casos: tal sería el que conoció la *Cass.* francesa mediante la suya de 5 de abril de 1831, en el que un deudor, no pudiendo pagar los efectos por él suscritos, los había sustituido por otros también suscritos por él o por un tercero. Aunque los primeros ya no se encontraban propiamente *in natura*, el Tribunal estimó que los nuevos eran reivindicables porque, no habiendo podido confundirse en el patrimonio del deudor, conservaban su individualidad.

(34) De parecer similar es A. BRUNETTI (*Diritto fallimentare italiano*, Roma, 1932, p. 351), quien, aunque califica la institución prevista en los arts. 802 y ss. del *Codice* más que como una “reivindicación impropia”, al modo de BONELLI, como un “derecho especial de separación de la masa”, considera que queda en cualquier caso sometido en su ejercicio a la disciplina general de la reivindicación. Por ello, se refiere necesariamente a la reivindicación ordinaria, y en punto a que pueda tener por objeto cosas fungibles es terminante: “La reivindicación ordinaria, que no puede referirse, como bien se comprende, al dinero, sino a cosas infungibles e individualizadas, presupone de parte del reivindicante la prueba de la propiedad...”.

Y PIPIA, que, en la misma época, escribe (cfr. *Del fallimento*, Turín, 1932, *sub art.* 802, p. 580, núm. 749), como premisa, que la distinción entre acción de reivindicación y derecho de separación es “demasiado escolástica” y que cuando un propietario inicia el procedimiento previsto en el art. 807, en sustancia no hace más que ejercitar su propio derecho y la acción de reivindicación. En consecuencia, ateniéndose a los requisitos tradicionales de la acción reivindicatoria ordinaria, sostiene (p. 583, núms. 753-754) que “las cosas fungibles difícilmente pueden ser objeto de reivindicación, por la dificultad de una identificación segura”. Excepcionalmente —continúa—, podrán reivindicarse cosas fungibles que hayan sido individualizadas por acuerdo entre las partes o por hecho del detentador (así, monedas individualmente descritas o señaladas, títulos de crédito individualizados por sus números, fecha, etc.).

Se mantiene, así, en la línea de PARDESSUS en la francesa <sup>(35)</sup>.

Hay, sin embargo, autores de la época que admiten la separación de cosas fungibles, incluso a pesar de tener que remitirse a la acción reivindicatoria ordinaria en la quiebra. Es el caso de NAVARRINI <sup>(36)</sup>. Cuando estudia los requisitos de la reivindicación, comienza naturalmente por excluir que la pueda ejercitar un no propietario, lo que supone, asimismo, que la cosa no se haya integrado en el patrimonio del deudor. Unido a éste presenta el requisito de la identidad, pero aquí se separa de BONELLI, no exige en modo alguno individualizar las cosas hasta el extremo, ni siquiera tratándose de cosas fungibles, es más, rechaza abiertamente esta postura. Para él lo fundamental es la intención de las partes: si existía o no *voluntad de transferir el dominio* de una a otra. Según esto, una defectuosa individualización no debe impedir la reivindicación.

---

<sup>(35)</sup> En la jurisprudencia, es destacable la sentencia del Trib. de Varese de 21 de julio de 1913 (*Riv. dir. comm.*, 1913, II, pp. 651-660), en la que se asume expresamente la tesis expuesta de BONELLI para un caso de depósito regular de títulos al portador, análogo al que más de ochenta años después comentarían PORTALE y DOLMETTA. Aquí el depositante de los títulos, que no había transferido, como decimos, la propiedad de los mismos, ante la quiebra del Banco depositario, solicita, mediante el ejercicio de la acción reivindicatoria ordinaria, su separación de la masa. El Tribunal le deniega tal derecho. Dice que no cumple los presupuestos para el ejercicio de la misma, concretamente, al ejercitarse en un procedimiento de quiebra, el de la existencia de la cosa reclamada en poder del deudor cuando se declare la quiebra. Si no cumplía tal requisito era porque, aunque el deponente no había autorizado al Banco a disponer de los títulos, éste, que durante tiempo los había tenido separados con el nombre del deponente, los había juntado con otros suyos y los había vendido como cosa suya sin permiso ni conocimiento de aquél, pero en la época en que comenzó a cesar en sus pagos compró otros idénticos para sustituirlos. Para el Tribunal, con la mezcla con otros títulos y la posterior enajenación, ya se ha producido una confusión patrimonial que impide toda reivindicación. El hecho de que luego los títulos originales hayan sido sustituidos por otros no cambia nada: ya no son la misma cosa. Vale la pena recoger sus palabras: “En el caso en examen está fuera de toda duda que se trata de cosas fungibles por naturaleza —títulos de crédito al portador, únicamente especificados por su nombre y su cantidad— y es también verdad que dichos títulos habían sido entregados en depósito regular —no comportando, pues, transferencia de propiedad— a la Banca de Varese, o sea, para su simple custodia o en garantía de cuenta corriente. Mas es igualmente cierto que en el día de la sentencia declarativa de la quiebra esos títulos, más que encontrarse confundidos en la masa de bienes del quebrado, no estaban en absoluto, porque los administradores habían hecho uso de ellos hacía ya tiempo, violando así tanto la confianza como el pacto contractual”. Los títulos sustituidos, aunque iguales en sus características a los en su día entregados, no cumplen la exigencia de identidad (*eadem res*) que presupone el ejercicio de la reivindicación y, por ello, su fallo es que ésta carece de base. No obstante, lo más singular es que termina lamentando su decisión, confesando lo inicua que resulta, y la impotencia que siente al tener que aplicar la ley: “Pero el juez tiene que aplicar la ley sea cual sea, y no puede ni corregir defectos ni colmar lagunas. Esto es tarea reservada al legislador”.

<sup>(36)</sup> V. *Trattato di diritto fallimentare*, cit., pp. 66-67.

ción, si por convenio particular o por la naturaleza del contrato debe excluirse la transferencia de la propiedad. Así, tratándose de títulos al portador, considera “indudable que debe admitirse la reivindicación, si, aun no siendo posible individualizar la cosa o el título a reivindicar en su materialidad, fuese individualizable el *conjunto* de las cosas o de los títulos *homogéneos* y *fungibles* unidos por el común destino de no tener que pasar a propiedad del poseedor, conjunto del cual haya venido a formar parte el título”<sup>(37)</sup>.

La situación legislativa vigente es más favorable a esta última postura, pero la doctrina mayoritaria mantiene posiciones similares a las de BONELLI bajo la legislación derogada. La *Legge fallimentare* de 1942 contempla (art. 103), como hemos tenido ocasión de afirmar, tres tipos de acciones para reclamar bienes ajenos en posesión del fallido: reivindicatoria, restitutoria y de separación, sin especificar más que su aplicación a cosas muebles en general<sup>(38)</sup>. Por otro lado, el *Codice civile*, colmando la laguna del derogado, dice expresamente (art. 1782.1) que “si el depósito tiene por objeto una cantidad de dinero o de otras cosas fungibles, con facultad para el depositario de servirse de ellas, éste adquiere la propiedad y se considera obligado a restituir otro tanto de la misma especie y calidad”. Para añadir, en su segundo párrafo, que “en tal caso se observarán, en cuanto sean aplicables, las normas relativas al mutuo”.

Ateniéndonos al primer párrafo, que es el que aquí nos interesa, parece claro en el sentido de admitir un depósito regular de cosas fungibles, pues

---

(37) Para NAVARRINI la cuestión no ofrece dudas: “Es, en efecto (añade, *Trattato*, cit., p. 68, nota 1), cosa de sentido común pensar que, en el caso de títulos al portador, uno equivale al otro cuando se trate de títulos del mismo importe, del mismo vencimiento, del mismo tipo. Su valor económico es dado, no por el trozo de papel en sí, o por sí considerado, sino por la obligación que en él se contiene; el propietario del título atiende al derecho que está compenetrado en él, no al título que lo contiene, sino en cuanto sirva precisamente para garantizarle aquel derecho. Con tal de que su patrimonio esté siempre investido de aquel derecho, su calificación sustancial de propietario no desaparece, si este derecho, aunque no ya representado por el título A, está representado por el título perfectamente idéntico B”. Su postura es clara y compartida por otros autores, como BRUGI, SEGRE o RAMELLA.

(38) El art. 103 dice, en su párr. 1.º, literalmente lo siguiente: “*Demandas de reivindicación, restitución y separación de cosas muebles.*—Las disposiciones de los arts. 93 a 102 se aplican también a las demandas de reivindicación, restitución y separación de cosas muebles poseídas por el fallido”, sin que en los cuatro párrafos siguientes que completan el artículo se especifique más sobre el ámbito de aplicación de las mismas o quién está legitimado para interponer la demanda. SATTÀ (*Istituzioni di diritto fallimentare*, 3.ª ed., Roma, 1948, núms. 129 y ss., pp. 240-244) distingue las tres acciones en el sentido siguiente: la demanda de reivindicación se funda en un derecho actual de propiedad del tercero; la de restitución se basa en un crédito de restitución (pueden fundarse en un derecho de crédito, no necesariamente en un derecho real, como las anteriores) y, finalmente, la de separación se dirige contra la acción ejecutiva del síndico sobre los bienes del tercero.

centra la irregularidad en la autorización al depositario para disponer de la cosa. Así, sólo cumpliéndose tal condición, el depósito se tiene por irregular, pues dado el carácter fungible de los bienes, y pudiendo servirse el depositario de ellos, se produce una confusión patrimonial que no se daría en caso de cosas infungibles con facultad de disponer. Según esto, para ser irregular un depósito se requiere: fungibilidad del bien y facultad de disponer. Así lo entiende un sector de la doctrina<sup>(39)</sup>, pero la jurisprudencia, dice CASTAGNOLA<sup>(40)</sup>, “se obstina en no aceptar la clara disposición de la Ley”.

En efecto, para la jurisprudencia dominante<sup>(41)</sup> las acciones del artículo 103 no son “concebibles” para los bienes fungibles, porque presuponen que el quebrado no había adquirido la propiedad de los bienes, y para los fungibles “no puede haber traspaso de la posesión sin transmitirse la propiedad. En orden a las cosas fungibles —prosigue— (...) no son posibles negocios de los que se derive la obligación de restituir ‘la misma cosa recibida’ (...) o la cosa *in natura* (...), sino solamente negocios de los que nazca la obligación de ‘restituir otras tantas cosas de la misma especie y calidad’, (...) precisamente porque, pudiendo ser cambiadas o sustituidas legítimamente por otras del mismo género, con la entrega en custodia de las cosas fungibles se transfiere su propiedad”.

Y, siguiendo con la postura jurisprudencial más extendida, en la afirmación legal contenida en el artículo 1782.1 C.c. “si el depósito tiene por objeto una cantidad de dinero o de otras cosas fungibles, con facultad para el depositario para servirse de ellas, éste adquiere la propiedad...” entiende apoyada su conclusión de que todo depósito de bienes fungibles es irregular, y ello por dos razones nada convincentes y que enlaza distorsionando el sentido de la Ley:

Primero, porque “cuando uno de los negocios que puede tener por objeto sólo cosas infungibles se aplica a fungibles... la ley lo califica como ‘irregular’”.

---

(39) V., en este sentido, CASTAGNOLA, *Le rivendiche mobiliari nel fallimento*, Milán, 1996, p. 326, con otras citas.

(40) *Ibidem*.

(41) Cfr. PORTALE/DOLMETTA, “Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario”, en *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1994, I, pp. 842-858, con numerosas referencias jurisprudenciales en el sentido criticado (los fragmentos aquí reproducidos, resaltados también por esos autores, *ibid.*, pp. 845-846) son de la Cass. 20 de febrero de 1984, núm. 2633, *Riv. Dir. comm.*, 1985, II, p. 231) y sólo una en contra, la del App. Milán de 15 de febrero de 1985 (*Fallimento*, 1985, p. 793), digna de mención porque en ella el Tribunal admitió la demanda de restitución de dinero cobrado por un mandatario sin representación por cuenta del mandante, exigida en el procedimiento de quiebra del primero, atendiendo a que esa cantidad estaba depositada en una cuenta corriente bancaria de la que era titular el fallido, *pero que no era utilizada por éste ni se había confundido con su patrimonio*. (La cursiva es nuestra).

Segundo, unido a lo anterior: “en todo caso, el art. 1782.1 precisa expresamente que el ‘depositario’ adquiere la propiedad de las cosas fungibles”.

Esta interpretación es abiertamente contraria a la Ley, porque ésta no califica como depósito irregular el de cosas fungibles atendiendo sólo a su objeto, y además es falso que el 1782.1 diga que el depositario adquiere la propiedad de las cosas fungibles. La adquiere, en su caso, si tiene facultad de disponer de ellas, que es lo que calla aquí la jurisprudencia, y que será lo que determine —la existencia o no de tal facultad— el carácter regular o irregular del depósito y no sólo la naturaleza de su objeto.

Es por ello que PORTALE y DOLMETTA <sup>(42)</sup>, haciéndose eco de otras opiniones <sup>(43)</sup>, afirman que “el traspaso de la propiedad del depositante al depositario en el sistema legal italiano «no es una consecuencia de la mera fungibilidad», sino que «depende de la causa del contrato de que se trate»; depende del acto de autonomía privada que había eventualmente atribuido al depositario el poder de disponer de las cosas depositadas”. Para añadir: “El carácter fungible de las cosas depositadas podrá incidir, en su caso, sobre la modalidad de custodia a que se obliga el depositario (y por consiguiente sobre los términos del exacto cumplimiento de la obligación de custodia), *pero no viene a crear en absoluto una presunción de irregularidad del depósito*”.

Asumiendo esto, afirma CASTAGNOLA <sup>(44)</sup> que la fungibilidad de las cosas depositadas no implica que sean irreivindicables, porque el traspaso de propiedad no depende automáticamente de la naturaleza fungible del bien, sino también de la disciplina del contrato de que se trata. Pese a su corrección, esta opinión, como la de PORTALE y DOLMETTA, es minoritaria en la doctrina, que permanece apegada a las ideas de BONELLI, y cuya influencia en la jurisprudencia es patente. Es *communis opinio* que las cosas fungibles no son reivindicables, porque “de una cosa genérica no se puede de ninguna manera transferir la posesión conservando la propiedad”. Que las cosas reivindicadas deben ser, por tanto, “determinadas e individualizadas”, porque en caso contrario “se

---

(42) “Deposito regolare...”, cit., p. 847.

(43) Así, A. BOER, “Contratto di lavorazione di materiale del cliente e comproprietà del coacervo indifferenziato (falso contratto di credito)”, *Riv. dir. comm.*, 1985, II, pp. 236-241, en part. 238.

(44) Cfr. *Le rivendiche...*, cit., p. 327.

podrá tener solamente un derecho a la restitución del *tantundem*, a satisfacerse en moneda de quiebra” (45).

Ahora bien, si, aun permaneciendo por voluntad de las partes la propiedad de las cosas depositadas en el depositante, el depositario *sustituye* esos objetos por otros idénticos, se plantea el problema de la identidad entre la cosa reclamada y la obrante en el poder del deudor (46).

---

(45) Éstas son palabras de SATTA (en *Istituzioni...*, cit., p. 242, texto y nota 398), pero la misma idea se encuentra en otros autores como R. PROVINCIALI (*Manuale di diritto fallimentare*, II, 4.ª ed., Milán, 1964, p. 1201 y ss., y que mantiene posteriormente en su *Trattato di diritto fallimentare*, III, Milán, 1974, p. 1521 y ss.), quien, al estudiar las diversas acciones que comprende el art. 103 *Legge fallim.* (reivindicatoria, de restitución y de separación), excluye del ámbito de la reivindicatoria la separación de cosas genéricas, pues la transferencia de la posesión trae consigo la de su propiedad, pero al referirse a continuación a la restitutoria, en cuyo caso también encajaría el supuesto del depósito regular, no se pronuncia acerca de la naturaleza de los bienes reclamados [le sigue literalmente V. DE MARTINO, *Commentario teorico-pratico a la Legge fallimentare*, IV (arts. 69-103), Roma, 1.ª ed., 1971, pp. 579-580]. También A. BONSIGNORI (*Diritto fallimentare*, Turín, 1992, p. 235) dice en similares términos que la reivindicatoria no puede ejercitarse en relación a bienes genéricos. Lo mismo P. SCALINI (*Accertamento del pasivo e dei diritti reali mobiliari dei terzi nel fallimento*, Milán, 1995, p. 230), quien se refiere expresamente al dinero (a). Igualmente excluye la reivindicabilidad de las cosas fungibles, arquetípicamente el dinero, P. PAJARDI (*Manuale di Diritto fallimentare*, 2.ª ed., Milán, 1976, pp. 519 y 521). En la 2.ª edición del *Diritto fallimentare* de SATTA, de 1990, se reafirma esta posición con respecto al dinero (p. 327, nota 80). FERRARA jr. (*Il fallimento*, 4.ª ed., Milán, 1989, p. 542 y ss.) aporta una acertada visión unitaria de las tres acciones, considerando que todas ellas tienen en común la existencia de un crédito de restitución, pero no entra en la cuestión de la naturaleza fungible o no de los bienes reclamados.

(a) Nótese que todos ellos (y también la jurisprudencia) dicen genéricos, más que fungibles, pero la idea, como subraya CASTAGNOLA (*Le rivendiche...*, cit., p. 321), que no la comparte en absoluto, es contraponer cosa determinada sólo en el género con cosa específica, identificando bienes genéricos con fungibles, cuando son categorías distintas. Sigue en este punto a U. MAJELLO, quien, en “ ‘Causa’ di custodia e qualificazione del contratto di deposito”, *Scritti di diritto patrimoniale*, Nápoles, 1992, pp. 73-74, y en otras de sus obras critica la frecuente identificación de la cosa fungible con la cosa indicada sólo por el género: “La fungibilidad es un modo *de ser* —subraya el propio autor— de la cosa, mientras la genericidad y la especificidad es un modo *de considerar* la cosa fungible. Por tanto, si una cosa está individualizada, no cesa por ello de ser fungible, hasta el punto de permitir, por ejemplo, un resarcimiento en forma específica en caso de pérdida total de la cosa por culpa del deudor (*ex art. 2058 C.c.*), lo que sería imposible si se tratase de una cosa infungible, donde el resarcimiento sólo es posible por equivalente”.

(46) Precisamente en el caso dictaminado por los profesores italianos citados, el agente de cambio fallido había dispuesto de los títulos depositados y, ante la exigencia de devolución de los mismos por parte de la sociedad depositante, procedió a adquirir por medio de un Banco otros títulos de las mismas características (valor nominal, vencimiento, tasa de interés). Antes de poder entregárselos a su depositante, es declarado en quiebra y se “congela” el *dossier* bancario en que se habían depositado los títulos a nombre del agente. Como no eran efectivamente los

Ello no supondría, para PORTALE Y DOLMETTA <sup>(47)</sup>, ningún obstáculo en principio para reclamar la separación de la cosa, porque la ley no exige el requisito de la insustituibilidad, que no se justifica en los principios generales. Y es lícita, según esto, la sustitución de un bien individualizado y transferido, *si tal acto no supone un perjuicio para la otra parte*. Perjuicio que no se causa, añaden, cuando se sustituyen los títulos depositados por otros de las mismas características.

Caso distinto, por menos problemático, es el del depósito “*alla rinfusa*”, por el que varias personas ponen en común cosas fungibles bajo la custodia de un depositario, pero sin concederle la facultad de disponer de las mismas. Precisamente por la falta de disposición es por lo que ya la doctrina tradicional venía concediendo a este depósito la calificación de “depósito regular de cosas fungibles”. Y esta concepción ha encontrado reflejo legislativo en la Ley de 19 de junio de 1986 (art. 3.1, n. 289), que, en referencia a los títulos accionariales incluidos en el sistema de gestión centralizada (*Monte Titoli*), llama “depósito regular” a la relación que une a los subdepositantes con el gestor de la masa de títulos. La misma solución de considerar que es un depósito regular de cosas fungibles ha sido adoptada por el D. m. de 27 de mayo de 1993 para los títulos del Estado al portador sometidos a la gestión centralizada del Banco de Italia.

Dicho que bajo tal depósito “*alla rinfusa*” no se confiere poder de disposición alguno al depositario y que, por tanto, no hay transmisión de la propiedad, lo que se plantea es cuál es la posición dominical de los singulares depositantes, y, a este respecto, hay dos tesis:

Una tradicional, sostenida por autores de la relevancia de SANTINI, afirma que se trata de un supuesto de comunidad por cuotas. La otra, más reciente, pero que está alcanzando una intensa y destacadísima acogida (así, GALGANO, RESCIGNO, GIORGIANNI, entre otros), sostiene que más que una copropiedad por cuotas se trata de una “copropiedad por cantidad”, cuya disolución no se deriva de un proceso de división de la cosa común, sino a través del mero poder de obtener la separación de la cosa de las otras cosas depositadas. El apoyo legal de esta última solución es el artículo 939.1 C.c., por el cual si las cosas pertenecientes a diferentes propietarios “son unidas o mezcladas a guisa

---

títulos entregados en depósito, sino otros iguales, el juez, como vimos, rechaza la solicitud de devolución realizada por la sociedad, alegando que ésta no había adquirido aún la propiedad de tales títulos, que eran propiedad del agente. La sustitución de los títulos depositados por otros idénticos imposibilitaba, según esto, ejercitar la acción del art. 103 *Legge fallimentare*, por no cumplirse el requisito de la individualización del bien ex art. 1378 C.c.

(47) “Deposito regolare...”, cit., p. 850. Traducen aquí las consideraciones de C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, Milán, 1987 (reimpr. 1992), p. 506 y ss. en torno a la individualización de la cosa genérica como objeto de contrato traslativo de dominio.

de formar un solo todo, pero son separables sin notable deterioro, cualquiera conserva la propiedad de su cosa y tiene derecho a obtener la separación” (48).

3. Pasando al Derecho alemán, el § 43 de la *Konkursordnung* de 1877 (en ad., *KO*), recientemente derogada, reenviaba a las disposiciones generales en materia de reivindicación al decir que “la acción de separación de la masa concursal de un objeto que no pertenezca al deudor con base en un derecho real o personal se regula por las leyes vigentes al margen del procedimiento concursal”. Al referir este precepto a los bienes fungibles y, en particular, al dinero, la doctrina y la jurisprudencia, como veremos, partían de un planteamiento que, de principio, es muy similar a la postura tradicional francesa e italiana. En efecto, JAEGER (49), el comentarista más autorizado de la *KO*, al examinar qué objetos pueden ser separados, comienza diciendo que “sólo son susceptibles de ser separadas cosas individualmente determinadas” y puntualiza “aunque también un determinado conjunto de cosas consumibles y fungibles, como monedas y billetes, los cuales conserven su individualidad, por ejemplo, mediante cierres especiales”, esto es, las sacas y cofres cerrados a que aludía PARDESSUS. También BAUMANN (50), al apuntar como presupuesto del derecho de separación que la cosa reclamada sea aún distinguible en la masa, dice que “eso apenas ocurre tratándose de sumas de dinero”. En términos similares se expresan también MENTZEL y KUHN (51) al decir que “el dinero no es por lo general objeto de separación; una suma de dinero como tal no puede ser separada de la masa. Sólo es posible cuando el dinero ajeno se encuentra individualmente identificable en la masa, lo cual se da cuando el concursado ha mantenido el dinero ajeno separado del propio”, tesis plenamente conforme con el § 1006 del *BGB*, que establece la presunción de propiedad a favor del tenedor de una cosa mueble, a no ser que haya sido robada o extraviada, excepción ésta que no se aplica cuando se trata de dinero o títulos al portador.

Pero éste no es más que el planteamiento de principio, pues, tras sentar esa regla general, los autores se refieren a los supuestos, escasos pero posibles, en

---

(48) Puesto que en el depósito colectivo no hay transferencia de propiedad al depositario, se preguntan PORTALE y DOLMETTA (“Deposito regolare...”, cit., p. 850) si, en caso de que el depositario sustituya los títulos depositados por otros idénticos, permanece el derecho de separación, y siguiendo a BIANCA en la opinión expuesta arriba responden que sería inicuo considerar a los depositantes acreedores ordinarios por ese hecho.

(49) Ernst JAEGER, *Konkursordnung mit Einführungsgesetzen*, 8.<sup>a</sup> ed., por Friedrich LENT y Friedrich WEBER, Berlín, 1958, I, p. 609, núm. 8 sub § 43.

(50) Jürgen BAUMANN, *Konkurs und Vergleich*, 2.<sup>a</sup> ed., Bielefeld, 1981, sub § 10 I 3 a, texto y nota 22.

(51) Franz MENTZEL, *Kommentar zur Konkursordnung*, 7.<sup>a</sup> ed., por Georg KUHN, Berlín-Frankfurt a. M., 1962, p. 290, núm. 4 sub § 43.

que puede separarse el dinero ajeno que está confundido en el patrimonio del quebrado, posibilidad ésta que se apoya en el § 16 *KO*, que decía que “si el deudor común se encontrase en una situación de copropiedad con un tercero, en una sociedad o en cualquier otra comunidad, la partición o cualquier otro acuerdo se hará fuera del procedimiento concursal”, permitiendo, pues, la separación de la cuota ajena <sup>(52)</sup>. Pues bien, de conformidad con el § 948 *BGB*, en relación con el § 947, si se mezclan o confunden cosas muebles, los hasta entonces propietarios se convierten en copropietarios del total, lo que se traduce, yendo a nuestro caso, en que si el deudor común mezcla dinero ajeno con el suyo, no se convierte en propietario del total, sino en copropietario, pudiendo el otro condómino exigir la partición y separar su cuota de la masa. Por ello afirma JAEGER <sup>(53)</sup> que también es separable la cuota de un copropietario cuando puede ser acreditada, aunque anota: “en el supuesto, especialmente frecuente, de la confusión de dinero, es claro que la separación de la cuota fracasará la mayoría de las veces, puesto que no podrán acreditarse las relaciones de propiedad”. <sup>(54)</sup>

Además, otro sector de la doctrina, encabezado por H. WESTERMANN <sup>(55)</sup>, admite, frente a quienes exigen la identidad de las monedas o billetes, la reivindicación <sup>(56)</sup> de dinero, se haya mezclado o no, siempre que exista esa cantidad en el patrimonio del deudor. A esa conclusión se llega disociando —como antes lo hicieran otros <sup>(57)</sup>— el dinero de su aspecto material. Lo que distingue el dinero de otras cosas es que mientras por lo general el valor del derecho de propiedad depende del valor del objeto, tratándose de dinero es a la inversa: ni el papel ni el metal de la moneda valen casi nada. Lo que importa es el valor que se le atribuye, su valor nominal <sup>(58)</sup>.

---

<sup>(52)</sup> El texto correlativo en la nueva *Insolvenzordnung* de 1994, el § 84, no se refiere ya expresamente a la “copropiedad”, sino que utiliza sólo los términos comunidad y sociedad, debiendo considerarse incluido el condominio en el primero de ellos. Cfr., en este sentido, el § 1010 *BGB*.

<sup>(53)</sup> *KO*, cit., I, p. 606, núm. 20 *sub* § 43 y p. 250, núm. 9 *sub* § 16.

<sup>(54)</sup> En el mismo sentido vid. MENTZEL/KUHN, *KO*, cit., p. 290, núm. 4 *sub* § 43: “Si el, con posterioridad, deudor común ha mezclado dinero ajeno con el propio, existe copropiedad sobre el total, lo que da derecho a la separación. Esto será, sin embargo, inútil, pues normalmente no podrá acreditarse la existencia de una cuota ajena dentro de la masa dineraria en poder del fallido al tiempo de declararse el concurso”.

<sup>(55)</sup> *Sachenrecht*, 4.<sup>a</sup> ed., Karlsruhe, 1960, p. 143 y ss.

<sup>(56)</sup> Como ya indicamos, la regulación de la acción reivindicatoria (*Herausgabeanspruch*, § 985 y ss. *BGB*) se aplica a la separación por la remisión que hace el § 43 *KO*.

<sup>(57)</sup> V. NUSSBAUM, *Teoría jurídica del dinero*, cit., p. 33.

<sup>(58)</sup> Así, cuando alguien entrega en depósito un billete de 20 *DM* a otro y éste le devuelve cuatro monedas de 5 *DM*, nadie dudaría de que aquél ha recuperado su dinero.

Por ello, desde el momento en que exista esa cantidad de dinero en el patrimonio del quebrado, con independencia de en qué monedas o billetes se materialice, es reivindicable. Aunque el dinero sea una cosa, como lo que se reivindica no es el material en que se representa sino su valor, no cabe hablar ya de una *Geldsachvindikation*, sino de una *Geldwertvindikation*. Llega, pues, a la misma conclusión a la que años antes habían llegado algunos autores en la doctrina francesa, como LYON-CAEN y RENAULT, y en la italiana, caso de NAVARRINI y RAMELLA, con referencia a los títulos al portador, aunque supone un notable avance, pues la extiende al dinero.

Esta tesis es, sin embargo, criticada por autores de la talla de MEDICUS, alegando que con ello se privilegia al propietario de dinero frente a los propietarios de otras cosas<sup>(59)</sup>.

Tratándose de títulos-valores, la cuestión no ofrece ninguna duda. Su necesidad de inmovilizarlos en un depósito general para facilitar su negociación se advirtió, como es sabido<sup>(60)</sup>, ya a fines del siglo XIX, introduciéndose un sistema de características similares al que luego se implantaría en Francia, el llamado “*Kassen-Verein*”, y que se basaba en fungibilizar los títulos, aceptando cada depositante ser restituido no con los mismos entregados, sino con otros de la misma clase. Con los títulos inmovilizados se constituía un depósito colectivo (“*Sammeldepot*”), y cada depositario mantenía su derecho de propiedad, aunque no ya sobre los títulos entregados, sino sobre una cuota de la cartera de títulos iguales a los suyos. Este depósito colectivo está actualmente regulado, entre otros tipos de depósito de títulos-valores, por la Ley de depósitos de 1937 (redacción de 1 de enero de 1995), en sus §§ 5 y siguientes. Y para el caso de quiebra de la entidad de crédito depositaria la Ley prevé expresamente (§ 32) un derecho de separación en favor de los copropietarios: la cartera de títulos idénticos forma en tal caso una masa separada con la que podrán cobrarse aquéllos absteniéndose de someterse al concurso. El derecho de separación se atribuye al depositante, sea o no propietario, por lo que, en este último caso, el propietario podrá concurrir con aquél como reivindicante<sup>(61)</sup>.

---

(59) Cfr. P. BASSENGE, en PALANDT *BGB*, 55.<sup>a</sup> ed. por el propio P. BASSENGE, U. DIEDERICHSEN, W. EDENHOFER, H. HEINRICHS, A. HELDRICH y H. PUTZO, Munich, 1996, sub § 985, Rn. 7, p. 1165.

(60) V., entre nosotros, por todos, las referencias que al sistema alemán hace BROSETA en su citado “Dictamen sobre la viabilidad...”, p. 18.

(61) Sobre la Ley de depósitos alemana de 4 de febrero de 1937, v. G. OPITZ, *Depotgesetz*, 2.<sup>a</sup> ed., Berlín, 1955, *passim*. V. también SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, 2.<sup>a</sup> ed., Múnich, 1976, p. 284 y ss.; sobre el derecho de separación, fundamentalmente, AVANCINI/IRO/KOZIOL, *Österreichisches Bankvertragsrecht*, I, Viena, 1987, pp. 552-554.

En la *Insolvenzordnung* de 5 de octubre de 1994, que entró en vigor el 1 de enero de 1999 y que viene a unificar el Derecho concursal alemán al derogar (a través de su Ley de introducción) la *KO* y la *Gesamtvollstreckungs-ordnung* vigente en los *Neu-Bundesländern*, se regula la separación por razón del dominio en el § 47, que dispone: “Quien pueda hacer valer, con base en un derecho real o personal, que un objeto no pertenece a la masa concursal, no es acreedor quirografario. Su acción para la separación del objeto se regula por las leyes vigentes al margen del procedimiento concursal”. Se ha mantenido, pues, el antiguo § 43 casi en su integridad, y con el reenvío a la normativa general de la acción reivindicatoria persisten los problemas de interpretación apuntados.

4. El Derecho inglés de quiebras ha experimentado en torno a la separación de bienes una interesante evolución.

Las disposiciones vigentes tienen su origen en la *Bankruptcy Act* de 1623, que ha sufrido numerosas reformas (las más importantes, de 1861, de 1883, de 1914, y de 1985-86). Esta Ley inicialmente sólo se aplicaba a los comerciantes (“*insolvent traders*”) y sólo a partir de 1861 se amplía a todo tipo de deudores, con independencia de su intervención o no en el mercado (“*all debtors, whether traders or not*”). Otra característica del Derecho de quiebras británico es su división en dos ordenamientos, uno para gobernar las crisis económicas de las personas físicas (“*individuals*”) y otro para la insolvencia de las sociedades (“*corporates*”). División que obedece al desarrollo del principio de la responsabilidad limitada para los socios en el moderno Derecho societario de la primera mitad del siglo XIX (separando así la quiebra de los socios o administradores de la quiebra de la sociedad), y que se sustanció en la contención de las disposiciones propias de cada una de estas ramas en dos colecciones de estatutos separadas: las “*Bankruptcy Acts*” y las “*Companies Acts*”, con jurisdicciones y reglas procesales diferentes entre sí. Por ello, al inicio del procedimiento la premisa fundamental para el acreedor que exige la apertura del procedimiento es saber si el deudor es un “*individual*” o una “*corporate*”, pues en función de ello se determinarán la jurisdicción competente, el procedimiento aplicable y las propias expectativas del acreedor.

A pesar de la armonización que se ha pretendido hacer de ambos Derechos, fundamentalmente con las reformas operadas en 1985 y 1986, unificando sus normas en un solo estatuto, ello no ha impedido que subsistan como dos ramas jurídicas separadas, como subsisten, salvando las distancias, Derecho mercantil y Derecho civil en Italia y en Suiza a pesar del Código único<sup>(62)</sup>.

Situados ya en este marco jurídico, la posición del propietario de bienes en manos del quebrado ha variado sustancialmente desde la *Bankruptcy Act* de 1623. En efecto, en un precepto de ésta se consagraba la llamada doctrina de la “propie-

---

(62) Acerca de la evolución histórica del Derecho de quiebras, y concretamente los aspectos tratados, v., por todos, I.F. FLETCHER, *The law of insolvency*, Londres, 1990, pp. 5 y ss.

dad presunta” (“*reputed ownership*”), institución típicamente británica que, según señala Joaquín RODRÍGUEZ <sup>(63)</sup>, no ha encontrado eco en ninguna otra legislación. Según ésta, los bienes muebles que estén en posesión, a la orden o a disposición del quebrado al declararse la quiebra, con el consentimiento de su propietario, de modo que puedan presumirse pertenecientes al quebrado, quedan incluidos en la masa de la quiebra <sup>(64)</sup>. La intención del precepto es proteger al máximo el crédito y sancionar la negligencia o la mala fe de quienes dejaron sus bienes en posesión del quebrado, contribuyendo a crear una falsa apariencia de solvencia <sup>(65)</sup>.

Dentro de los bienes muebles, se excluía de esta regla a los incorporales (“*choses in action*”), y, atendiendo a la causa de la posesión del quebrado, también quedaban fuera los bienes que se habían entregado al quebrado fiduciaria-

(63) V., del mismo, *La separación...*, cit., p. 25.

(64) El sentido de la disposición entiendo que es el expuesto y no el que dice RODRÍGUEZ (*La separación...*, cit., p. 23): “se aplica a los bienes muebles que estén en posesión, a la orden o a disposición del quebrado con el consentimiento del propietario; *bienes que la Ley presume de pertenencia del quebrado e incluidos en la masa de la quiebra*”. Más que presumir la Ley que son de pertenencia del quebrado, que en todo caso sería una presunción *iuris et de iure*, los que los presumen de pertenencia del quebrado son los *terceros* (!). Como tales bienes se encuentran en poder del quebrado, esa apariencia de propiedad pudo hacer creer a los terceros que con él contrataban que tenía más patrimonio que el que realmente tenía. Por ello, la Ley, aun consciente de que son bienes ajenos, los considera bienes de la quiebra sin más, despojando a los verdaderos propietarios de todo derecho sobre ellos.

(65) La *Sect. 38* de la *Bankruptcy Act* de 1914 describe los bienes del fallido sometidos a reparto entre los acreedores [bajo la letra c) se recoge la “propiedad presunta”]. Dice así:

“La propiedad (a) del quebrado divisible entre sus acreedores, a la que la ley llama ‘bienes del quebrado’, no comprenderá los siguientes bienes”:

“(1) Las propiedades que tenga el quebrado fiduciariamente (*‘on trust’*) por cuenta de otra persona”.

“(2) Los instrumentos (si los tiene) de su negocio y los efectos de vestir y del hogar suyos y de su esposa e hijos, hasta un valor máximo total de 20 libras”.

“Pero comprenderá los siguientes”:

“(a) Toda propiedad que debía pertenecer o que debía ser transmitida al quebrado al comienzo de la quiebra o que puede ser adquirida por él o devuelta a él antes de su rehabilitación; y”

“(b) La capacidad de ejercitar o de entablar un proceso para ejercitar todas las acciones sobre o en relación a bienes que el fallido habría podido ejercitar en su propio beneficio al comienzo de la quiebra o antes de su rehabilitación, excepto el derecho a obtener un beneficio eclesástico”.

“(c) Todos los bienes que, al comienzo de la quiebra, estén en posesión, a la orden o a disposición del quebrado, en su negocio, con el consentimiento de su verdadero propietario, bajo circunstancias tales que se presume que es propietario de ellos; se excluyen las cosas incorporales distintas de deudas debidas al quebrado o que serán debidas en el futuro al mismo en el curso de su negocio”.

(a) La Ley entiende por “Propiedad”, según manifiesta en la norma interpretativa contenida bajo la *Sect. 167*: “dinero, bienes corporales e incorporales, tierras y cualquier tipo de titularidad, sea real o personal, y esté situada en Inglaterra o en cualquier otro lugar”. V. M. HUNTER, *Williams’ law and practice in bankruptcy*, 17.<sup>a</sup> ed., Londres, 1958, pp. 245-246 y 543-544.

mente (“*property held on trust*” o “*trust property*”). Los bienes en depósito, administración o comisión, podían quedar, al amparo de esta última excepción, ajenos al juego de la presunción<sup>(66)</sup> <sup>(67)</sup>.

Modernamente, la rigidez de esta regla, como hemos dicho, sin parangón en Derecho comparado, era manifiesta y considerada ya inadecuada a las circunstancias actuales del tráfico. Por esta razón, en las reformas operadas en los años 1985-86 se suprimió completamente y desapareció, así, del Derecho de quiebras<sup>(68)</sup>.

La situación legislativa actual es la siguiente: al principio general de que con la quiebra todo el patrimonio del deudor se transmite al síndico se establecen una serie de excepciones, unas de origen legal, otras acuñadas por la jurisprudencia y, por último, unas terceras que sólo operan en caso de acuerdo singular entre partes.

De origen legal es la llamada “propiedad mantenida fiduciariamente” (“*property held on trust*”), a la que antes aludíamos: en el momento presente se prevé bajo la *Section 283(3)(a)* del *Act*, y en su virtud la propiedad que el fallidotenga fiduciariamente por cuenta de otra persona no se incluye entre los bienes del fallido y, en consecuencia, no se transfiere al síndico para su división entre los acreedores. Ni la ley ni la jurisprudencia excluyen en modo alguno la aplicación de este precepto a bienes fungibles, como el dinero. Es más, se ha admitido en casos de abogados “quebrados” respecto del dinero que tenían en

---

<sup>(66)</sup> Adoptando el concepto amplio de “*trust*”, conocido por “*constructive trust*” y que se corresponde con “*fiduciary relationships*” o “relaciones fiduciarias”. Sobre el particular, v. P. G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milán, 1968, p. 204 y ss.

<sup>(67)</sup> No obstante, en aplicación de la Sect. 38, en su redacción de 1914, esto es, vigente la doctrina de la “*reputed ownership*”, la jurisprudencia (*Re Barned's Banking Co.*, 39 *L.J.Ch.* 635, cit. por M. HUNTER, en *Williams' law and practice...*, cit., p. 279, texto y nota 51) consideraba que si una persona entregaba dinero a un Banco para que fuera aplicado a un fin concreto (el mismo supuesto de la suspensión de pagos española a que hemos aludido) y el Banco cesaba en sus pagos antes de tomar medida alguna para aplicar ese dinero al fin señalado, el propietario del mismo no podía recuperarlo, sino que tenía solamente un derecho de prueba como un acreedor ordinario. Sobre este periodo de vigencia de la doctrina de la “propiedad presunta” y sus excepciones, v. también C. A. SALES, *The law relating to bankruptcy, liquidations and receiverships*, Londres, 1942, p. 134.

<sup>(68)</sup> En efecto, en el *Cork Report*, que sirvió de base para las últimas reformas, se insistió (cap. 23) poderosamente en la abolición de esta regla, por responder a exigencias históricas del tráfico, pero no a las vigentes. Así, el Comité aceptó que esta doctrina había devenido “caprichosa e injusta” y que simplemente constituía una “trampa para incautos” (v. FLETCHER, *The law...*, cit., p. 194).

su poder de sus clientes, o de agentes comerciales con referencia a bienes o dinero de su principal <sup>(69)</sup> <sup>(70)</sup>.

---

<sup>(69)</sup> Ahora bien, para que opere esta excepción la jurisprudencia requiere que el fallido sea en relación con el bien un simple custodio, lo que significa que actúa de intermediario y no percibe beneficio alguno de la posesión del bien (tal se deduce de la expresión “*held on trust for any other person*”).

FLETCHER, *The law...*, cit., p. 195, recoge otro supuesto en que los tribunales ingleses han reconocido un derecho de separación por similitud con el supuesto general de “*property held on trust*”. Tal es el caso, que califica como extraño, de que para garantizar el pago de una letra de cambio hubiesen convenido librador y tenedor que el librado afectase un bien suyo determinado. Entonces, en caso de impago, y siendo insolventes librador y librado, se reconoce al tenedor derecho a separar ese bien. El fundamento es que entonces el librado sería respecto al mismo ya no su propietario sino un custodio o fideicomisario (es la llamada “*Rule in ex parte Waring*”).

Tratándose de numerario (v. FLETCHER, *ibidem*, pp. 196-197), si se han mezclado en una cuenta corriente bancaria del quebrado fondos separables con otros que no lo son y resultan insuficientes, ¿cómo se determina la propiedad de los mismos? La solución que se aplica (conocida como “*mixed funds*”) procede del *Clayton’s case*: se presume que los fondos se han ido retirando de la cuenta en el mismo orden cronológico en que fueron ingresados en ella (según esto, la primera suma ingresada es la primera que ha salido).

Si el propio quebrado ha mezclado fondos propios con ajenos, se presume (así se estableció en el *Re Hallett’s Estate*) que el fallido extrajo antes sus propios bienes, y en cuanto a los ajenos, si pertenecen a varios, se aplica de nuevo la regla del *Clayton’s case*.

<sup>(70)</sup> El no exigir identidad para reclamar los bienes fungibles en poder del *trustee* fallido, en particular el dinero, es fruto de una evolución: para proteger los intereses del beneficiario del *trust* rige aquí el principio general de que el objeto del *trust* no es inmutable, sino que puede variar en su contenido; así, si el *trustee* (custodio o fideicomisario) enajena el bien en cuestión y adquiere otros en su lugar, los derechos del beneficiario pasan a recaer sobre esos nuevos objetos. Ahora bien, para que opere esta subrogación real y el beneficiario pueda exigir su separación se requiere que pueda reconocer tales bienes como subrogados de los originarios. Esto se comprobó ilusorio tratándose el objeto del *trust*, ya en origen, ya por ulterior subrogación, de sumas de dinero sin cerrar, porque no hay modo de identificarlo. Además, si con la confusión del dinero con el propio del *trustee* se impedía ya la separación por parte del beneficiario, nada más sencillo para aquél que mezclarlo con dinero de distinta procedencia para incumplir su deber. El inconveniente de esta interpretación de la acción de separación —llamada “doctrina del *following the trust property*”o, para dinero, del “*following trust money*”—, exigiendo la identificabilidad del bien sustituido, se superó ya a fines del siglo XIX mediante el recurso al principio de la equidad, y fue sustituida por la de los “*mixed funds*”, a la que nos referimos en la nota anterior, y que permite que el beneficiario, aunque no pueda identificar los bienes objeto del *trust*, pueda separarlos en caso de quiebra. Sólo perdería el derecho de separación, pasando a ocupar la posición de un acreedor concursal ordinario, si el objeto del *trust* hubiese desaparecido totalmente o hubiese sido sustituido por bienes que se hubiesen enteramente perdido. (Sobre la *trust property* y su reivindicación por el beneficiario, v. HUNTER, en *Williams’...*, cit., p. 264 y ss., y el amplio estudio de P. G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario...*, cit., p. 176 y ss.).

### III. DERECHO ESPAÑOL

Volviendo la vista a nuestro Derecho, retomemos la cuestión inicial: hasta qué punto el carácter fungible de un bien puede impedir su separación de la masa en caso de depositario fallido.

Ésta es la cuestión de fondo que se planteó en la suspensión de pagos a la que aludíamos en principio: reconocido por el juez el derecho de separación de los socios que habían hecho un “depósito” <sup>(71)</sup> de dinero para el pago de los nuevos títulos en la cuenta bancaria de la que era titular la sociedad madre luego suspensa, para que fuera remitido por ésta a la filial emisora de las acciones, uno de los acreedores ordinarios de la masa recurrió dicho auto, entre cuyas alegaciones incluyó la consideración de ser imposible en Derecho español que exista un depósito regular de cosas fungibles. Según esto, todo depósito de cosas fungibles es irregular, con pérdida de la propiedad por parte del depositante y, en consecuencia, pérdida del derecho a separar el dinero entregado, que queda sustituido por un crédito sometido a la ley del dividendo. Caso no único, sino que, antes bien, con variantes accidentales, se ha presentado más de una vez en la práctica concursal.

Por principio hemos de partir del precepto fundamental de nuestro sistema definidor de los derechos de los acreedores en caso de quiebra y de su respectiva graduación. Es el conocido artículo 908, que constituye la norma general, y

---

(71) La calificación como “depósito” de los desembolsos hechos por los accionistas a la sociedad madre para suscribir las nuevas acciones emitidas por la filial fue dada por los interventores cuando reconocieron en su lista la existencia de un grupo de acreedores con derecho de abstención en razón de que sus créditos se derivaban de las referidas entregas hechas a la sociedad madre, antes de ser declarada en suspensión de pagos, siguiendo instrucciones de los administradores de la misma, que también lo eran de la filial. Cantidades que luego no fueron traspasadas a la cuenta de esta última. Los interventores razonaban su postura entendiendo que las cantidades en cuestión no habían pasado al dominio de la suspensa, que era una mera depositaria, y que los suscriptores no podían ser considerados acreedores de la suspensión, ya que las cantidades entregadas se destinaban a su sociedad, la filial, y no eran en caso alguno un crédito concedido a la suspensa o una entrega efectuada para esta sociedad.

Calificación de dichos “depositantes” como acreedores con derecho de abstención que fue admitida por el auto aprobatorio de la lista de acreedores, que autorizó asimismo que se efectuasen los correspondientes pagos a todos los que habían participado en la ampliación de capital. Ese auto fue luego revocado por el propio Juzgado que lo había dictado, al estimar la demanda determinante del pleito, pero siendo otro el Juez titular.

de la que algunos supuestos concretos de aplicación se enumeran a título de ejemplo en el siguiente artículo 909 <sup>(72)</sup>.

Conviene que tengamos presente el texto del primero de los preceptos. Dice así:

“Las mercaderías, efectos y cualquiera otra especie de bienes que existan en la masa de la quiebra, cuya propiedad no se hubiere transferido al quebrado por un título legal e irrevocable, se considerarán de dominio ajeno y se pondrán a disposición de sus legítimos dueños, previo reconocimiento de su derecho en Junta de acreedores o en sentencia firme, reteniendo la masa los derechos que en dichos bienes pudieren corresponder al quebrado, en cuyo lugar quedará sustituida aquélla, siempre que cumpliere las obligaciones anejas a los mismos”.

Este precepto, como se ve, confiere a determinados acreedores un derecho de separación (la calificada “*separatio ex iure dominii*”) sobre ciertos bienes existentes en la masa de la quiebra que no son propiedad del quebrado.

---

<sup>(72)</sup> Este precepto tiene prácticamente el mismo contenido que el 1114 del Código de 1829, con la salvedad —de índole técnica— de que su párrafo inicial decía: “Se declaran especialmente pertenecer a la clase de *acreedores de dominio* con respecto a las quiebras de los comerciantes:...”. La expresión “acreedores de dominio” había merecido la censura de la doctrina. Concretamente, GÓMEZ DE LA SERNA (GÓMEZ DE LA SERNA y REUS, *Código de comercio, concordado y anotado*, 4.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1863, p. 393, nota 2) escribía: “La frase *acreedores de dominio* ha sido tachada de impropia y podría serlo también de anti-jurídica. El que es dueño de una cosa no es acreedor a ella: tiene *el derecho en la cosa, ius in re*, esto es, la facultad de reivindicarla y de obtenerla de cualquiera, que injustamente la detente, derecho mucho más fuerte y eficaz que el que sólo tiene *un derecho a la cosa, ius ad rem*, o lo que es lo mismo, que el acreedor a la cosa, el cual tiene sólo el derecho de reclamarla al que está obligado a entregársela. No defendemos la nomenclatura: creemos sin embargo que no es justa la apreciación de los que quisieran sustituirla con la palabra *dueños* u otra que significara sola y exclusivamente la idea del dominio, porque si bien es cierto que algunos de los que este artículo considera como acreedores de dominio son dueños, es también verdad que otros no lo son. Tal vez hubiera convenido hacer separación entre unos y otros, haciendo dos clases de los que aquí se comprenden en una sola: los principios así lo exigían, y podría de este modo desaparecer una frase que aplicada a los dueños no es exacta, porque no son acreedores, sino más que acreedores, señores de la cosa, y aplicada a los que no son dueños induce a formar la idea equivocada de que lo son”.

También MARTÍ DE EIXALÁ [*Instituciones del Derecho mercantil de España*, 8.<sup>a</sup> ed. por M. DURÁN Y BAS, Barcelona-Madrid, 1878, p. 523, nota a)] decía que esa denominación “envuelve una contradicción legal”.

A la vista de esta crítica de GÓMEZ DE LA SERNA, Presidente que fue, como se sabe, de la primera Comisión redactora del Código vigente, y dado el peso que tuvo en su redacción, se explica que tal frase haya desaparecido del 909 vigente.

Este derecho de separación presenta alguna *similitud* con la acción reivindicatoria común, pero en absoluto puede decirse, como afirmó la sentencia de la Audiencia resolutoria del caso recordado, que constituya una “auténtica acción reivindicatoria”.

No es una acción de esa naturaleza, y así lo ha subrayado desde siempre la doctrina más autorizada, como GARRIGUES<sup>(73)</sup> en España o BONELLI<sup>(74)</sup> en Italia ante un precepto equiparable, quienes se han preocupado de señalar las diferencias entre una y otra y por eso hablan de “reivindicación *impropia*”, o incluso algunos, como BRUNETTI<sup>(75)</sup>, evitan la expresión “reivindicación” y prefieren hablar simplemente de “separación”.

En efecto, para que pueda ejercitarse la separación prevista por los artículos 908 y 909<sup>(76)</sup> no es necesario probar en todos los casos la propiedad del reclamante, ni tampoco es precisa la identificación completa del bien reclamado, pues el artículo 909 (núms. 6 y 7) permite reclamar sumas de dinero y, en fin, la reivindi-

---

(73) *Curso de Derecho mercantil*, 1.ª ed., Madrid, 1940, II, p. 496.

(74) *Del fallimento*, cit., II, p. 535.

(75) *Diritto fallimentare italiano*, cit., p. 351.

(76) La relación entre estos dos preceptos es, a nuestro juicio, clara, y coincidimos con J. RODRÍGUEZ (*La separación de bienes...*, cit., p. 127 y ss., en part. 129) pensando que el art. 908 establece los requisitos *generales* para el ejercicio de las *diversas* acciones separatorias y que no es el enunciado general de una acción separatoria *determinada*: la acción de reivindicación *propia*. Esto está claro porque el precepto no exige al reclamante que pruebe su condición de *dueño*, sino que la propiedad de lo que reclama no se ha transferido al quebrado por un título legal e irrevocable, sea o no propiedad del primero. A renglón seguido, el art. 909 enuncia, por vía de ejemplo, varios casos típicos de diversas acciones de separación, que pueden reducirse, como dice J. RODRÍGUEZ, a acciones reivindicatorias propias, acciones reivindicatorias útiles, acciones de entrega basadas en créditos de restitución y tercerías especiales. Casos citados a título enunciativo o abierto (lo que era patente en el art. 1114 del Código del 29, que enumeraba los casos previa la expresión “especialmente”), como he dicho, de forma que cualquier otro no recogido y que cumpla los requisitos generales para ejercitar las acciones separatorias del art. 908 hace que el interesado pueda ejercitar la acción correspondiente a la situación concreta que le afecta.

La interpretación expuesta es, además, la que resulta de la exposición del tema por parte de GARRIGUES y de URÍA en sus manuales. Sin embargo, SÁNCHEZ CALERO (*Instituciones de Derecho mercantil*, 23.ª ed., Madrid, 2000, II, p. 456, cuyo texto reproduce VIGUERA RUBIO, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, *Derecho mercantil*, 6.ª ed., Barcelona, 2000, II, pp. 748-749) piensa que el art. 908 contempla una “reivindicación propia” por parte del dueño y que, junto a la misma, el 909 confiere a ciertas personas el derecho a separar algunas cosas que son casos de “reivindicaciones impropias” o de “reivindicaciones especiales”. Antes que SÁNCHEZ CALERO también VICENTE Y GELLA (*Curso de Derecho mercantil comparado*, II, Zaragoza, 1945, p. 380) decía que “la acción reivindicatoria ordinaria se halla reconocida por el art. 908 de nuestro Código de comercio...”. Interpretación que, por lo dicho, no compartimos.

catoria concursal se extiende no sólo a las cosas corporales, sino también a créditos o derechos, respecto a los cuales, como dice GARRIGUES <sup>(77)</sup>, es violento hablar de propiedad.

Precisada la singular naturaleza del derecho de separación que otorga a ciertos acreedores el artículo 908, observemos de inmediato la *amplitud* del precepto en cuanto a los bienes sobre los que puede ejercitarse ese derecho. La norma comienza refiriéndose, sin límite, a las “mercaderías, efectos y *cualquiera otra especie* de bienes que existan en la masa de la quiebra”. Por consiguiente, ante estos términos legales queda desechado de inmediato que el derecho de separación sólo se atribuya a los titulares dominicales de cosas *no fungibles*. “Cualquiera otra especie de bienes” es una expresión que comprende toda clase de bienes, sean o no fungibles, y así lo corrobora el artículo 909, que acabamos de recordar, pues *incluye* nominalmente supuestos de separación dominical de *dinero*. Así, el número 6 se refiere a “caudales” y el número 7 a “cantidades”. Caudales y cantidades son dinero, son cosas fungibles, cuya separación la Ley admite.

Esa misma amplitud, en cuanto al objeto de separación, con que procede interpretar el artículo 908, también procede aplicarla a la expresión “bienes y efectos” que emplea el número 3 del artículo 909, para referirse a los que el quebrado tuviese “en depósito, administración, arrendamiento, alquiler o usufructo”. De modo que también puede ser objeto de separación el dinero entregado al quebrado por razón de depósito o de administración.

Ahora bien, centrándonos en el depósito de dinero, ¿procede la separación del mismo siempre y en todo caso? El interrogante se explica porque podría interpretarse que, si se trata de un depósito de dinero, no puede ser sino irregular, lo que implicaría que el quebrado ha adquirido la propiedad del dinero recibido con exclusión de todo derecho de separación. En este sentido se ha pronunciado expresamente el maestro GARRIGUES <sup>(78)</sup> cuando afirma, sin paliativos, que “el derecho de separación no puede ejercerse en el caso de los depósitos o arrendamientos *irregulares*, pues el carácter fungible del objeto del contrato impide que la acción se dirija sobre una cosa específica existente en la masa de la quiebra. El depositante o arrendador tendrán sólo un derecho de crédito sometido a la ley del dividendo” <sup>(79)</sup>.

<sup>(77)</sup> *Curso*, cit., II, 5.<sup>a</sup> ed., p. 432.

<sup>(78)</sup> *Curso*, cit., II, 5.<sup>a</sup> ed., p. 437.

<sup>(79)</sup> URÍA (*Derecho Mercantil*, 27.<sup>a</sup> ed, Madrid, 2000, pp. 826-827) afirma también: “El paso de la propiedad de las cosas depositadas al depositario autorizado para disponer de las mismas cobra especial relieve en el caso de quiebra de dicho depositario. Entonces, a diferencia de lo que ocurre en el supuesto del depósito regular, el objeto del depósito no podrá ser separado de la masa al amparo del número 3 del artículo 909 del Código para ser puesto a disposición del depositante, y éste sólo podrá insinuarse en la quiebra por su derecho de crédito a la restitución del *tantundem*”.

La separación del dinero depositado es, pues, problemática, y recaba una atenta reflexión.

De entrada, procede tener en cuenta, de modo general, que la recepción de un bien *fungible*, sea el dinero o cualquier otro, no implica de por sí la adquisición de la propiedad de dicho bien<sup>(80)</sup>. Si otra cosa fuera, habría que admitir que quienes sustraen o se apropian de dinero ajeno son “propietarios” del mismo, sencillamente por ser un bien fungible. La fungibilidad del dinero no tiene ni tiene por qué tener esos efectos enormes, y los derechos sobre el mismo, que pueden ser de lo más variado (desde un derecho de propiedad o un usufructo a una prenda, etc.), hay que definirlos y medirlos en función del respectivo **título** constitutivo. Los derechos reales sobre cualquier bien, dinero u otro, nacen y se

---

(80) El ser fungibles —como es notorio— se dice de aquellas cosas que son idénticas a otras por su especie y calidad, de forma que al mezclarse unas con otras es imposible distinguirlas. Ahora bien, por el simple hecho de que un propietario de una determinada cantidad de cosas fungibles las entregue a otro que tiene también cosas idénticas a las primeras *no supone* que se convierta en propietario de estas últimas. Decir esto sólo se concibe si se tiene un concepto estrictamente *físico* o *material* del contenido del derecho de propiedad, pretendiendo que la propiedad tiene que ser sobre las mismas cosas, y al no poder saberse, por haber sido mezcladas, cuáles son las entregadas, y desaparecer *el mismo objeto físico* sobre el que recaía la propiedad, es por lo que cabe pensar que esta última *desaparece* en quien lo tenía y *reaparece* en quien lo ha recibido. Pero este modo de ver la cuestión es demasiado tosco y simple, porque, aun admitiéndolo, deja sin explicar por qué el receptor ha de convertirse *necesariamente* en propietario por el mero hecho de la *fungibilidad* de la cosa recibida. Dice, por ejemplo, PUIG BRUTAU [*Fundamentos de Derecho civil*, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1982, II (2.<sup>o</sup>), p. 544]: “La entrega de algo que *pierde* su individualidad en manos del receptor *equivale* a la transmisión a éste de su propiedad”. La pregunta surge en el acto: ¿Por qué la pérdida de la individualidad —que es un hecho *material*— *equivale* a la *pérdida* de la propiedad, que es un hecho *jurídico*? ¿Cómo puede atribuirse tamaño efecto a la pérdida de la individualidad *con independencia* de la *voluntad* del propietario depositante? Cuando éste entrega el dinero al depositario no quiere perder su propiedad; antes bien, quiere conservarla, y la conserva abstracción hecha de que recaiga o no sobre los *mismos* billetes y monedas, pues éstos no son tratados en el tráfico por sus cualidades individuales, sino como masa cuantitativa, y, por tanto, conservando el mismo valor económico y jurídico que tenían los entregados.

A mi juicio, por consiguiente, la confusión que se produce del dinero del depositante con el del depositario no significa que éste adquiera la propiedad del dinero que recibe y que la pierda el primero. El supuesto es un caso de conmixtión con separación posible (arg. art. 381 C. c.) y, por tanto, cada propietario conserva su derecho en la cuantía que le corresponda.

La transmisión de la propiedad de los bienes fungibles depositados sólo se produce, pues, si hay consentimiento del propietario. Como dicen con exactitud ENNECERUS/LEHMANN [“Derecho de obligaciones”, en el *Tratado de Derecho civil*, trad. y notas de PÉREZ Y ALGUER, Barcelona, 1935, II (2), p. 367]: “Si en el depósito de cosas fungibles *se estipula* la transmisión de la propiedad y que el que recibe está obligado a devolver cosas de igual especie y cantidad (mutuo de depósito, *depositum irregulare*) se aplican en general las disposiciones sobre el *mutuo*, y, por tanto, el receptor soporta el riesgo (§ 700.1.1, BGB)”.

legitiman por la existencia de un *título* que ampara y da la medida del derecho relativo. Se trata, como es sabido, de un postulado legal que informa todo nuestro Derecho patrimonial en la adquisición y transmisión de la propiedad y demás derechos reales (art. 609 C.c.), y que mantiene, naturalmente, su vigencia plena en los procesos concursales, y de ahí que el precepto básico del artículo 908 del C. de c. (y por remisión el 22 de la Ley de Suspensión de Pagos) fundamente el derecho de separación de estos acreedores en la inexistencia de un *título legal e irrevocable* de transmisión de propiedad al suspenso o quebrado. De que no le correspondan a éste por título legal e irrevocable habla también el artículo 266 del Anteproyecto de Ley concursal de 1983 <sup>(81)</sup>. Es, pues, a esta categoría fundamental, la del *título adquisitivo*, a la que hay que prestar atención para definir la posición jurídica sobre toda clase de bienes y, en concreto, para precisar cuándo procede reconocer una separación por derecho de dominio a determinados acreedores, ya sea en una suspensión de pagos o en una quiebra. La fungibilidad de los bienes que tenga en su poder el quebrado no permite afirmar por sí sola que sea propietario de los mismos si no hay un *título* que legitime su condición de tal. Este es el dato fundamental a tener en cuenta.

Ahora bien, ese título tiene que ser un título traslativo del dominio, es decir, uno de aquellos “ciertos contratos” a que se refiere el artículo 609 C.c. y, desde luego, el de depósito no tiene por causa la transmisión de la propiedad del bien depositado, sino su custodia y subsiguiente restitución del mismo bien. Pero, ¿qué decir del llamado depósito irregular? “En el depósito de cosas fungibles (depósito irregular) el depositario —dice GARRIGUES <sup>(82)</sup>— adquiere su propiedad y puede consumirlas, devolviendo al final del depósito otro tanto de la misma especie y calidad”.

Pues bien, según una opinión generalizada en nuestra doctrina y jurisprudencia, el depósito irregular así concebido tiene su tratamiento normativo en los artículos 309 del Código de comercio y 1768 del Código Civil <sup>(83)</sup>. En el primero

---

(81) Añadamos ahora que la Ley concursal (art. 80) dice lo mismo que el C. de c. (art. 908) con menos palabras. Este último justifica la separación por ser bienes “de dominio ajeno”, apoyándose en que su propiedad no se transfirió al quebrado por un título legal e irrevocable, mientras que la primera se limita a justificarla sin más por ser “bienes de propiedad ajena”. Pero lo omitido es intrascendente, por estar implícito, ya que la propiedad es *ajena* precisamente porque no se transmitió al quebrado por “un título legal e irrevocable”. Lo mismo, pues, como decíamos, con menos palabras.

(82) *Contratos bancarios*, 2.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1975, p. 361.

(83) Sobre el tema, v., por todos, el trabajo clásico de GARRIGUES, ya citado, “El depósito irregular...”, y, posteriormente, el valioso estudio de J. M.<sup>a</sup> CASTÁN VÁZQUEZ, “Los negocios irregulares en el Derecho español”, Apéndice a M. DE SIMONE, *Los negocios irregulares*, trad. esp., Madrid, 1956, pp. 125 y ss., en part. 136-154.

de ellos se dice que “siempre que, con asentimiento del depositante, dispusiere el depositario de las cosas que fueren objeto de depósito, ya para sí o sus negocios, ya para operaciones que aquél le encomendare, cesarán los derechos y obligaciones propios de depositante y depositario, y se observarán las reglas y disposiciones aplicables al préstamo mercantil, a la comisión, o al contrato que en sustitución del depósito hubieren celebrado”. En similares términos está redactado el precepto correlativo del Código Civil: “Cuando el depositario tiene permiso para servirse o usar de la cosa depositada, el contrato pierde el concepto de depósito y se convierte en préstamo o comodato”. Para añadir en un segundo párrafo: “El permiso no se presume, debiendo probarse su existencia”.

Como el texto de ambos preceptos es de sobra claro, no es preciso pedir una lectura detenida de los mismos para advertir que **no existe** en ellos la **más mínima** referencia a los bienes fungibles como objeto del depósito ni a la transmisión de su propiedad al depositario. Nada hay en dichos preceptos de esos dos elementos que se dicen constitutivos del depósito irregular. Todo lo contrario: tanto uno como otro precepto lo que están contemplando es un depósito de bienes, sean o no fungibles, pues no hay restricción al respecto, en el que el depositante autoriza al depositario para usar o disponer de los mismos. Ahora bien, si esto es lo que dicen a la letra esos preceptos, es incuestionable que lo que en ellos se regula *no es un depósito irregular* sino un depósito *regular* de cosas cuya propiedad *conserva* el depositante y no pasa al depositario, pues si éste fuera propietario no tendría sentido que necesitase permiso para disponer de sus *propias* cosas. Precisamente porque *no son suyas*, sino que pertenecen al depositante, es por lo que *necesita* el asentimiento de éste para disponer de las mismas ya para sí o sus negocios, como dice expresivamente la ley mercantil. Sin ese consentimiento del depositante *propietario* no puede hacer uso de ellas, tiene que limitarse a custodiarlas, sean o no fungibles.

De los preceptos analizados se infiere, pues, que *es posible* la existencia en nuestro Derecho de un depósito regular de bienes fungibles<sup>(84)</sup> y, concretamente, de un depósito regular abierto de dinero. Que esto es así lo viene a *confirmar* además el artículo 307 del Código de comercio, que regula la responsabilidad

---

(84) En lo que coinciden también DÍEZ-PICAZO y GULLÓN (*Sistema de Derecho civil*, 6.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1990, II, pp. 469-470) cuando dicen, a la vista de los arts. 1767 y 1768 C.c., que “implícitamente no es enemigo el Código Civil de un depósito de cosas fungibles”. Y, más adelante, indican con acierto: “Si se sigue el criterio (legal) de que el permiso no se puede deducir del hecho de que el objeto no sea determinado, entonces en el genuino depósito de dinero o de cosas fungibles no se transmite su propiedad al depositario, no ha sido intención del depositante convertirse en un mero acreedor del *tantundem* a modo de prestamista. Pero si quedan confundidas en el patrimonio del depositario, por su voluntad, con su dinero o con otras cosas fungibles, de tal modo que pierdan su identidad e impidiéndose así su reclamación específica, en pura teoría se produciría un fenómeno de conmixción (arts. 381 y 382)”.

del depositario en los depósitos de dinero. En efecto, este precepto comienza refiriéndose a los depósitos de numerario *cerrados*, esto es, cuando se constituyan con especificación de las monedas o se entreguen sellados o cerrados, cuya propiedad indudablemente conserva el depositante y por su cuenta son los aumentos o bajas que su valor experimente. La responsabilidad del depositario por los riesgos en este caso es rigurosa, pues sólo se libera si prueba que los daños producidos ocurrieron por fuerza mayor o caso fortuito insuperable. Pero es que —y eso es lo importante— al regular, seguidamente, la responsabilidad del depositario cuando se trata de un depósito de numerario abierto, se remite al artículo 306 (párrafo 2.<sup>o</sup>), que es el que establece la responsabilidad del depositario cuando el objeto del contrato es una cosa específica, y que dice lo siguiente: “En la conservación del depósito responderá el depositario de los menoscabos, daños y perjuicios que las cosas depositadas sufrieren por su malicia o negligencia...”. Esto es, la Ley mide su responsabilidad por el criterio subjetivo de la *culpa*, por lo que, aun siendo depositario de numerario, la Ley parte de que *no adquiere* la propiedad del dinero, pues si fuera propietario no tendría sentido que se acudiera a ese criterio, en cuanto él, como tal, correría con todos los riesgos.

Fuera del Código de comercio, otro ejemplo legal (fundamental por la gran trascendencia práctica que tuvo en su día) de que cabe en nuestro Derecho un depósito de bienes fungibles sin transmisión de la propiedad lo ofrecía el derogado Decreto de 25 de abril de 1974 sobre el sistema de compensación y liquidación de operaciones en Bolsa<sup>(85)</sup>, que regulaba un depósito “especial” de títulos fungibles cuya propiedad, sin embargo, conservaba el depositante<sup>(86)</sup>, con derecho expreso a separarlos de la masa de la quiebra<sup>(87)</sup>.

---

(85) Decreto y Orden de desarrollo de 20 de mayo siguiente, que fueron derogados por el Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (Disp. derogatoria). El sistema creado en 1974 difería singularmente del clásico contemplado por el antiguo Reglamento de Bolsas que, al partir de la numeración específica de los valores negociados, obligaba a manejar una masa ingente de papel, con el consiguiente entorpecimiento de las liquidaciones. Inspirado en el *Kassenverein* alemán y en el SICOVAM francés, tenía como pieza esencial el considerar fungibles los títulos valores emitidos por la misma entidad que fueran de la misma clase, tuvieran igual valor nominal y confiriesen los mismos derechos. Sobre el sistema de 1974, v., por todos, la conferencia de GARRIGUES “El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil”, Madrid (Bolsa de Comercio), 1974.

(86) El art. 5, núm. 4, del Decreto establecía: “En ningún caso esta modalidad de depósito implicará que las Entidades depositarias adquieran la propiedad de los títulos ni que puedan utilizarlos para fines distintos de los permitidos legalmente”.

(87) El art. 23 de la Orden, después de reafirmar que no existía transmisión de la propiedad, añadía: “en consecuencia, los depositantes y sus causahabientes tendrán el derecho de separación en la quiebra de aquéllos, de acuerdo con el art. 908 del C. de c.”.

Y lo mismo sucede con la administración de valores conforme a la Ley del Mercado de Valores de 1988 (art. 8), desarrollada por el R.D. de 14 de febrero de 1992, cuyo artículo 17 predica la *fungibilidad* de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión y con unas mismas características, sin afectar en modo alguno al derecho de propiedad de sus respectivos titulares<sup>(88)</sup> <sup>(89)</sup>.

---

(88) La diferencia fundamental que existe con la normativa de 1974 es que en ésta la *fungibilidad* que se establecía afectaba a *títulos* valores que eran objeto de un contrato de depósito “especial”. Ahora, en cambio, esos títulos *fungibles* objeto de depósito han desaparecido: ya no hay títulos, como cosa mueble; lo que hay son valores *sin título*, desmaterializados, como cosa incorporal, representados por anotaciones contables y que se constituyen *como tales* “en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable” (art. 8 LMV). Los valores anotados no son, pues, bienes muebles, sino créditos anotados en cuenta, y respecto de los cuales la inscripción en el registro contable tiene carácter *constitutivo*, inscripción que es *genérica* para las emisiones de valores e *individual* para las titularidades *personales* de los mismos.

Los valores anotados que funcionan “como fungibles” en las operaciones de compensación y liquidación (art. 8 *in fine* LMV) no dan lugar a la existencia de una relación de depósito administrado de sus respectivos titulares con la entidad encargada de la llevanza del registro contable. Esta última no asume una obligación de custodia y restitución de los valores, ni tampoco puede decirse que llegue a poseerlos. Del antiguo depósito con mandato de administrar el primero desaparece y sólo subsiste el segundo, de modo que la entidad simplemente *gestiona*, administra la cuenta de valores en interés del titular registral, quien, como “titular legítimo” (art. 11 LMV) conserva la plena disponibilidad de los mismos.

Al *no estar en posesión* de la entidad encargada del registro, en caso de quiebra o suspensión de pagos de la misma, *no pueden ser ocupados* por los órganos concursales, y como el titular conserva la libre disposición de sus valores, y para facilitarle en esos casos la gestión de su cuenta, la Ley de Mercado de Valores (art. 54, párr. final) dispone que “declarada judicialmente la quiebra, o admitida a trámite la suspensión de pagos de una entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el *traslado* de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. De igual forma los titulares de tales valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad”. Traslado de los valores, bien por la Comisión o por el propio titular, que *no constituye*, como bien dice ZUNZUNEGUI (*Derecho del mercado financiero*, Madrid, 2000, p. 724) “un derecho especial de separación del patrimonio ocupado al deudor por los órganos de la quiebra, sino (...) una confirmación de la disponibilidad inmediata sobre los valores que mantienen los titulares, incluso en caso de insolvencia de la entidad encargada de la llevanza”. Por ello puede decirse [cfr. RECALDE CASTELLS, “Tutela de los inversores ante procedimientos concursales de las Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública o de las Entidades Adheridas al SCLV: Nuevo régimen legal en España”, en *RDBB*, núm. 54 (1994), pp. 520-524; BELTRÁN SÁNCHEZ, “Régimen concursal de las Empresas de inversión”, en J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y A. TAPIA HERMIDA, *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Madrid, 1995, p. 270; P. KIRCHNER y C. SALINAS, *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999, p. 171] que se trata de un derecho de separación *especial*, tanto desde el plano *sustantivo*, ya que es distinto de los contemplados en los arts. 908 y 909 del C. de c., como del *procesal*, porque opera sin intervención ni de la Junta de acreedores ni del Juez; o sea, es un derecho de separación

La fungibilidad propia del dinero depositado no provoca *per se*, como acabamos de ver, que el depositario adquiera la propiedad del mismo. Ciertamente, es opinión predominante que, en los depósitos abiertos de dinero más significativos, los bancarios, dado el carácter fungible del dinero, el cliente depositante pierde la propiedad del dinero entregado, que es adquirida por el Banco, y queda convertido en un acreedor a la restitución del “*tantundem*”. Consecuencia de haber pasado la propiedad al Banco —dice GARRIGUES— es la disponibilidad que tiene éste sobre el dinero depositado.

Aunque consagrada por múltiples autores, decisiones judiciales e incluso textos legales de más o menos rango, en el Derecho comparado, ésta es una opinión que, aplicando ideas antes expuestas, no comparto.

---

*extraconcursal* y *extrajudicial*, que se establece para garantizar el funcionamiento correcto del sistema de compensación y liquidación.

Como añade el propio ZUNZUNEGUI, a quien antes cité, “la libre disposición se quiere reforzar, en momentos de incertidumbre, adjudicando a la Administración la facultad de transferir los valores a otra entidad, facilitando a los titulares las transferencias de sus respectivos valores. Es una medida que se justifica al integrarla en el sistema de intervención administrativa en las crisis de las entidades financieras, como medida de protección del ahorro”.

En definitiva, el carácter *fungible* que el citado art. 17 del R.D. de 14 de febrero de 1992 atribuye a los valores anotados de una misma emisión y con iguales características carece de relevancia en caso de suspensión de pagos o de quiebra de la entidad que lleva el registro contable y los gestiona respecto a los derechos del titular registral, y su única consecuencia, como resulta del propio precepto citado, es que la titularidad de aquél “lo será de *una cantidad determinada* de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores”. A efectos de la constancia en cada momento de esa cantidad en los registros contables a cargo de las Entidades, se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenecen. Aparte de esta cuenta, y para evitar “mezclas” de saldos, o sea, confusión de patrimonios (los de los clientes y los de la Entidad), la Entidad llevará otra que refleje el saldo del que sea titular en cada momento ella misma, y todo ello con referencia a cada categoría de valores fungibles (art. 31 del R.D. de 14 de febrero de 1992).

(89) Otro ejemplo que podemos citar de la admisión histórica en nuestro ordenamiento del depósito regular de cosas fungibles es el depósito colectivo en Almacenes Generales regulado por D. de 22 de septiembre de 1917 (art. 31), que permite a las entidades depositarias mezclar en sus almacenes mercancías de la misma clase procedentes de diferentes depositantes. Pero, como hemos visto al estudiar esta figura del depósito colectivo en otros países, el depositario no se hace propietario de los bienes depositados, sino que constituye una copropiedad por fracciones sobre esas cosas para los depositantes (v., sobre el mismo, GARRIGUES, *Curso*, cit., II, p. 133). Cuestión no discutida por la doctrina tradicional, porque, como precisa VICENTE Y GELLA (*Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo*, 2.<sup>a</sup> ed., Zaragoza, 1942, p. 181), al depositario se le concede “la facultad de *mezclar*”, no de *disponer*, añadiendo LAGUNA YBÁÑEZ (“Sobre el depósito irregular mercantil”, *Revista Jurídica de Cataluña*, ene.-feb. 1959, pp. 7-26, en part. 15) que tan sólo se producirá un depósito irregular cuando entregadas las mercancías para su guarda se conceda posteriormente al depositario permiso de disponer de ellas.

A mi juicio, el cliente depositante, al confiar su dinero al Banco, *no pierde* en absoluto su propiedad, lo único que pierde es *su posesión*<sup>(90)</sup>. El cliente sigue siendo propietario y lo único que transmite al Banco es la posesión. El Banco, por su parte, está muy consciente de que ese dinero de los depositantes que posee en sus cajas *no es suyo*<sup>(91)</sup>, y por eso constituye el *pasivo* de sus balances. Que luego la acción restitutoria de los depositantes no recaiga sobre el *mismo* dinero que *física-mente* entregó, sino sobre el *tantundem*, carece de trascendencia alguna en el plano dominical, si operamos no con sutilezas jurídico-formales, sino con realismo, y pensando, como pensaba GARRIGUES, que el Derecho es para la vida y no la vida para el Derecho. Teniendo, pues, a la vista los intereses de las partes y las exigencias propias del mercado bancario, es evidente de toda evidencia que a los depositantes bancarios les resulta indiferente la *identidad física* de su dinero. Para

---

(90) La propiedad del dinero sólo se pierde (es obvio, también si se destruye) cuando se consume, gastándolo, a través de un negocio oneroso (pagando, por ejemplo, el precio de una prestación, una cosa, un servicio) o gratuito (donándolo), pero no se pierde cuando se deposita por el mero hecho de depositarlo.

(91) Si fuera suyo en sentido estricto podría hacer de los fondos depositados lo que quisiera, con la más absoluta libertad, como cualquier propietario. Pero “las cosas”, como es sabido, no son así en los ordenamientos bancarios de todos los países, que, mediante sistemas diversos, imponen a los Bancos medidas de control y obligaciones rigurosas de mantenimiento de reservas que garantizan su solvencia y la devolución de los depósitos, y que, en nuestro Derecho, tuvo su primera manifestación en el art. 180 del C. de c., cuando disponía que: “Los Bancos conservarán en sus cajas la cuarta parte, cuando menos, del importe de los depósitos y cuentas corrientes a metálico y de los billetes en circulación”. [Sobre esta materia la bibliografía y la legislación comparada es inmensa. A título de ejemplo y de simple referencia, v., para nuestro Derecho, hasta su fecha, las indicaciones de GARRIGUES, *Contratos bancarios*, cit., pp. 365-366; para la legislación posterior, a partir del R.D. leg. 1298/1986, de 28 de junio, que adapta las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento comunitario y con el cual se inicia el cambio del marco jurídico que hasta ese momento regulaba parte del sistema bancario español, continuado luego por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, y más tarde por la Ley 3/1994, de 14 de abril, que incorporó a nuestro ordenamiento la 2.<sup>a</sup> Directiva de coordinación bancaria (D. 89/646/CEE), esencial para la creación del mercado financiero de la U.E., y, por último, el R.D. de 14 de julio de 1995 sobre creación de Bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las Entidades de crédito. V., en síntesis, URÍA, *Derecho Mercantil*, 27.<sup>a</sup> ed., cit., pp. 882 y ss. Más en concreto sobre el Fondo de Garantía de Depósitos, v., como más reciente, SALINAS ADELANTADO, “La nueva regulación de los fondos de garantía de depósitos”, en *RDBB*, núm. 66 (1997), pp. 431-475 y la bibliografía que cita].

La filosofía de toda esta legislación tendente a garantizar que los Bancos empleen los fondos de sus depositantes de manera prudente y líquida con objeto de que estén siempre en condiciones de restituirlos cuando les sean pedidos pone en evidencia la “relatividad” de su proclamada condición de “propietarios”. Son más bien unos depositarios “singulares” en los que la obligación de restituir la misma “cosa” cuando es infungible se ve sustituida por la de restituir la misma “cantidad” recibida cuando no lo es.

ellos, como para todo el mundo, el dinero no es un conjunto de individualidades físicas (los billetes o monedas entregados), sino una *suma*, de modo que lo trascendente es que, cuando sea, el Banco les restituya la posesión de las sumas entregadas; es la identidad *económica* y *jurídica* entre lo entregado y lo restituido lo decisivo, sea cual sea su consistencia material. Los intereses de los depositantes se encuentran así plenamente satisfechos. De igual modo, la disponibilidad de los fondos depositados por parte del Banco no es consecuencia de haber adquirido su propiedad, sino que responde a la dinámica usual propia del mercado de intermediación en el crédito, que es el rasgo definidor de la actividad bancaria. Los Bancos reciben dinero, “captan pasivo”, no para tenerlo inmovilizado e improductivo, sino para aplicarlo rentablemente en sus operaciones activas<sup>(92)</sup>. Esto es una ley indeclinable de la vida económica. Y para operar así los Bancos no precisan ser *propietarios* de los fondos depositados por sus clientes, basta con tenerlos a su *disposición*.

Pero, aunque no se compartieran alguna de las tesis revisoras que hemos expuesto y nos atuviéramos a las posiciones tradicionales, no es cuestionable que si la entrega en depósito o administración de dinero fue hecha, como ocurrió en el caso recordado, a una entidad luego suspensa, *no para que usara* del mismo, sino, todo lo contrario, *para que lo hiciese llegar a un tercero*, la *confusión* del dinero entregado en el patrimonio de la receptora no constituye motivo bastante para negar al depositante, como entendieron las sentencias recaídas en esa suspensión<sup>(93)</sup>, su condición de acreedor de dominio, al no ser posible *identi-*

---

(92) Como dice elocuentemente el art. 1 del R.D. leg. 1298/1986 antes citado, cuando define a las Entidades de Crédito diciendo que “son empresas dedicadas a recibir fondos del público en forma de depósitos que llevan aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos”.

(93) Ésta fue la posición asumida por el Juzgado de 1.<sup>a</sup> Instancia núm. 1 de Santander, S. de 29 de julio de 1994 (inérita, Magistrado Juez D. Antonio Dueñas Campo), en el pleito sobre acción de impugnación de derechos de dominio en el expediente de suspensión de pagos a que hemos hecho referencia. Según dicha sentencia (Fundamento de Derecho 7.º): “La naturaleza jurídica de tales derechos (se refiere a los de quienes entregaron el dinero para suscribir las acciones) puede ser efectivamente muy discutida: depósito irregular, mandato-gestión de negocios ajenos, remisión de caudales fuera de cuenta corriente al suspenso para entrega a persona determinada en nombre y por cuenta del comitente o para satisfacer obligaciones que hubieran de cumplirse en el domicilio de aquél (art. 909.6.º C. de c.), etc. Pero en todo caso se exige que se trate de dinero *debidamente señalado que permita su identificación y que lo conserve en su poder* el suspenso o quebrado, por lo que en el presente caso, dado que ha existido una confusión en el patrimonio del deudor de todo el dinero que obraba en su poder y dado que *tal dinero no existe* sino que ha tenido que ser repuesto mediante la venta de determinados bienes inmuebles, conforme a doctrina jurisprudencial reiterada desde el siglo pasado, sin perjuicio de las acciones a ejercitar contra los depositarios, *no cabe la reivindicación*, puesto que la devolución ha de ser de la *misma cosa* depositada, cualquiera que sea el estado en que se encuentre, en tanto pueda ser identificado y pese a las modificaciones que hubiere podido sufrir, y *sólo cabe reconocer como acreedores por el importe de sus derechos*”.

ficar que el dinero cuya separación se pretendía era *el mismo* que fue entregado en su día.

---

Sentencia confirmada por la Audiencia Provincial de Santander, Sección 1.ª, de 17 de marzo de 1998 (AC 1998/504, Ponente D. Joaquín Tafur López de Lemus), cuyo Fundamento de Derecho 5.º dice: “El art. 908, aunque con defectuosa técnica legislativa, parece conferir a determinadas personas *una auténtica acción reivindicatoria*, cuando señala que determinados bienes de dominio ajeno sean puestos a disposición de sus legítimos dueños. Tres son las condiciones de ejercicio de esa acción: la primera, que la propiedad de esos bienes, cuya separación de la masa se pretende, no pertenezca al deudor por un título legal e irrevocable; la segunda, que quien intente la separación de unos determinados bienes pruebe su derecho; y la última, que los bienes que se trata de separar *existan efectivamente en la masa*, para lo cual será preciso poder identificarlos, labor propia de toda acción reivindicatoria, que nunca podrá verificarse en casos de pérdida de la cosa, y que presentará serias dificultades cuando las cosas pretendidas sean *fungibles*. Tratándose de éstas, que es el supuesto que nos interesa, puesto que se trata de dinero, debemos diferenciar como dos planos, el de la adquisición legítima de la propiedad y el de la posible (o imposible) reivindicación de las que llegan a poder de otro por un título que no sea el de propiedad, que son realidades distintas y no solidarias (aunque en la práctica se confundan las consecuencias), puesto que la primera tiene que ver con el título de adquisición y la segunda con el ejercicio de una de las facultades del derecho de dominio, de modo que aunque quien toma una cosa fungible y la confunde con otras que le pertenecen no puede decirse que por ese simple hecho adquiera su propiedad (tal conclusión repugnaría, por ejemplo, cuando el origen de la posesión fuera delictivo), el propietario de esa cosa no siempre podrá reivindicarla de quien la posea, pues sólo podrá verificarlo cuando, además de probar su justo título de propiedad, pueda determinar o identificar la cosa que se reivindica. En la práctica, como decimos, las consecuencias se confunden, puesto que si el propietario de una cosa no puede de hecho reivindicarla de quien la posea, este poseedor no podrá, desde la perspectiva del derecho real, ser despojado de ella (otra cuestión es que ese bien pueda quedar afectado por el ejercicio de un derecho de crédito, e incluso ser objeto de desposesión como medida cautelar para asegurar el cumplimiento de una obligación), transformándose entonces la responsabilidad derivada del acto de posesión, de real en personal, y quedando obligado dicho poseedor a entregar al propietario despojado otro tanto de la misma especie, calidad y cantidad. En conclusión, aunque en puridad no pueda hablarse en estos casos de transmisión de la propiedad, sin embargo, el detentador de la cosa no podrá ser privado de ella mediante su reivindicación en los casos en que resulte imposible la identificación del bien”.

Y el 6.º: “Aunque, aplicando la anterior doctrina al caso de autos, concluyéramos que del hecho mismo de la entrega del dinero a INTRA no se siguió la transmisión de dicho bien, y que en consecuencia no dejó de concurrir el requisito negativo contemplado en el art. 908 C. de c. [‘las mercaderías, efectos y cualquiera otra clase de bienes (...) cuya propiedad no se hubiera transferido al quebrado’], *seguiría faltando el otro requisito*, implícito tanto en este artículo como en el siguiente, consistente en que los bienes que separables de la masa estén *debidamente identificados*; requisito éste que resulta y se desprende de determinadas expresiones legales contenidas en los arts. 908 (‘mercaderías, efectos y cualquiera otra especie de bienes que *existan en la masa de la quiebra*’) y 909.6.º (‘caudales remitidos fuera de cuenta corriente al quebrado, y que éste *tuviera en su poder*’) —subraya el propio Tribunal—, pues los bienes que han de existir en la masa de la quiebra son precisamente los que se entregaron al quebrado sin transferencia de propiedad, y no otros de la misma especie, por lo que cuando aquéllos, por desaparición o confusión con otros idénticos, no puedan ser identificados, resultará imposible determinar si ‘existen’ en la masa de la quiebra, o si el quebrado los ‘tiene en su poder’. Los apelantes, con

Esta interpretación peca de un rigorismo excesivo que no encuentra apoyo en el artículo 909, que en ningún momento exige que las cantidades reclamadas por vía de separación sean las mismas que se entregaron, y GARRIGUES, concretamente, como ya hemos recordado con anterioridad, al señalar las diferencias entre la acción reivindicatoria común y la concursal, resaltaba cómo la completa *identificación* de la cosa reclamada *no es requisito* de la reivindicación impropia del artículo 909, ya que se da también para reclamar sumas de dinero<sup>(94)</sup>.

---

apoyo en la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de febrero de 1897, sostuvieron en la vista que, dado el carácter fungible del dinero, *resultaría excesivamente rigorista y contraria al espíritu del precepto la exigencia de identificación del dinero mismo que fue remitido al comisionista, debiendo entenderse suficiente con que obre en su poder una cantidad equivalente a la que le fue remitida, pues, en caso contrario, el precepto carecería de sentido*. Dicha interpretación, sin embargo, resulta interesada, y no necesariamente se desprende del texto de la sentencia citada, que para nada alude a esa cuestión concreta, al limitarse a reproducir el tenor del art. 909.6.º en lo relativo a la exigencia de que el quebrado conserve en su poder los caudales remitidos, sin haber dispuesto de ellos al tiempo de la quiebra. Por contra, la Sentencia de 29 de noviembre de 1921 resulta mucho más explícita al respecto, pues concluye que, tratándose de numerario, no hay manera de sustraer los bienes al fondo de la quiebra, ni aun en el caso de que el quebrado tuviese una cantidad equivalente a la que se le reclama, por las razones de tipo procesal que expone”.

<sup>(94)</sup> En esta línea de GARRIGUES, respecto al art. 909 vigente, GÓMEZ DE LA SERNA (*Código de comercio concordado y anotado*, cit., pp. 394-395, nota 3), comentando el núm. 3 del art. 1114, correlativo del mismo número del 909, y cuyo texto era prácticamente igual (“Cualquiera especie de bienes y efectos que se hubieren dado al quebrado en depósito, administración, arrendamiento, alquiler o usufructo”) criticaba acertadamente la tesis mantenida en su época por algunos según los cuales la separación de dinero u otras cosas fungibles depositadas o entregadas por los demás conceptos a que se refiere la norma, *sólo procedía* en cuanto *no se hubieran confundido* con otras de su clase y permaneciesen en poder del quebrado; según esos autores —añade GÓMEZ DE LA SERNA— el depósito de dinero en tanto hará al deponente acreedor de dominio en cuanto se haya entregado en un saco cerrado y sellado sin que haya la menor sospecha de violación y *se acredite que es el mismo depositado*. Pero, frente a esta interpretación reaccionaba agudamente GÓMEZ DE LA SERNA, diciendo: “*No nos parece que ésta es la verdadera inteligencia del artículo*; los que así opinan han *confundido* la preferencia que aquí se da tanto a los dueños como a los que no lo son en las cosas depositadas, administradas, arrendadas, o usufructuadas con el dominio: la preferencia es de *todos*, el dominio sólo de los que son dueños: éstos tienen, además de lo que a todos los comprendidos en este artículo se concede, la reivindicación, aquéllos se limitan a la preferencia con la que pocas veces dejarán de ser reintegrados. En una palabra, los que como dueños depositaron, dieron en administración, arriendo o usufructo una cosa inmueble, o que siendo mueble está en poder del quebrado sin confundirse con otras, siguen siendo dueños, según el derecho civil, y tienen todos los derechos anejos al dominio, y, además, según este artículo, son clasificados como acreedores de dominio: mas cuando las cosas *son fungibles y no permanecen en poder del quebrado sin confundirse con otras*, no tendrá su antiguo dueño la reivindicación y los demás derechos consecuencia del dominio, pero *si la consideración de acreedor de dominio* que les da este artículo. Para demostrar más que tal, y no otra, es la inteligencia de este número, llamamos la atención sobre la circunstancia de no expresarse, como se hace en otros del mismo artículo, que los bienes han de estar en poder de quebrado, y es que en esta ocasión al depositario que ha dejado de poseer la cosa se le ha aplicado la sabida regla de que se reputa que posee el que por dolo dejó de poseer”.

No siendo, pues, posible —ni tiene sentido alguno, por lo demás— identificar físicamente el dinero depositado, una interpretación lógica de la norma conduce a estimar suficiente que existan en la masa fondos bastantes para atender al pago, y con independencia de que procedan o no de la venta de otros bienes, pues no hay motivo válido para establecer distinción alguna al respecto, según cuál sea el origen de los fondos.

La solución legal española de no exigir —frente a otros Códigos de su época— que las cantidades a separar se encuentren identificadas de algún modo, cerradas o selladas, es la más adecuada, porque no se ve por qué razón ha de resultar favorecido el propietario de dinero que lo entrega en sobre cerrado sobre el que hace entrega simplemente de una suma de dinero sin cierres físicos. Es, además, la solución que se está recogiendo en las modernas legislaciones en materia concursal, la que se adoptó, como vimos, en la reforma de 1994 de la ley concursal francesa (por la que se le añadió al art. 121 un tercer párrafo), y la que se ha seguido en Portugal al redactar el Decreto-ley sobre los procesos especiales de recuperación de empresas y la quiebra de 1993<sup>(95)</sup>.

---

En definitiva, según la interpretación, que compartimos plenamente, de aquel gran civilista que fue GÓMEZ DE LA SERNA, los depositantes de dinero tenían derecho a separar de la masa, en cuanto acreedores de dominio, las cantidades entregadas, aunque se hubiesen confundido con otras dentro de aquélla. En suma, los depositantes no tendrán la propiedad del mismo dinero entregado en cuanto se había confundido, pero serían acreedores de dominio para separar una cantidad igual a la depositada.

Es de señalar que la tesis criticada por GÓMEZ DE LA SERNA era la que mantenía P. GONZÁLEZ HUEBRA (*Tratado de quiebras*, Madrid, 1856, p. 101, en nota), según el cual faltando el requisito de que el dinero se pueda identificar “ni aun la prueba de que no había en la caja más dinero que procedente del depósito, sería bastante según la opinión de los autores”. Más aún, el propio GONZÁLEZ HUEBRA en su *Curso de Derecho Mercantil* (2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1859, p. 277, en nota), estimaba que los depositantes por el dinero depositado no estaban entre los enumerados por el art. 1114, pues únicamente se refería a los efectos dados en depósito. O sea, que, a juicio de este autor, el término “efectos” no comprendía el dinero. Opinión que, como resulta del texto, no compartimos.

Antes de GONZÁLEZ HUEBRA, otro comentarista (VICENTE Y CARAVANTES, *Código de comercio extractado*, Madrid, 1841, p. 430) también excluía que quien entregó en depósito ciertas cantidades pudiera reivindicarlas “puesto que no puede probar cuáles son las entregas”.

<sup>(95)</sup> Merece destacarse aquí el art. 201 del Decreto-ley portugués, en el que, bajo la rúbrica “*Restitución y separación de bienes*”, establece unas reglas para los distintos supuestos de separación de bienes de la masa, y para el caso de que sean “mercaderías o cosas muebles”, dispone (apdo. 3.º) que “el solicitante debe probar la identidad de las que le pertenecen, salvo si fueran cosas fungibles”. El requisito de la individualización se contrae, según esto, a los bienes infungibles. (V. el Decreto-ley en *Textos de Derecho concursal europeo, Cuadernos de Derecho y Comercio*, monográfico, 1993, p. 225 y ss., traducido por J. Pulgar Ezquerria y A. Gutiérrez Gilsanz).

Esta tesis es la que ha mantenido la Audiencia Provincial de Oviedo en su sentencia de 20 de abril de 1993 <sup>(96)</sup>, en la que se discutía una cuestión muy similar al caso de la sociedad madre suspensa: aquí el quebrado tenía en depósito ciertas cantidades de dinero que correspondían a la Hacienda Pública por el concepto de retenciones a cuenta del Impuesto General sobre la Renta de las Personas Físicas. En Primera Instancia, se desestima la demanda presentada por el Abogado del Estado en representación de Hacienda de separar tales cantidades de la masa de la quiebra, por entender el Juzgado que es imposible obtener la calificación de “acreedor de dominio” sobre tales cantidades, por haber entrado ya en el patrimonio del quebrado, confundiendo con él, y no poder concretarse “cuál fuera el depósito o retención fiscal”. En Apelación, se admite el recurso, estimando que, con base en el número 6 del artículo 909, la Hacienda Pública tiene derecho a separar tales cantidades en poder del quebrado <sup>(97)</sup>,

“y ello aun cuando por su propia naturaleza fungible se hayan confundido en el patrimonio del quebrado (comisionista) y en tal carácter sea el dinero irreivindicable. La Ley concede al comitente en este caso (sigue aquí al pie de la letra a GARRIGUES, *Curso*, II, 5.<sup>a</sup> ed., pp. 436-437) más bien que una propia y verdadera acción reivindicatoria, un derecho de crédito preferente, en el sentido de que puede cobrarse por el procedimiento singular de los artículos 908 y 909. Se trata de una regla excepcional, que sólo se detiene en el caso de que medie entre

---

<sup>(96)</sup> Ponente Sr. Barral Díaz (*Tribunales de Asturias*, 1993, núm. 1203).

<sup>(97)</sup> La cuestión de si pueden considerarse depósitos las cantidades retenidas por el quebrado para ser pagadas a Hacienda así como las cantidades cobradas a efectos de repercusiones, y que pueda ésta obtener conforme al art. 909.3.º C. com. el derecho de separación de esas cantidades de la masa, ha recibido cierta atención por parte de la doctrina tributarista en los últimos años. La atención se debe a que la Circular 3/1990, de 25 de junio, de la Secretaría General de Hacienda y de la Dirección General del Servicio Jurídico del Estado (B.O. del Min. de Economía y Hacienda, núm. 29, de 19 de julio, Ar. 1990, núm. 1607), relativa a las actuaciones en los procesos concursales de los órganos de la Administración Tributaria y del Servicio Jurídico del Estado, estableció en su Norma 6.<sup>a</sup> 5 que “se sostendrá ante los órganos del proceso que las *retenciones* tributarias sean consideradas *depósitos* a favor de la Hacienda Pública. En consecuencia, se entenderá que no forman parte del patrimonio del deudor y, por tanto, debe reclamarse directamente de dichos órganos del proceso su ingreso en el Tesoro sin computarse como masa”. Y esta postura administrativa influyó en la reforma del Reglamento General de Recaudación de 1990 operada en 1995, dándose una nueva redacción a su art. 96.5, en los siguientes términos: “Sin perjuicio de los derechos de prelación y demás garantías que afecten a los créditos de la Hacienda Pública, no se computarán en la masa de acreedores las cantidades que el sujeto del procedimiento hubiere cobrado en concepto de *retenciones o repercusiones* de tributos que, a tal efecto, se considerarán *depósitos* a favor de la Hacienda Pública”.

quebrado y actor un contrato de cuenta corriente y dentro de él se hayan hecho los abonos. Cosa que, por la propia naturaleza del derecho a retener, no ocurre aquí”.

Posición que también mantiene el Tribunal Supremo en su sentencia de 5 de julio de 2000<sup>(98)</sup>, confirmando otra de la Audiencia Provincial de Córdoba<sup>(99)</sup>, en un caso muy similar al anterior, en el que la Hacienda Pública reclamaba a una sociedad cooperativa las cantidades que tenía en su poder correspondientes a repercusiones y retenciones de tributos. El Tribunal, en aplicación de los artículos 908 y 909.3 y 96.5 del Reglamento General de Recaudación, estima la demanda y resuelve que esas cantidades pertenecen a Hacienda y que no tiene por qué someterse al concurso, puesto que, con arreglo al artículo 1911 del Código Civil, el deudor responde con todo su patrimonio “sin posibilidad de extensión a patrimonio ajeno aunque los bienes de éste, o parte de ellos, se encuentren en la tenencia del responsable”<sup>(100)</sup>.

Otro fallo recentísimo en el que el Tribunal Supremo reconoce que los valores, dinero y bienes muebles depositados, así como los saldos de cuentas corrientes, libretas de ahorro y cuentas análogas son *propiedad* de sus respectivos titulares es la de la Sala Primera de 21 de marzo de 2000<sup>(101)</sup>, relativa a la pertenencia al Estado de los depósitos que han de estimarse abandonados en Cajas de Ahorros, en cuanto “sus titulares o interesados no han practicado

---

(98) Sala 1.ª, Ponente Sr. D. José Ramón Vázquez Sandes (Ar. 5729).

(99) Sentencia de la Sección Primera de la Audiencia de Córdoba de 29 de junio de 1995 (inérita).

(100) Fundamento de Derecho 1.º En el 2.º, se afirma: “Constituidos los impuestos de que aquí se trata por una parte del sueldo o salario gravados o por un porcentaje que se incorpora a un precio y se percibe además de él, es evidente que sus respectivos importes no pertenecen, en momento alguno, a quien deduce o a quien recibe los mismos, sino a su definitivo destinatario, y la consiguiente obligación de aquél de trasladar a éste, sin movernos más que en el área del Derecho civil, constituye al así obligado, en tanto no realiza su obligación, en depositario de esos valores, según recoge la sentencia recurrida, para terminar separando del activo de la cooperativa suspensa las cantidades pretendidas por vía de demanda, lo que lleva a la desestimación del único motivo de este recurso de casación”.

(101) V. en *Actualidad Aranzadi*, 27-4-2000, núm. 436, pp. 5-6 (Ponente Sr. D. José Ramón Vázquez Sandes).

gestión alguna sobre ellos que presupongan *ejercicio de su derecho de propiedad en un plazo de veinte años*" (102).

Y es, digamos para terminar, la solución justa. Si por justicia debemos dar a cada uno lo suyo, nos parece incuestionable que cuando los representantes del concurso reconocen, por pruebas concluyentes, la existencia en la masa de ciertas cantidades de dinero que no pertenecen al quebrado por un título legal e irrevocable, sino que están en su poder por causas ajenas a su tráfico, procede que se acuerde su separación. Resolver lo contrario equivale a beneficiar indebidamente a unas personas a costa de otras, o, lo que es lo mismo, supone que unos acreedores cobren sus créditos no sólo con los bienes del deudor, sino con bienes demostradamente ajenos. Mas, para evitar situaciones así, hay que contar con jueces sensibles que fundamenten ponderadamente sus fallos en razones que vayan más allá de la mera fungibilidad del dinero.

---

(102) El Tribunal Supremo estima el recurso de casación interpuesto por el Abogado del Estado contra las sentencias de la Audiencia Provincial de Oviedo y las anula. El origen del pleito está (como resulta de los Fundamentos de Derecho 3.º y 4.º, que recogemos aquí en sustancia) en la sucesión de normas reguladoras de los depósitos bancarios abandonados por sus titulares y la especial naturaleza jurídica de las Cajas de Ahorros. El R.D.-ley del Ministerio de Hacienda de 24-1-1928 disponía (art. 1) que "se declaren bienes abandonados por su dueño y, como tales pertenecientes al Estado, los valores o metálico que se hallen constituidos en depósito, tanto voluntario como necesario, en bancos, banqueros, sociedades de crédito y toda clase de entidades de crédito *que no sean de carácter benéfico*", intocados en el plazo de veinte años por sus interesados, y en su art. 3.º disponía lo mismo respecto a los "saldos de cuentas corrientes abiertas en los establecimientos y entidades" antes indicadas. Preceptos ambos que fueron expresamente derogados por la Ley General Presupuestaria de 1977. Entre una y otra norma se promulgó el R.D.-ley del Ministerio de Trabajo de 21 de noviembre de 1929 sobre Régimen de Ahorro Popular, Estatuto Especial para las Cajas Generales de Ahorro Popular, que disponía la misma presunción de abandono que el D.-ley del 28, pero en el párrafo final de su art. 54 establecía que "el importe de las libretas o cuentas de ahorro que se declaren caducados se aplicará, en su totalidad, *a la realización de obras sociales, culturales y benéficas por las propias Cajas*". A diferencia del D.-ley del 29, éste no fue derogado expresamente por la Ley General Presupuestaria de 1977 ni por la de 1988. Pero, pese a ese silencio, el art. 29.2 de dichas Leyes (igual en ambas) estableció que "son bienes abandonados por su titular, y, como tales, *pertenecientes al Estado*, los valores, dinero y demás bienes muebles constituidos en depósito, voluntario o necesario, *en toda clase de sociedades de crédito o entidades financieras*, respecto de las cuales, y en el plazo de veinte años, no se haya practicado gestión alguna por los interesados que implique el ejercicio de su derecho de propiedad. Ese mismo régimen es aplicable a los saldos de cuentas corrientes abiertas en los referidos establecimientos o entidades". El T.S. estima que ese silencio ha de interpretarse como una derogación tácita del Decreto-ley de 1929 por la posterior de 1977, en cuanto sus preceptos son idénticos en la materia e incompatibles entre sí. Según esto, el dinero y demás muebles abandonados por su titular pertenecen al Estado y no a las entidades de crédito depositarias. Y esto incluye a las Cajas de Ahorros, porque en ellas "su carácter benéfico-social no les priva de su naturaleza crediticia y financiera", y el citado art. 29.2 de ambas Leyes Generales Presupuestarias afecta a "*toda clase de sociedades de crédito o entidades financieras*".

---

# CRÓNICA

---

# **IDENTIFICACIÓN DE LOS “INTERESES CONCURRENTES” Y DEL “INTERÉS DEL CONCURSO” EN LA NUEVA LEY CONCURSAL**

DR. D. EMILIO GONZÁLEZ BILBAO

*Profesor de Derecho Concursal de la Universidad de Deusto  
Abogado*

---

## **SUMARIO**

OBJETIVO DEL PRESENTE TRABAJO.

- I. IDENTIFICACIÓN DEL INTERÉS DEL CONCURSO EN CADA FASE DEL PROCEDIMIENTO.
  1. **Interés del concurso en la fase común: La conservación del patrimonio y la continuidad de la actividad empresarial.**
    - A) Criterios legales que informan este período.
    - B) Medidas de apoyo a la continuidad de la empresa.
      - a) *Conservación de contratos*
        - a') Medida de continuidad de los contratos laborales ex artículo 64 LC.
        - b') Imposibilidad de resolución automática de los contratos.
        - c') Vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas.

*RDBB núm. 94 / Abril-Junio 2004*

- b) *Rehabilitación de contratos.*
- c) *Supeditación de los acreedores con privilegio especial al interés del concurso.*
- d) *Administración eficiente y profesional del concurso.*
- e) *Rápida determinación de las masas activa y pasiva, así como de los actos perjudiciales para el patrimonio del deudor.*

**2. Interés del concurso en la fase de convenio: tutela y control del convenio de continuación viable.**

- A) Introducción: determinación del cauce y entorno del convenio siempre de continuación.
- B) Requisitos de accesibilidad al convenio.
  - a) *La propuesta anticipada de convenio.*
  - b) *Condiciones generales de acceso al convenio.*
  - c) *Prohibición de convenios liquidatorios.*
  - d) *Convenios de enajenación a tercero con continuidad.*
- C) Medidas de control y aseguramiento de la viabilidad del convenio.
- D) Información periódica del cumplimiento del convenio.

**3. El interés del concurso en la fase de liquidación: determinación del mejor plan de liquidación**

- A) Identificación del interés.
- B) Mini-proceso para la determinación del mejor plan de liquidación.
- C) Criterios legales supletorios.
- D) Responsabilidad concursal de administradores de personas jurídicas por créditos no satisfechos.

**II. IDENTIFICACIÓN DE LOS INTERESES CONCURRENTES.**

- 1. Interés de los acreedores en su conjunto.**
- 2. Interés en la composición de la empresa.**
- 3. Interés del deudor.**
- 4. Interés de los otros implicados.**

- A) Tutela del empleo.
- B) Tutela del interés de mercado.
- C) Tutela del interés público.

**5. Medidas de protección de los intereses concurrentes.**

- A) Administración eficiente.
- B) Acceso universal y protección de todos los acreedores en el concurso.
- C) Facilitar la reorganización de las empresas mediante la realización como un todo de los establecimientos y explotaciones.
- D) Protección del patrimonio del deudor, mediante la evitación de la “rapiña” de acreedores con privilegio especial.
- E) Fomento de la solución de convenio, pero con acceso restrictivo.
- F) Principio de continuidad de la empresa y vigencia de los contratos.
- G) Responsabilidad concursal por el déficit de pago a los acreedores.

**III. FLEXIBILIDAD DEL CONCURSO PARA OFRECER UNA SOLUCIÓN PERSONALIZADA A LA SITUACIÓN DEL DEUDOR.**

- 1. Deudor con proyecto viable de empresa.**
- 2. Acreedor con crisis severa pero con unidades empresariales.**
- 3. Empresa sin patrimonio, sin actividad o en liquidación.**

**IV. RECAPITULACIÓN.**

---

**OBJETIVO DEL PRESENTE TRABAJO**

En la Ley Concursal (en adelante LC) se contienen medidas que carecen de sentido aisladamente consideradas. Todas ellas componen un doble puzzle que ha de ser ordenado en función de los “intereses concurrentes” dignos de tutela y del “interés del concurso” según la finalidad reservada para cada fase del concurso.

Por eso en ocasiones la Ley Concursal cita el “*interés del concurso*” y en otros momentos se refiere a “*los intereses concurrentes*”. El primero se determina por el objetivo que preside cada fase del concurso, según se trate de fase común, de convenio o de liquidación. El segundo exige contemplar los intereses presentes y dignos de tutela en atención a la situación empresarial del deudor y seguir la priorización que ordena la Ley Concursal al respecto.

Este artículo doctrinal persigue un doble objetivo. Por un lado, la identificación finalística del interés del concurso en cada fase de procedimiento. Y por otro descifrar los intereses que eventualmente pueden aparecer en el concurso y la tutela apriorística que les dispensa la nueva Ley.

Además, queremos confirmar estos intereses en el articulado de la LC a través del análisis de las medidas dispuestas en la propia Ley a tal fin. Por último, se concluye con un ejercicio de flexibilidad concursal. Así se presentan diversas situaciones de insolvencia y las posibles soluciones a las crisis, utilizando para ello el menú *ad hoc* que la Ley ofrece. La Ley Concursal invita a una salida personalizada a cada deudor mediante una solución componedora de los intereses concurrentes, siempre que sea factible.

Por tanto, hemos de identificar, en primer lugar, el interés del concurso en cada fase del procedimiento. Y por otro lado, cuáles son los intereses concurrentes dignos de tutela que eventualmente pueden aparecer en el concurso según sea la configuración empresarial del deudor.

## **I. IDENTIFICACIÓN DEL INTERÉS DEL CONCURSO EN CADA FASE DEL PROCEDIMIENTO**

Cada fase concursal responde a una finalidad. Una primera fase común de observación y otra segunda alternativa de convenio o liquidación. Todas las disposiciones de cada fase se orientan a la satisfacción de los intereses concurrentes, cumpliendo el objetivo de dicha fase.

Por ello, vamos a interpretar en detalle aquellos elementos que determinan la finalidad de cada fase del procedimiento.

### **1. Interés del concurso en la fase común: La conservación del patrimonio y la continuidad de la actividad empresarial**

La Ley Concursal establece una *primera fase de observación* en la que el interés del concurso pasa por mantener la “foto” inicial de la empresa en crisis. Se desea que la empresa llegue entera cuando se inicie la siguiente fase. Se desea, en esta fase, conservar el patrimonio y continuar la actividad de la empresa, es decir que continúen los trabajos en curso, y los contratos de trabajo y las relaciones contractuales, e incluso que no sean posibles las agresiones individuales de los acreedores con derechos reales, que pueden perturbar hasta tal punto los elementos patrimoniales de la empresa que provoquen su cierre y, en consecuencia, la extinción de todos los contratos y el cierre de la empresa. Esta medida se prevé cuando exista realidad tutelable. Es decir, que si no hay patrimonio organizado a modo de empresa en funcionamiento nada se puede tutelar, salvo la conservación del patrimonio y la búsqueda de información por el órgano concursal.

Para ello, el legislador dispone en esta fase una serie de *medidas que tienden a facilitar este interés del concurso por hacer llegar a la empresa viva, con patrimonio y actividad, a la siguiente fase.*

Como decíamos, en esta fase ha de conservarse la fotografía inicial del deudor concursado hasta el inicio de la segunda fase.

**A) Criterios legales que informan este período**

El legislador se cuida de presentar dos criterios de comportamiento de los administradores concursales durante la fase de convenio en relación al patrimonio y a la actividad empresarial. Así, ordena la mejor conservación posible del patrimonio, la custodia de los bienes del deudor, a la vez que, en el caso de la existencia de una actividad empresarial, ordena tomar medidas para la continuidad de la misma.

a) *Criterio informador para la administración concursal de conservación del patrimonio del deudor:* la conservación del valor y de mantenimiento de los bienes del deudor es algo inherente a todo procedimiento concursal. Este principio, que ya estaba recogido en el Código de Comercio y en la Ley de Suspensión de Pagos, se explicita también en el artículo 43 de la LC. Se prohíbe, igualmente, la enajenación o gravamen de bienes y derechos que integren la masa activa, sin autorización del juez. Se exceptúan aquellos actos de disposición inherentes a la continuación de la actividad empresarial del deudor, conforme al criterio del artículo siguiente.

b) *Criterio legal de continuidad de la empresa:* cuando la empresa realiza una actividad económica empresarial o profesional, la LC ordena la adopción de medidas para asegurar su continuidad. Junto a esta instrucción general, se contienen otras medidas que ayudan a proseguir dicha continuidad, tratando de evitar rupturas contractuales o agresiones al patrimonio del deudor, y que procuran todas ellas lograr satisfacer el interés del concurso en esta fase. Sólo excepcionalmente, el juez podrá acordar el cierre de la totalidad o de parte de las oficinas y establecimientos del deudor concursados, siempre a petición de la administración concursal y previa audiencia del deudor y los representantes de los trabajadores.

**B) Medidas de apoyo a la continuidad de la empresa**

**a) *Conservación de contratos***

El legislador fomenta el mantenimiento y la continuidad de los contratos en las relaciones comerciales y en la propia organización interna. Así, se trata de evitar el nacimiento de desajustes en el funcionamiento de la empresa que deriven del propio inicio del concurso y agraven la crisis existente.

Es muy significativo el apartado referido a los contratos laborales, base esencial del mantenimiento de la actividad económica y empresarial.

a') *Medida de continuidad de los contratos laborales ex artículo 64 LC*: los contratos laborales seguirán en vigor, salvo que se acuda al supuesto de resolución colectiva de los contratos en sede concursal. Y ello sólo podrá realizarse una vez emitido el informe de la administración concursal. Se exceptiona el supuesto aquel en el que una tardía tramitación de un expediente colectivo de suspensión de contratos de trabajo pueda poner en peligro la viabilidad de la empresa (art. 64.3 LC). Se prima, de esta manera, la protección del salario y del empleo de una manera directa, consiguiendo así que no se adopte ninguna medida traumática por la presentación de la solicitud del concurso.

b') *Imposibilidad de resolución automática de los contratos*: por el mero hecho de la declaración de concurso no se produce la resolución automática de los contratos, como viene ocurriendo en la actualidad. Así, el legislador dispone en el artículo 61.3 que se tendrán por no puestas las cláusulas que dispongan la resolución del contrato como consecuencia del inicio del concurso. Esta medida implica una adaptación del deudor al inicio del concurso y permite ordenar con tiempo las posibles soluciones colectivas para los acreedores.

c') *Vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas*: para aquellos contratos cuyas obligaciones recíprocas estén pendientes de cumplimiento, el legislador desea mantener su vigencia y la posibilidad de cumplimiento por ambas partes, sin que se hayan de entender resueltos dichos contratos. Esta medida está en consonancia con el interés del concurso de mantener la actividad empresarial durante la fase de concurso y quizá después, en fase de convenio, e incluso en fase de liquidación, si el objetivo fuera la venta en bloque y con una empresa en funcionamiento.

#### *b) Rehabilitación de contratos*

Es posible el rescate de relaciones jurídicas ya extinguidas durante un plazo de tiempo para permitir recuperar activos útiles para la empresa y su actividad.

Así se establece la posibilidad de la rehabilitación de créditos (art. 68) y de contratos de adquisición de bienes con precio aplazado (art. 69). Se tutela mantener un equilibrio financiero de la empresa y evitar la pérdida de bienes clave para el desarrollo de la actividad industrial o comercial. El artículo 70 protege de posibles lanzamientos de los locales ocupados por la empresa a través de la enervación de la acción de desahucio y la rehabilitación del contrato de arrendamiento. Para todos estos supuestos, se ordenan medidas muy severas que ha de ofrecer el deudor en garantía de pago, en consonancia con la medida extraordinaria que le concede el legislador concursal para mantener su unidad empresarial.

*c) Supeditación de los acreedores con privilegio especial al interés del concurso*

El interés del concurso exige que en esta fase no se adopten medidas perturbadoras del patrimonio del deudor que puedan hacer inviable la actividad económica como consecuencia de la desaparición de los principales activos de la empresa. Para ello, se dictan normas que modifican el ejercicio de sus derechos individuales de ejecución. Así se paralizan las ejecuciones de los acreedores con garantía real y los acreedores de financiación con garantías sobre bienes muebles o cedidos en arrendamiento financiero durante el plazo de un año pero solamente respecto de los bienes del concursado afectos a su actividad profesional o empresarial. Esta interrupción del inicio de ejecuciones individuales o su paralización se sigue hasta la aprobación de un convenio cuyo contenido no afecte al ejercicio de estos derechos especiales o transcurra un año desde la declaración del concurso sin que se hubiera producido la apertura de la liquidación (art. 56.1 LC). Durante ese plazo se verán sometidos al interés del concurso y sólo después podrán proseguir su ejecución individual. El plazo es suficiente para evitar agresiones perturbadoras del patrimonio y de la actividad empresarial. Se reducen así notablemente las facultades de los acreedores, quienes gozaban de un derecho de separación en la quiebra. Todos ellos se ven sometidos al concurso sólo en el ejercicio de sus derechos de realización, pero obtienen la inmodificabilidad de su relación directa de cobro con el bien afecto, incluso eluden la colisión con el acreedor superprivilegiado salarial. Por ello, la LC les obliga a realizar una concesión en favor del interés del conjunto de los acreedores. Es otra muestra de la primacía del interés colectivo respecto del interés individual que, en este caso, se pospone y difiere a un momento posterior en la ejecución.

*d) Administración eficiente y profesional del concurso*

El tiempo es vital para la buena gestión del concurso, no cabe aceptar retrasos y dilaciones que solamente perjudican a la empresa en crisis. El legislador atiende a una composición plural y profesional del órgano concursal, con la inclusión de un jurista abogado y de un economista o auditor de cuentas para desarrollar con celeridad y en breve plazo la determinación de la masa activa y pasiva, y el estado de información sobre la contabilidad del deudor, así como las causas de la crisis y demás contenidos de dicho informe. De igual manera, el legislador sanciona a los administradores judiciales la falta de cumplimiento de sus obligaciones con la pérdida de sus retribuciones y la devolución de las ya percibidas. Esta profesionalización conlleva la exigencia de posibles responsabilidades sobre los administradores por la falta de diligencia en el cumplimiento de las obligaciones legales.

El elemento “tiempo” es fundamental en la resolución de la crisis. La buena gestión del concurso exige una solución rápida, máxime cuando se pretende el traspaso de la empresa como una unidad empresarial a un posible adquirente, siempre que sea factible. En fase de convenio, el costo del procedimiento y el desgaste del empresario en crisis será menor si se puede llegar a una rápida adopción del convenio o celebración del mismo. Piénsese en una propuesta anticipada de convenio a modo de convenio extrajudicial acordado y cerrado en tres meses. En algunos casos, la solución rápida es la mejor solución para la crisis.

e) *Rápida determinación de las masas activa y pasiva, así como de los actos perjudiciales para el patrimonio del deudor*

En esta fase común el legislador ordena la rápida identificación de los elementos del activo y el pasivo. El análisis del patrimonio del deudor se materializa en un documento comprensivo del inventario de bienes y derechos del deudor. De igual manera, el reconocimiento y clasificación de acreedores se realiza de manera profesional por la administración concursal. Además, han de recuperarse aquellos bienes cuya salida haya podido causar un perjuicio al patrimonio del deudor e impugnarse aquellos actos que hayan fracturado el equilibrio de la masa pasiva y celebrados en los dos años anteriores al concurso. A tal fin se delega en la administración judicial el ejercicio de las acciones de reintegración (arts. 71 y 72 LC). Dichas acciones contienen unos elementos más claros y se evita la retroacción como medida disciplinar y utilizada para la recuperación indiscriminada de bienes del deudor.

**2. Interés del concurso en la fase de convenio: tutela y control del convenio de continuación viable**

En la segunda fase ya se conoce la previsible solución a la crisis bien por convenio o liquidación. Si estamos *en fase de convenio*, el interés del concurso pasa por tutelar el interés del deudor promoviendo un cauce que le permita llegar a una junta de acreedores en la que se pueda aprobar un convenio de continuación. Antes de ese momento, la o las propuestas de convenio han sido evaluadas por la administración concursal. Además el legislador no permite cualquier convenio; impone barreras de mínimos que han de superarse para poder acceder a la solución de convenio. En cualquier caso, no podrán acudir a convenio acuerdos o propuestas de pago inferiores al 50% o que propongan aplazamientos superiores a cinco años. En el informe de evaluación, la administración judicial opinará sobre la propuesta de pagos que presenta el deudor, así como el plan de viabilidad en caso de que quiera financiar con los recursos propios los pagos acordados. La aprobación del convenio implica, siempre, un

*convenio de continuación* de la empresa en crisis. Podrá continuar la actividad el propio deudor o un tercero que adquiera mediante convenio la empresa del deudor concursado.

El último control de acceso excluye el acuerdo liquidatorio. Se impide el acceso al convenio a todas aquellas propuestas de convenio que tengan un contenido liquidatorio, rompiendo una praxis habitual en este tipo de convenios, que se ven vedados por la nueva Ley Concursal y reenviados obligatoriamente a la liquidación.

**A) Introducción: determinación del cauce y entorno del convenio siempre de continuación**

Cualquier empresa no puede acudir a un convenio en el concurso, porque el convenio ha de ser de continuación. La posibilidad de convenio exige una serie de parámetros relativamente altos de acceso a la tramitación de un convenio. Con carácter general, no pueden alcanzarse acuerdos con una quita superior al 50% ni una espera superior a cinco años. Además, están prohibidos los convenios liquidatorios. Los convenios son siempre de continuación, bien con el mismo empresario, bien mediante cesión convenida a terceros, quienes se ocuparán de la continuación de la actividad empresarial.

**B) Requisitos de accesibilidad al convenio**

**a) *La propuesta anticipada de convenio***

Esta fase se convierte en un cauce estrecho y siempre de continuación. La propuesta puede partir del deudor o pueden ser los acreedores los proponentes. Se deberá acompañar un plan de pagos y, en su caso, un plan de viabilidad.

**b) *Condiciones generales de acceso al convenio***

Es precisa la propuesta que no implique una quita superior a la mitad ni una espera superior a cinco años del importe de los créditos ordinarios. Se exceptúa de esta regla el concurso de empresas cuya actividad pueda tener especial trascendencia para la economía, siempre que contenga un plan de viabilidad y un informe de la administración económica competente.

**c) *Prohibición de convenios liquidatorios***

Se impide así la entrada de liquidaciones a través de la fase de convenio. Los intentos de convenios de liquidación han de tramitarse obligatoriamente a

través de la fase de liquidación. Y esto implica la apertura de la sección de calificación y una posible responsabilidad civil por los créditos no satisfechos. Cada fase sirve a una finalidad a la que están destinadas. Los convenios liquidatorios han sido muy habituales en los procedimientos de suspensión de pagos, con el abuso de situaciones de insolvencia definitiva en dichos procedimientos, pensados inicialmente para la situación de insolvencia provisional.

*d) Convenios de enajenación a tercero con continuidad*

También es posible la cesión de la empresa a tercero a través del convenio (art. 100.2 LC). En tal caso las proposiciones de convenio deben contar con la asunción por el adquirente de la continuidad de la actividad empresarial y del pago de los créditos de los acreedores en los términos de la propuesta de convenio.

**C) Medidas de control y aseguramiento de la viabilidad del convenio**

En primer lugar, el legislador establece un proceso completo y bien prefijado para que se contengan diversos documentos que permitan obtener información a los acreedores sobre la situación patrimonial del deudor y la viabilidad de la propuesta presentada.

Además, se permiten impugnaciones, e incluso formular oposición por inviabilidad objetiva de cumplimiento del convenio alcanzado.

— Plan de pagos: el deudor o los acreedores han de presentar un plan de pagos con detalle de los recursos previstos para su cumplimiento, incluidos los procedentes de la enajenación de determinados bienes y derechos del concursado.

— Plan de viabilidad: en el caso de que desee contar con recursos propios derivados de la propia actividad empresarial para el cumplimiento del convenio, se deberá presentar un plan de viabilidad especificando los recursos necesarios, medios y condiciones para su obtención (art. 100.5 LC).

— Escrito de evaluación de la administración concursal: la administración deberá emitir en diez días su evaluación sobre la propuesta presentada por el deudor. Esta valoración del órgano concursal se referirá al contenido de la propuesta, al plan de pagos que se presenta y, en su caso, al plan de viabilidad que la acompañe. El contenido del escrito será puesto de manifiesto en la secretaría del Juzgado a fin de que sea conocida por los acreedores y pueda ser objeto de debate en la junta de acreedores.

— Oposición por inviabilidad objetiva del convenio aprobado: se faculta a la administración concursal y acreedores que sean titulares de al menos un

cinco por ciento de los créditos ordinarios si estos últimos no han asistido o hubieren votado en contra de la propuesta aprobada. Se eleva a causa de oposición la inviabilidad objetiva del convenio aprobado (art. 128 LC).

#### **D) Información periódica del cumplimiento del convenio**

Salvo los controles específicos que se dispongan en el convenio, la LC delega en el deudor la obligación de informar periódicamente al Juzgado. El artículo 138 dispone que el deudor informará al Juzgado del cumplimiento del convenio semestralmente, a partir de la fecha de la sentencia aprobatoria del convenio.

También se pueden adoptar otras medidas de control e información a favor de los acreedores por así haberse pactado en el convenio. Estas medidas pueden ser desarrolladas por alguno de los administradores concursales, como se viene haciendo en los expedientes de suspensión de pagos.

### **3. El interés del concurso en la fase de liquidación: determinación del mejor plan de liquidación**

El *interés del concurso en la fase de liquidación* persigue definir la mejor forma de liquidación de la empresa en concurso, a través de la enajenación en bloque de las unidades empresariales, siempre que sea posible. Se trata de reasignar la empresa como unidad patrimonial y de actividad económica a un empresario distinto que pueda situarla en línea de rentabilidad. Todo ello a través de su compra en funcionamiento. Y ello porque se tutelan, siempre que sea factible, a las unidades empresariales en funcionamiento y el cambio de la figura del empresario que ha abandonado la empresa y que, por su ineptitud, la ha llevado a la crisis. Esa misma organización empresarial puede ser gestionada por otros empresarios que, aprovechando los conocimientos de mercado y fondo comercial de la misma, puedan recuperarla con sus elementos humanos y patrimoniales. Por ello, el legislador establece un criterio legal obligatorio de enajenación en bloque de las unidades empresariales del deudor. Sólo si después de haberlo intentado no existen postores se procederá a la liquidación individualizada de los bienes del deudor concursado. Repetimos que derivado de la flexibilidad del concurso la tutela de estos intereses está condicionada a su existencia en “ese” concurso y siempre que sea factible. Pero para definir el plan de liquidación, además del criterio legal informador examinado, se confiere participación a los acreedores, mediante un trámite de formulación de observaciones y propuestas de liquidación. Se trata de “animar” el mercado en la búsqueda de la mejor solución.

**A) Identificación del interés**

Determinación de la mejor liquidación posible. Y, siempre que sea factible, mediante su enajenación como un todo de las unidades empresariales.

El interés en esta fase reside en la transmisión en bloque de la empresa, y en funcionamiento cuando fuera posible. Por ello, el proceso de realización individualizada de los bienes se transforma en una cesión en bloque, a modo de cesión de empresa con todos los elementos integrados en esa unidad empresarial. Se ha mantenido la organización empresarial, la vigencia de los contratos y se ha protegido al patrimonio de las agresiones o ejecuciones individuales perturbadoras para mantener el conjunto de la empresa y enajenarlo como un todo.

Se abre, pues, una fase de liquidación novedosa, en la que se busca comprador de la empresa en crisis y en liquidación. Y además se da participación a los acreedores en la definición del plan de liquidación.

Existe una correspondencia entre la configuración patrimonial del deudor y el modo de realización de sus bienes. Así, el legislador impone a la administración concursal el sistema de liquidación que ha de seguir, si concurre la premisa de la existencia de un conjunto empresarial. En tal caso, se seguirá la enajenación en bloque del patrimonio del deudor como unidad empresarial, siempre que sea factible. Y, de igual manera, se sigue un mini-proceso de determinación, por parte del Juez, de la mejor forma de realizar la liquidación. Será el Juez quien decida, finalmente, mediante Auto, el método de liquidación. Igualmente, se da entrada también a los acreedores en la definición del proceso de ejecución a seguir. Veamos este proceso:

**B) Mini-proceso para la determinación del mejor plan de liquidación**

El trámite para la aprobación del plan de liquidación es participativo. Se da entrada a los acreedores, a los trabajadores y al propio deudor, a fin de conocer sus propuestas y observaciones de liquidación. Por ello, también la determinación del plan de liquidación es flexible y puede ser atemperado por la intervención de los acreedores y el deudor.

- *Plan de liquidación:* la administración concursal presentará un plan de realización que deberá atenerse al criterio del legislador, que determina la enajenación unitaria del conjunto empresarial del deudor o de algunos de ellos (art. 148.1 LC).

- *Formulación de observaciones y propuestas de modificación:* A este plan de realización se le formulan observaciones y propuestas de modificación por parte del deudor y los acreedores, tendentes a una mejor realización del activo.

- *Informe de los representantes de los trabajadores:* con el fin de formular observaciones y propuestas de modificación, según lo señalado anteriormente.
- *Segundo informe respecto de la propuesta de modificación presentada por los acreedores:* los administradores concursales emitirán una nueva nota informando sobre las modificaciones propuestas por los acreedores a fin de que informen al Juez sobre su opinión al respecto.
- *Auto del Juez del concurso:* el Juez del concurso decidirá, finalmente, el plan de liquidación que se seguirá en los términos del presentado por la administración concursal, introducir las modificaciones presentadas por las partes, o acordar la liquidación conforme a las reglas legales supletorias del art. 149 LC.
- *Reglas legales supletorias:* se aplican subsidiariamente para cuando no se apruebe un plan de liquidación por el Juez y en su caso, en lo no previsto por el aprobado.

### C) Criterios legales supletorios

Los criterios se concretan, en primer lugar, en una enajenación del conjunto empresarial como un todo o de sus divisiones en igual forma, mediante subasta o enajenación directa si aquella quedara desierta. En segundo lugar, cuando la liquidación afecte a los contratos laborales se seguirá lo dispuesto en el art. 64 LC para la modificación de las condiciones de trabajo. Por último la ejecución individual de los bienes se realizará conforme a lo dispuesto en la LEC para el procedimiento de apremio.

### D) Responsabilidad concursal de administradores de personas jurídicas por créditos no satisfechos

Derivada de la flexibilidad del concurso, se establecen responsabilidades personales para aquellos supuestos de insolvencia grave y en los que incurra alguna causa seria de participación del deudor en la causación o agravación de la insolvencia, mediante su calificación culpable. Así, en todos aquellos casos de apertura de la liquidación y calificación culpable del concurso, el Juez podrá determinar en la sentencia de calificación la condena a los administradores de hecho o de derecho, o quienes lo hubieran sido en los dos últimos años anteriores al inicio del concurso, a pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe que de sus créditos no perciban en la liquidación de la masa activa. Este instrumento se reserva para deudores en situación de insolvencia grave que haya originado la liquidación, y además hayan incurrido en alguna causa de culpabilidad del concurso. Ante esta insuficiencia patrimonial, se puede extender la responsabilidad, total o parcial, a quienes fueron orgánicamente responsables de la gestión de la entidad deudora y a quienes, *de facto*, lo hubie-

ren sido en los dos años anteriores al inicio del concurso. Esta medida no debe causar mayor alarma a los administradores diligentes que sufren un infortunio en los negocios. Así, la Ley descarga responsabilidad civil frente a quienes fueron responsables de una insolvencia grave a la que cabía otra salida que la liquidación y que, además, con su comportamiento y actuación, provocaron o agravaron la insolvencia y merecieron el reproche y la calificación culpable del concurso, con levantamiento del velo de quienes desde la trastienda manejaban la entidad concursada.

## II. IDENTIFICACIÓN DE LOS INTERESES CONCURRENTES

La finalidad solutoria de los acreedores no es el único interés digno de tutela por la nueva Ley Concursal. El legislador adopta una solución conciliatoria y compositiva de los diferentes intereses que concurren o pueden estar presentes en el concurso.

Al igual que el *iter* del procedimiento de concurso varía en función de la situación económica del deudor y las posibilidades de convenio o liquidación, lo mismo ocurre respecto de la protección de los intereses concurrentes. El interés tutelado se define en función de cuáles sean los intereses concurrentes. Sólo con la mirada puesta en la configuración empresarial del deudor podremos determinar los intereses a tutelar.

En ocasiones, no podrán ser tutelados determinados intereses dignos de protección por el Derecho concursal, porque no están presentes si atendemos a la situación económica y financiera del deudor. Pensemos en esa empresa ya cerrada y sin actividad económica a la que no le sirve el interés digno de tutela relativo a la conservación de unidades empresariales. La tutela en tal caso se orientará a una mera liquidación colectiva judicial con depuración de las responsabilidades a que hubiere lugar para los administradores de la entidad. Por el contrario, cuando el deudor cuente con un proyecto empresarial viable pero que está amenazado por dificultades financieras, el interés de tutelar al deudor para que logre, en el cauce del concurso, un convenio de continuidad con sus acreedores será el principal interés en ese supuesto concreto de crisis. El interés que siempre se tutela por el Derecho concursal es el interés solutorio de los acreedores, si bien éste ha de protegerse en su conjunto, como veremos a continuación.

Por ello, vamos a analizar los diferentes intereses concurrentes, al objeto de considerar la supremacía que en cada supuesto tienen unos respecto de otros, y la permanencia y estabilidad del interés de los acreedores en su conjunto a obtener una satisfacción de su crédito. Es el único interés que siempre está presente. En ocasiones, si la empresa en crisis está disgregada y desmembrada,

no aparecerán otros intereses que la mejor satisfacción de los acreedores, ya que será el único interés digno de proteger. Si, por el contrario, dicha empresa tiene trabajadores y forma un conjunto empresarial con posibilidades de ser continuado por otras personas, ese interés se conciliará con el interés de los trabajadores y de la conservación de unidades empresariales y primará la línea conservativa siempre que sea factible. No olvidemos, igualmente, el interés del deudor de obtener plazo e incluso quita para seguir con la empresa por sí mismo, mediante acuerdo de pago con sus acreedores.

Veamos estos intereses concurrentes dignos de tutela en el concurso:

### **1. Interés de los acreedores en su conjunto**

La finalidad de satisfacción de los acreedores en su conjunto implica una protección del activo para su mejor realización. Así, se han de equilibrar los intereses de los acreedores, estableciendo limitaciones del ejercicio de su derecho a quienes gozan de una mejor posición para el cobro de sus créditos. Nos referimos a quienes siempre van a estar garantizados con el bien objeto de garantía real.

De esta forma, se aplican pequeños sacrificios a los que más tienen, para colaborar con una mejor solución de pago a la generalidad de los acreedores que son ordinarios y, por ende, a aquellos otros que están al final de la cola de los acreedores, que son los acreedores subordinados.

No todos los acreedores pueden tener la misma condición. Por ello se establecen unos privilegios y preferencias de los créditos. Algunos acreedores son tan privilegiados que la esencia de su crédito no se modifica por el concurso. Éstos podrán hacer efectivo su derecho de crédito mediante la realización del bien o bienes afectos a su crédito, lo que ocurre con los acreedores con derecho real, reserva de dominio y arrendamiento financiero. Aquellos créditos que el legislador considera gozan de un interés de cobro superior a otros tienen la condición de acreedores privilegiados (art. 90 LC). Los acreedores salariales con sus variedades y limitaciones, así como los créditos públicos de Hacienda y Seguridad Social, se sitúan en el grupo de los privilegiados. Por el contrario, otros acreedores son relegados a posiciones peores que la media de los acreedores por la propia dinámica de su crédito o de su proximidad y conocimiento del deudor y su especial relación con él (art. 92 LC). Por último, el resto de los acreedores englobarán ese grupo abierto y anónimo de los acreedores ordinarios (art. 93 LC).

La existencia de derechos inmodificables de los acreedores con privilegio especial acompañada de medidas procesales de ejecución individual y separada

del concurso conllevaría un grave riesgo para la pretensión satisfactoria del resto de los acreedores. Dicho riesgo derivaría de un peligro cierto para la satisfacción de todos los acreedores ante la pérdida de posibles bienes clave en el desarrollo industrial o comercial de la empresa en crisis, ante la ejecución y subasta de dichos bienes por los acreedores privilegiados especiales.

La finalidad solutoria propia del derecho concursal se encuentra modulada y matizada, en su caso, por la concurrencia de otros intereses dignos de tutela que pueden aparecer en el concurso. Se busca, así, conseguir una solución componedora y amistosa entre los propios acreedores para la mejor satisfacción del conjunto. Y además una solución componedora y amistosa entre los diferentes intereses concurrentes.

## **2. Interés en la composición de la empresa**

Es un interés que tiene prioridad en la nueva Ley Concursal, pero condicionado a su existencia. No será válido para todas las situaciones concursales. Siempre que sea factible se atenderá al interés de la continuación de la actividad económica con el mismo empresario o mediante la cesión o enajenación de los conjuntos empresariales en bloque (art. 148.1 LC).

El interés reside en la conservación de unidades empresariales y la continuidad de su actividad económica, bien a través del empresario fallido (en aquellos casos de insuficiencia financiera), bien en aquellos supuestos de cambio de empresario, mediante la cesión o enajenación en bloque de unidades empresariales a terceros, tanto en vía de convenio como en fase de liquidación.

La nueva Ley Concursal acoge, en cierta medida, la separación entre empresa y empresario. Por un lado, identifica como bien tutelado aquella unidad empresarial que puede ser continuada por ése u otro empresario. Y, por otro lado, quiere separar la empresa del empresario (persona física o jurídica) causante de la crisis. En tales casos, conviene cambiar de empresario para que esa empresa pueda seguir desarrollando su actividad económica con otro empresario. Por ello, la Ley Concursal fomenta la transmisión de unidades empresariales mediante la cesión en bloque de los activos que la constituyen, cuando existan en el activo del deudor. Este interés es de satisfacción ineludible cuando se halle presente en el patrimonio del deudor.

En la fase final de aprobación de la Ley Concursal se ha fortalecido este interés, hasta el punto de resultar obligatorio en los casos de liquidación, atendidas las circunstancias de la empresa en crisis. Significa esto que “*siempre que sea factible*” deberá procederse a la realización del patrimonio del deudor mediante la cesión en bloque de unidades empresariales o su división para su posible escisión o fusión.

En el anteproyecto de Ley se establecía esta posibilidad como un criterio legal supletorio de realización en fase de liquidación. Sin embargo, el plan de liquidación que elaboran los administradores concursales podía separarse de este criterio legal supletorio que, si bien era informador, no resultaba obligatorio para la administración concursal. Con ocasión de la entrada del Proyecto de Ley en el Parlamento, y con las nuevas enmiendas de los grupos parlamentarios, se ha consolidado este interés cuando su realización sea factible. Nuevamente hemos de mirar hacia la empresa y sus activos, materiales, humanos y organizativos, para dar una respuesta de satisfacción a los intereses concurrentes.

En caso de existencia de una organización empresarial con posibilidades de cesión a terceros, ése será el interés prioritario para obtener una satisfacción de los acreedores y, a la vez, atender el interés de conservación de la empresa, protección del empleo, y otros intereses de terceros implicados.

El interés de la composición de la empresa tutela, también, a los otros intereses implicados. En primer lugar, se tutela el interés de los trabajadores a continuar en el ejercicio de su actividad profesional o laboral en el seno de dicha empresa. De igual manera, los proveedores y los clientes de esas empresas en crisis podrán continuar su actividad económica con ella y seguir vendiendo mercaderías a la empresa en crisis que continúe su actividad económica.

### **3. Interés del deudor**

El concurso es un procedimiento abierto a diferentes soluciones y acceden al mismo deudores que presentan diferentes situaciones de desequilibrio financiero más o menos grave. El concurso tutela el interés del deudor y le provee de un cauce ordenado para alcanzar una solución concertada con sus acreedores.

El deudor puede utilizar el procedimiento de concurso como un instrumento procesal en orden al logro de un acuerdo con sus acreedores y que en vía extrajudicial puede resultar una opción difícil. Así, la nueva Ley Concursal le ofrece al deudor, que cuenta con un proyecto de continuidad y viabilidad, la posibilidad de alcanzar un acuerdo con sus acreedores. El concurso puede ser utilizado, incluso, para refrendar un acuerdo extrajudicial. Pensemos en aquel deudor que, ante una situación de crisis financiera pasajera, se pone de acuerdo con una gran parte de sus acreedores, pero siempre existen algunos acreedores que se ponen nerviosos e inician ejecuciones o reclamaciones frente al deudor perturbando gravemente su normal evolución de la crisis. En esos casos, o se cuenta con el acuerdo del 100% de los acreedores o se asume el pago de aquellos que no consientan dicho acuerdo.

Con la nueva Ley Concursal, parece conveniente utilizar un cauce procesal rápido que permita un refrendo del acuerdo extrajudicial alcanzado y vincule a

todos los acreedores, todo ello en un plazo de dos meses más uno de prórroga (máximo de 3 meses). El deudor encuentra tutela en el procedimiento de concurso para la búsqueda de soluciones a la crisis. Lo mismo puede decirse respecto del deudor que cuenta con un proyecto viable pero con escasa capacidad financiera.

En este foro de solución convenida del concurso se tutela el interés del deudor de continuar su empresa, arreglando mediante convenio con sus acreedores cifra y plazo para el pago de sus créditos.

#### **4. Interés de los otros implicados**

##### **A) Tutela del empleo**

La empresa es un elemento de riqueza social, el empleo es un interés tutelado por los poderes públicos y constituye una parte de los Derechos Fundamentales de los ciudadanos en un Estado de Derecho. El Estado no puede permitir la destrucción masiva de empleo ni de unidades empresariales que pueden afectar de manera importante a determinadas áreas geográficas, que provocan la existencia de zonas en declive.

El interés individual de los trabajadores o los asalariados está tutelado a través de los privilegios salariales. Pero la mejor tutela para el acreedor salarial es evitar el nacimiento de los créditos salariales, mediante el pago de los salarios regularmente. Por ello, indirectamente se atiende, también, a la satisfacción y protección del empleo a través de la búsqueda de soluciones compositivas para la empresa mediante la supervivencia de ésta, su separación del empresario en crisis y su adscripción a otro empresario que asuma compromisos de continuidad y de satisfacción a los elementos dignos de protección.

##### **B) Tutela del interés de mercado**

En muchas ocasiones, la crisis de una empresa origina la de otras. Una empresa que incumple sus obligaciones de pago arrastra en cascada a otras empresas, proveedores o clientes de la misma. Normalmente, las empresas menos sólidas financieramente son aquellas que “caen” en una crisis derivada de otra. Cabe establecer una diferencia entre aquellas empresas con crisis derivada por la falta de pago del principal cliente, de aquellas otras que cierran como consecuencia de la falta de actividad económica a la que se ven sumidas tras el cierre de la empresa cliente. *El daño derivado del cierre de una empresa es mucho mayor de aquel que se produce como consecuencia de la falta de pagos temporal pero con continuación de la actividad económica* y, por ende, de la cartera de pedidos con las empresas proveedoras. Existe, pues, un interés de

mercado a favor de la continuidad de la empresa. Este interés no exige que continúe el mismo empresario, sino más bien con cambio de empresario.

### C) Tutela del interés público

En tercer lugar, el Estado, las administraciones autonómicas y locales se ven afectadas como consecuencia de las crisis industriales importantes. La desaparición de una empresa puede conducir a una región al declive y reconversión con pérdida de empleo en las respectivas zonas donde se ubica. El interés público se ve afectado ante la existencia de crisis de empresas importantes. En atención a estas situaciones especiales, la solución también ha de ser especial. La Ley Concursal prevé la posibilidad de que empresas de importancia para la economía tengan una solución de crisis vía convenio en la que se puedan superar los parámetros cuantitativos de acceso, superando un 50% de quita y los cinco años máximo de espera. Nuevamente vemos que, en atención al perfil de la empresa en crisis, la solución que se adopta es más personalizada. Lo mismo puede decirse del procedimiento abreviado para situaciones de insolvencia menores.

## 5. Medidas de protección de los intereses concurrentes

A continuación señalamos algunas medidas novedosas para la mente del concursalista español y que responden a la fisonomía del concurso tratando de ofrecer una *solución personalizada a la situación de crisis, a través de la protección de los intereses concurrentes*.

El listado de elementos que se citan a continuación son notas de aquello que conforma el concurso y que informa e ilustra al operador jurídico y económico respecto de las finalidades del concurso y la toma de decisiones a adoptar en supuestos de crisis.

Conviene centrar esta materia con la evolución de los bienes que son objeto de tutela por el Derecho concursal. Analizados los intereses concurrentes y dignos de amparo por Ley concursal, conviene presentar algunos de los elementos que ayudan a soportar la solución conciliatoria y componedora de los intereses concurrentes del concurso.

Veamos algunos rasgos que conforman la *fisonomía del concurso* y nos llevan a ratificar esta conclusión.

### A) Administración eficiente

Que se traduce en una rápida y profesional gestión del concurso mediante la designación de un órgano colegiado. Este órgano acoge en su seno a profesio-

nales complementarios del mundo del Derecho y de la auditoría junto a la representación de acreedores, quienes pierden su papel preponderante en la quiebra. La rápida gestión se traduce en plazos de cumplimiento de sus tareas y sujetos a sanción (art. 74 LC), lo que indudablemente ayudará a la celeridad del procedimiento.

**B) Acceso universal y protección de todos los acreedores en el concurso**

La formación de la masa pasiva se verifica con todos los acreedores conocidos y no sólo con aquellos que insinúan su crédito y lo comunican a los órganos concursales. Se obliga a la administración judicial a incluir a todos aquellos que resulten de la documentación del deudor (art. 86.1 LC). Es una medida de protección al crédito porque en el futuro el pasivo del deudor concursado lo formarán todos los acreedores.

**C) Facilitar la reorganización de las empresas mediante la realización como un todo de los establecimientos y explotaciones**

Se trata de la regla general obligatoria de liquidación e informadora del concurso. Esta regla legal es ineludible siempre que sea factible (art. 148.1 LC). Por tanto, se fomenta la venta en bloque del establecimiento del deudor, con su maquinaria, mercaderías, fondo de comercio, cartera de clientes y con sus empleados. Normalmente esta compra interesará a empresas de la competencia y del sector de actividad de que se trate. Esta regla general legal de liquidación tiende a la continuidad de la empresa, su unidad cuando se pueda y la inclusión en la misma de los activos laborales.

**D) Protección del patrimonio del deudor, mediante la evitación de la “rapiña” de acreedores con privilegio especial**

Estos acreedores se ven sometidos a medidas especiales en interés del concurso, evitando así perturbaciones que afecten a su buena gestión. Este tipo de acreedores, es decir, aquellos que disponen de un derecho real sobre determinados bienes o que tienen bienes de su propiedad en posesión del deudor en aquellos casos de reserva de dominio o arrendamiento financiero, todos ellos inscritos debidamente en los registros correspondientes, tenían la posibilidad de separar los bienes afectos del activo del deudor, y producían el desmembramiento patrimonial de la entidad en crisis. La separación o ejecución de la maquinaria determinaba el cierre de la actividad y una cierta rapiña de determinados acreedores. Sin embargo, en la Ley Concursal se disponen normas limitativas del ejercicio de su derecho de crédito, ya mencionadas anteriormente al comentar la finalidad de la fase común. Esta medida disciplina a los acreedores

con privilegio especial a la buena gestión del concurso y, en definitiva, a favor de la protección del crédito globalmente considerado, con los consiguientes sacrificios para estos acreedores con privilegio especial.

E) Fomento de la solución de convenio, pero con acceso restrictivo

Se promueve el convenio como la solución normal a la crisis, pero las exigencias de control crean un cauce en que sólo tienen acogida los convenios serios de continuación. La opinión de la administración concursal en su informe de la fase común, el plan de viabilidad del deudor y la evaluación de la propuesta por la administración concursal, son medidas de control de la seriedad del convenio. Además la imposibilidad de alcanzar acuerdos liquidatorios permite augurar un uso limitado de esta vía. No obstante, se permite en vía de convenio la cesión de la empresa en crisis a un tercero que garantice su continuidad (art. 100.2 LC).

F) Principio de continuidad de la empresa y vigencia de los contratos

Se mantienen los contratos vigentes con obligaciones recíprocas a pesar de la apertura del concurso, y en particular los contratos laborales (art. 64 LC). Cabe la rehabilitación de algunas operaciones de interés para la continuidad de la empresa. Y además, aquellas cláusulas que establezcan la facultad de resolución y la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes se tendrán por no puestas (art. 61.3 LC). La no aparición de los créditos salariales es una medida preservativa para los acreedores ordinarios y el mantenimiento de la unidad de empresa.

G) Responsabilidad concursal por el déficit de pago a los acreedores

Se incorpora una nueva responsabilidad para los administradores de las personas jurídicas. Además del ejercicio de todas las acciones de responsabilidad frente a los administradores que puede iniciar la Administración concursal, se concreta con ocasión de la apertura de la liquidación y la calificación culpable del concurso la posibilidad de extender a los administradores de hecho o de Derecho, y a quienes hubieran tenido esta condición en los dos años anteriores a la fecha de la declaración del concurso, a pagar total o parcialmente el importe que de sus créditos no perciban en la liquidación de la masa activa (art. 172.3 LC). Se abren así nuevas vías sustitutivas a la retroacción vigente como fórmula para atraer bienes al concurso o cargar con la responsabilidad del crédito no satisfecho.

A mi entender, la Ley Concursal presenta *una opción conciliadora y tuitiva de todos los intereses concurrentes —interés de los acreedores en conjunto,*

*del deudor, de la composición de la empresa y de otros implicados*—. Sigue una línea tradicional, pero con fórmulas distintas que fomenta la composición de la empresa cuando sea posible tanto en vía de convenio como de liquidación, protegiendo la buena gestión del concurso por la Administración judicial y arbitrando sacrificios a los acreedores más privilegiados; todo ello en interés de los intereses presentes en el concurso.

### **III. FLEXIBILIDAD DEL CONCURSO PARA OFRECER UNA SOLUCIÓN PERSONALIZADA A LA SITUACIÓN DEL DEUDOR**

La solución a la crisis ha de mirar necesariamente a la configuración patrimonial que ofrece el deudor. Según la composición patrimonial, económica y organizativa del deudor, el concurso ofrece una diversidad de soluciones que se adecuan a las circunstancias del deudor.

Veremos que el concurso ofrece múltiples salidas a las que puede incorporarse cualquier situación de crisis y en conexión con la tutela de los intereses concurrentes. Realizaremos una breve sinopsis de posibles situaciones y las potenciales soluciones que el concurso ofrece, tanto al deudor como a los titulares de los intereses concurrentes.

Vamos a definir tres bloques, en función de la situación de la empresa en crisis. El primero se reserva para aquel deudor que cuenta con un proyecto empresarial viable y que soporta dificultades financieras superables. En el segundo grupo de soluciones examinamos una empresa en funcionamiento con dificultades financieras serias que puede acudir a una vía de solución de convenio, con ciertas dificultades de poder cumplirlo, o a la liquidación, pero con unos activos empresariales en funcionamiento. Por último, examinamos el caso de una empresa concursada, cerrada, sin trabajadores, desmembrada y no liquidada. Por tanto, en una situación de cierre *de facto* y sin unidades empresariales vivas.

#### **1. Deudor con proyecto viable de empresa**

El deudor con un proyecto viable sigue la solución de convenio. Podemos encontrar dos subgrupos, según sea anticipado u ordinario el convenio:

En primer lugar, aquel que tiene dificultades financieras temporales y podría incluso encontrar un acuerdo extrajudicial con los acreedores pero que prefiere acudir al procedimiento de concurso presentando una *propuesta anticipada de convenio* desde el inicio del procedimiento y obteniendo una resolución rápida a la crisis mediante el establecimiento de un convenio, con la tutela

judicial y transparencia frente a sus acreedores. Podría decirse que a través de un convenio anticipado “eleva a público” los convenios extrajudiciales. El segundo supuesto que entra en esta categoría de deudor con empresa viable es aquel que *persigue la continuidad de la empresa por sí mismo sin cesión a terceros* y que, aun teniendo dificultades financieras, ofrece una solución ordenada de pago aplazado y que con una ligera quita puede afrontar la recuperación de su empresa en un convenio ordinario.

En este caso, el concurso prevé un seguimiento de control de la viabilidad de la propuesta de convenio para información de todos los acreedores. De igual manera el concurso sólo permite el acceso a convenio de propuestas que contengan una quita no superior al 50% de la deuda ni una espera superior a cinco años y prohíbe los convenios liquidatorios.

## **2. Acreedor con crisis severa pero con unidades empresariales**

En una peor posición que el grupo anterior, este deudor desarrolla una actividad económica que pudiera ser viable pero en la que su situación financiera le impide atender nuevas inversiones y el pago a los acreedores. En estos supuestos, el deudor puede como una primera solución apostar por una vía de convenio en la que pudiera pensarse en una solución de enajenación de la empresa a terceros mediante la cesión en bloque de la unidad empresarial y pago a los acreedores del dinero obtenido por la cesión en bloque de la empresa.

Por otro lado, pudiera pensarse en una solución de realización mediante la cesión en bloque de la empresa a terceros interesados en su adquisición. Pudiera darse el caso del inicio de una situación de convenio que luego fuera incumplido y pasar, finalmente, a la liquidación en bloque de la empresa. En este caso, el deudor tiene dudas de la viabilidad del proyecto, principalmente porque se exigiría la realización de nuevas inversiones para un desarrollo armónico de la entidad. En esta línea, el deudor opta por el camino a seguir. Si acude directamente a la liquidación, se buscará por parte de la administración concursal la mejor liquidación y siempre que sea factible a través de la cesión en bloque de unidades empresariales o su división para escindirlos.

Nótese que, en este supuesto de crisis, lo relevante a estos efectos es la existencia o no de una unidad empresarial en funcionamiento, lo que determina *el principal interés a tutelar para su enajenación en bloque, si fuera factible*. Evidentemente, si no fuera posible esta cesión en bloque, se seguiría la liquidación individualizada del patrimonio del deudor. La calificación culpable del concurso podría colaborar en la satisfacción de los acreedores, siempre y cuando se incurriera en causa de culpabilidad.

### **3. Empresa sin patrimonio, sin actividad o en liquidación**

Se sigue la liquidación judicial concursal al modo tradicional, es decir, mediante la ejecución individualizada de los activos del deudor. Se añade en estos casos extremos la posible responsabilidad de los administradores por déficit patrimonial si el concurso fuera calificado culpable.

En este grupo de posibles deudores situamos a aquellos que han dejado llevar la empresa a una situación de crisis irreversible en la que no existe patrimonio o es muy escaso, se han producido ya despidos o expedientes de extinción colectiva de empleo y puede que incluso se trate de un concurso necesario. Evidentemente, se trata de un caso extremo. La Ley Concursal ordena la liquidación de los activos existentes y se prevé una pieza de calificación para depurar posibles responsabilidades de los administradores y liquidadores que lo hubieran sido en el plazo de dos años anteriores al inicio del concurso. Así, la sentencia que califique de culpable el concurso puede condenar, además, a los administradores y liquidadores antes mencionados a pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe que de sus créditos no perciban en la liquidación de la masa activa. Se trata de una acción de cobertura del déficit patrimonial de la entidad y para pago, en definitiva, a los acreedores. No es el momento de considerar hasta qué porcentaje de la deuda se puede condenar a estos administradores.

Hasta aquí los principales grupos de crisis y las soluciones que sugiere la Ley Concursal. Si tuviéramos que avanzar un listado de posibles soluciones, citaríamos las siguientes:

S Convenio Anticipado.

S Convenio Ordinario con el mismo empresario.

S Convenio Ordinario con cesión en bloque a un nuevo empresario (en los convenios con quitas superiores a un 30% o una espera superior a 3 años se produce la apertura de la pieza de calificación).

S Liquidación con enajenación en bloque a nuevo empresario (apertura de pieza de calificación y posible derivación de responsabilidad concursal por falta de satisfacción de los créditos).

S Liquidación individualizada de los activos del deudor (apertura de pieza de calificación y posible derivación de responsabilidad concursal a los administradores por falta de satisfacción de los créditos).

#### **IV. RECAPITULACIÓN**

Los proponentes de la Ley Concursal han realizado un excelente trabajo. Se consigue en la nueva ley dar a cada uno lo suyo. Es decir, ofrecer una respuesta adecuada a la situación de crisis del deudor en atención a su configuración empresarial. Esta flexibilidad se modula con los intereses dignos de tutela. Se concede prioridad a la continuidad de las actividades empresariales o profesionales como mejor cauce de satisfacción a los acreedores en su conjunto, siempre que sea factible. La Ley Concursal ofrece una solución componedora de la empresa y concilia los intereses presentes en el concurso.

# **LOS COMPROMISOS POR PENSIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: SU TRATAMIENTO JURISPRUDENCIAL Y SU REGULACIÓN POR EL BANCO DE ESPAÑA**

MÓNICA CALONJE CONDE  
JOAQUÍN RUIZ ECHAURI

*Abogados.*

*Ernst & Young Abogados*

*Profesores de Derecho de Seguros en el Instituto de Empresa (Madrid)*

---

## **SUMARIO**

- I. UNA APROXIMACIÓN A LA CUESTIÓN.
- II. LA JURISPRUDENCIA SOBRE LOS FONDOS INTERNOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.
  - 1. La jurisprudencia en el Orden Contencioso-Administrativo.**
  - 2. Sentencias del orden de lo Social.**

---

*RDBB núm. 94 / Abril-Junio 2004*

- A) Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo de 31 de enero de 2001 y otras.
- B) Sentencias contrarias al criterio seguido por la STS de 31 de enero de 2001.

### **3. Conclusiones.**

## III. LA ACTIVIDAD REGULADORA DEL BANCO DE ESPAÑA EN MATERIA DE COMPROMISOS POR PENSIONES.

### **1. El tratamiento contable de los Fondos internos.**

## IV. LOS FONDOS EXTERNOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

### **1. La incidencia y consecuencias de la Circular 5/2002.**

### **2. La interpretación acerca del momento de producción de efectos de la Circular 5/2002.**

---

## I. UNA APROXIMACIÓN A LA CUESTIÓN

Dentro del universo de la Previsión Social Complementaria, se entiende por compromisos por pensiones aquellos asumidos por las empresas con sus trabajadores y beneficiarios de los mismos, por estar recogidos en convenio colectivo o disposición equivalente —entendiéndose por tal los pactos entre las empresas y su personal, u otros acuerdos o decisiones que se encuentren documentados en cualquier forma admitida en derecho y en los que se regulen compromisos por pensiones<sup>(1)</sup>— y que tienen como fin el cubrir las contingencias de jubilación, incapacidad laboral total y permanente para la profesión habitual o absoluta y permanente para todo trabajo, la gran invalidez o la muerte.

Bajo esa concepción, la obligación de exteriorizar los compromisos por pensiones tiene su origen en la adaptación a las exigencias establecidas en la normativa comunitaria que tenía por objeto desvincular la gestión de los compromisos por pensiones de la actividad propia de la empresa. Así, los funda-

---

(1) Concepción realmente amplia y que, a la postre, avala *ex artículo 1278 del Código Civil* cualquier instrumento o soporte utilizado para la documentación de los compromisos.

mentos de esta regulación se asientan en el artículo 8 de la Directiva 80/987/CEE, de 10 de octubre de 1980, del Consejo, sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas a la protección de los trabajadores asalariados en caso de insolvencia del empresario <sup>(2)</sup> (en adelante, Directiva 80/987/CEE), en lo relativo a situaciones de dificultades empresariales, y en lo que se refiere a libre circulación de los trabajadores, en la Directiva 98/49/CE, del Consejo, de 29 de junio de 1998, relativa a la protección de los derechos de pensión complementaria de los trabajadores por cuenta ajena y los trabajadores por cuenta propia que se desplazan dentro de la Comunidad.

Sobre tales premisas, la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (en adelante, LOSSP) introdujo una modificación en la Disposición Adicional Primera de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones <sup>(3)</sup> (en adelante, Ley 8/1987) en que se estableció la obligatoriedad, para todas las empresas que tuvieran financiados sus compromisos por pensiones mediante reservas o fondos internos, de exteriorizarlos a través de un plan de pensiones, uno o varios contratos de seguros o una combinación de ambas fórmulas.

Con todo, tal enmienda legislativa adolecía de un desarrollo reglamentario que se demoraría hasta la promulgación del Real Decreto 1588/1999 de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento sobre la Instrumentación de los Compromisos por Pensiones de las Empresas con los Trabajadores y los Beneficiarios (en adelante, Reglamento de Exteriorización), que también supone el desarrollo del régimen transitorio que en la materia establecían las disposiciones transitorias decimocuarta y decimoquinta de la LOSSP <sup>(4)</sup>.

Así, la obligación de externalizar los compromisos por pensiones resulta extensible de forma general a todas las empresas, recogiendo el Reglamento de Exteriorización una excepción a esta obligación, al incluir la posibilidad para las entidades aseguradoras, las entidades de crédito y las sociedades y agencias de valores de mantener esos compromisos por pensiones —y únicamente en aquellos casos en los que los compromisos hubieran sido asumidos con anterioridad al 10 de mayo de 1996— mediante fondos internos, ello siempre y cuando

---

<sup>(2)</sup> Reformada, aunque sin afectar a esta materia, por la Directiva 2002/74/CE, de 23 de septiembre de 2002.

<sup>(3)</sup> Hoy, Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.

<sup>(4)</sup> Disposiciones Transitorias que fueron derogadas por la Disposición Derogatoria Única del Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, cuyo texto actualizado se incorpora como Disposiciones Transitorias 4.<sup>a</sup> a 6.<sup>a</sup> al texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, que aprueba.

cumplan determinados requisitos recogidos en el mencionado Reglamento y estén debidamente autorizados por el Ministerio de Economía.

Pese a esa posibilidad excepcional, son cada vez más numerosas las entidades de crédito —y en menor medida, aseguradoras y sociedades y agencias de valores— que han exteriorizado sus compromisos por pensiones, en parte debido a la presión ejercida por los colectivos de los trabajadores en este sentido, en parte por el endurecimiento de las condiciones para mantener los fondos internos, y, finalmente, por el concurso de las últimas Sentencias publicadas sobre la propiedad de los fondos internos de las entidades de crédito.

## II. LA JURISPRUDENCIA SOBRE LOS FONDOS INTERNOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Como es conocido, la excepción que permite mantener a entidades aseguradoras, entidades de crédito y sociedades y agencias de valores compromisos por pensiones mediante fondos internos resulta aplicable únicamente para aquellos casos en los que los compromisos hubieran sido asumidos con anterioridad al 10 de mayo de 1996, siendo necesario para poder acogerse a este régimen excepcional que concurren las siguientes condiciones:

- S Que se trate de compromisos por pensiones derivados de convenio colectivo o disposición equivalente anterior a 10 de mayo de 1996, sin que las modificaciones posteriores a éstos compromisos tengan que ser externalizadas en el caso en que afecten a una contingencia ya prevista antes de dicha fecha.
- S Que la empresa hubiera asumido ese compromiso con anterioridad a dicha fecha o bien lo haya adquirido por subrogación en virtud de operaciones societarias antes de la entrada en vigor del Reglamento de Exteriorización.
- S Y que a la fecha de la entrada en vigor del Reglamento los compromisos se encuentren recogidos a través de las correspondientes provisiones o anotaciones contables.

La posibilidad de mantener estos compromisos en fondos internos se limita a aquellos asumidos por el personal ingresado en la empresa con anterioridad a la fecha de entrada en vigor del Reglamento de Exteriorización, y se condiciona a la obtención de una autorización administrativa del Ministerio de Economía con anterioridad al 16 de enero del 2002 que se regula en el artículo 39 del Reglamento de Exteriorización, en el que se establecen los criterios que deberán cumplir para la obtención de la misma, y entre ellos se prevé que, para que

los fondos internos puedan instrumentar compromisos por pensiones, deberán estar dotados con criterios tan rigurosos como los aplicables a los asumidos mediante planes de pensiones.

Ahora bien, esta excepción al régimen general ha suscitado numerosas controversias fundamentadas principalmente en la determinación de la titularidad de esos fondos internos, y la posibilidad de rescatar o movilizarlos en aquellos supuestos en los que no se hayan producido las contingencias cubiertas por ellos en el caso de cese o extinción de la relación laboral, que se ha visto reflejada en una interesante jurisprudencia que ha intentado clarificar el tratamiento de estos fondos internos, tanto en el orden social como en el contencioso-administrativo, si bien en este último de forma escasa, y que a continuación vamos a tratar.

### **1. La jurisprudencia en el Orden Contencioso-Administrativo**

Respecto al orden contencioso administrativo, hay que hacer referencia a la conocida Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera, de 16 de enero de 2002, que viene a clarificar el origen y el tratamiento de este régimen excepcional y su adecuación a las normas comunitarias que supusieron la implantación en nuestro ordenamiento de la exigencia de externalizar los compromisos por pensiones asumidos por las empresas con sus trabajadores.

Esta sentencia desestimó varios recursos contencioso-administrativos interpuestos en los que se solicitaba que, respecto de la excepción al régimen general de exteriorización de los compromisos por pensiones prevista en la Disposición Transitoria Decimocuarta de la LOSSP, se declarara: i) inconstitucional y contrario al derecho comunitario europeo el régimen excepcional y, por ende, el artículo 2.2 del Reglamento de Exteriorización, y, ii) que subsidiariamente, se declarara la nulidad de los artículos 38 y 39 del mismo texto en cuanto: *“a) infringen el principio de no discriminación en los planes de pensiones del sistema empleo; b) infringen la exigencia legal de que los fondos internos que puedan servir para el mantenimiento sin exteriorizar de los compromisos por pensiones de las empresas financieras estén dotados con criterios, al menos, tan rigurosos como los aplicables a los asumidos mediante planes de pensiones; c) permiten el mantenimiento como fondos internos de contratos de seguro no ajustados a los requisitos exigidos en la disposición adicional primera de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones y, en caso de extinción anticipada de la relación laboral, privan al trabajador de todo derecho económico por el período devengado de su expectativa por compromiso de jubilación; y d) restringen el derecho de información sin que, frente al contenido asignado al derecho de información en los supuestos de exteriorización, se*

*incluyan en la información mínima exigible datos individualizados sobre la cuantificación de los derechos consolidados o en curso de adquisición de cada trabajador”.*

El Tribunal Supremo, ante las pretensiones alegadas por los recurrentes, inadmitió los recursos presentados sobre la base de los siguientes fundamentos:

- i. Respecto a la alegación del recurso relativa a que la excepción a la regla general permite el mantenimiento de contratos de seguros que no cumplen las previsiones de la Ley 8/1987, y que priva por este régimen a los trabajadores de derechos económicos en el caso en que se extinga anticipadamente la relación laboral, el Tribunal la rechazó sobre la base de las siguientes manifestaciones:
  - a) La Sala admitió que el complemento de pensiones en nuestro ordenamiento jurídico es una mejora voluntaria de la acción protectora de la Seguridad Social, y que conforme al artículo 192 de la Ley General de la Seguridad Social se costea por las propias empresas que deseen instaurarlo —salvo aquellos supuestos excepcionales en los que se establezca la posibilidad de realizar una aportación económica a cargo de los trabajadores—, rigiendo respecto de estas mejoras el principio de libertad previsto en el artículo 41 de la Constitución Española, que preside tanto su constitución como su contenido. Por ello, es, a juicio del tribunal, el título constitutivo, expresado en convenio colectivo, contrato individual, o acto unilateral del empresario, el que definirá conforme al artículo 1255 del Código Civil, las cláusulas y condiciones que las partes acuerden establecer respecto de las mencionadas mejoras.
  - b) Igualmente, la Sala indicó que la finalidad del Reglamento de Exteriorización —que no es otra que la Disposición Transitoria Decimocuarta de la Ley 30/1995—, es el regular los instrumentos en que deben plasmarse los compromisos. Por ello, continúa la Sentencia, no se puede imponer a la norma algo que supere la libertad de contratación mencionada, tratando de imponer por vía normativa algo que las partes no pactaron o no quisieron incluir en sus acuerdos laborales. Así, con independencia de cual sea el medio a través del que se instrumentalicen esos compromisos, ya sea contrato de seguro, plan de pensiones o fondo interno, la existencia de un derecho a favor del trabajador en el caso de cese o extinción de la relación laboral antes de que se

produzcan las contingencias protegidas estará en función de lo que se hubiera pactado en el acto en que se estableció el compromiso, por lo que el derecho de rescate y movilidad en fondos internos se encontrará íntimamente ligado por lo acordado, o al hecho de que el trabajador haya realizado aportaciones.

- c) Finalmente, se invoca como base para rechazar los recursos planteados que otra de las finalidades previstas en la disposición transitoria decimocuarta de la Ley 30/1995 es la de proteger a los intereses de los trabajadores, aun en los supuestos en que se haya extinguido su contrato de trabajo frente a las situaciones de insolvencia del empresario que afecte al cumplimiento de las obligaciones asumidas con los mismos. No obstante, señala la Sala, en el caso en que se cese de la relación laboral por causas distintas a las contingencias previstas, esa protección habrá que referirla a aquellos supuestos en los que se haya estipulado en los compromisos a favor de los trabajadores que estos conserven después del cese algún derecho derivado de ellos.
- ii. Por lo que respecta a la vulneración de la normativa comunitaria, el Tribunal Supremo estimó en su Sentencia que las consideraciones anteriormente mencionadas no son contrarias a la normativa comunitaria, en concreto al artículo 8 de la Directiva 80/987/CEE, ya que la misma deja libertad a los Estados Miembros, en primer lugar, para elegir los instrumentos para conseguir la finalidad que impone la norma; en segundo término, para elegir la aplicabilidad de unos u otros instrumentos a los distintos sectores económicos; y, en tercer término, se refiere respecto de la protección de los trabajadores frente a la insolvencia de los empresarios, a los derechos adquiridos o en curso de adquisición de los trabajadores en virtud del título de constitución, y no a meras expectativas.

De igual forma, el Tribunal Supremo fundamenta la adecuación al Derecho Comunitario de la excepción al régimen general, al señalar que la Directiva 80/987/CEE al definir en su artículo 3 qué debe entenderse por “régimen complementario de pensiones”, lo extiende a aquellos “compromisos por pensiones garantizados por provisiones en el balance de las empresas”, que a juicio de la Sala, no es más que una modalidad de compromisos garantizados con fondos internos, que con carácter transitorio se permite tener a las entidades del sector financiero por el Reglamento de Exteriorización.

- iii. Por otra parte, el Tribunal Supremo justifica la excepción al régimen general a favor de las Entidades financieras, refiriéndose a la exposi-

ción de motivos del Reglamento de Exteriorización, conforme a la cual esas entidades *“actúan en sectores regulados y sometidos a supervisión de un órgano de control, lo cual redundará en la garantía de solvencia perseguida por la norma”*. Asimismo, se refiere a que se tuvo en cuenta para el establecimiento de este régimen excepcional que *“estas entidades son especialistas o concentran su actividad típica, precisamente, en la administración y gestión de fondos y, en su caso, en la valoración y cobertura de riesgos”*. Así, termina la Sentencia, se explica el motivo de esta excepción sin que se pueda hablar de arbitrariedad de la Administración al establecer diferente régimen para la instrumentación de los compromisos por pensiones en los distintos campos de actividad.

- iv. Respecto de la contradicción del principio de no discriminación previsto en el artículo 8.6 de la Ley 8/1987 que, a juicio de los recurrentes, se produce en los colectivos de las Entidades Financieras que mantienen fondos internos, el Tribunal Supremo alega como base para rechazar el recurso el carácter temporal de esta previsión que se refiere exclusivamente a los compromisos asumidos con anterioridad al 10 de mayo de 1996, y señala que *“igualdad no es uniformidad”*, de tal forma que son admisibles las diferencias que se realicen en función del sector de actividad, la fecha de contratación, o por la extensión de los compromisos con posterioridad como consecuencia de fusiones entre empresas.
- v. En cuanto a la impugnación del artículo 39.3 del Reglamento de Exteriorización, en el que se dispone que *“para que los fondos internos puedan instrumentar compromisos por pensiones deberán estar dotados con criterios tan rigurosos como los aplicables a los asumidos mediante planes de pensiones”*, se basa la misma en que en este precepto no se exige que los métodos actuariales sean los mismos que en los compromisos exteriorizados, refiriéndose a la Orden de 29 de diciembre de 1999 sobre el régimen transitorio a aplicar en la exteriorización de los compromisos por pensiones regulada en el Reglamento de Exteriorización.

La Sentencia de 16 de enero de 2001 rechaza estos motivos realizando cuatro declaraciones: i) en primer lugar, alega el carácter extratemporal de la Orden de 29 de diciembre de 1999, que no resultará aplicable por ser posterior al Reglamento de Exteriorización, ii) por otro lado, considera que la impugnación entra en el campo de la hipótesis de futuro, iii) asimismo, manifiesta que el rigor para obtener la autorización a las Entidades Financieras que la pretendan se pone de manifiesto en el apartado 2 del artículo 39, que señala que con carácter

previo a la obtención de la autorización, la provisión contable por los riesgos por pensiones ya causadas cuya cobertura pretenda realizarse por fondos internos deberá estar íntegramente constituida o instrumentada, y iv) finalmente, indica que por la previsión del artículo 40.1 del Reglamento de Exteriorización se incrementa el rigor mencionado al exigir que la solicitud sea presentada acompañada de determinada documentación como es el informe actuarial de valoración o el informe de auditoría.

- vi. Finalmente, por lo que se refiere a la impugnación del artículo 39.4 relativo a la información sobre los compromisos que las Entidades financieras deberán facilitar a los trabajadores, hay que recordar que el motivo de tal impugnación se encontraba en que no se prevé un régimen de información similar al previsto en el artículo 20.7 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones aprobado por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de octubre. La Sala rechaza esta impugnación basándose en las siguientes razones: i) el carácter reglamentario de la regulación prevista en el artículo 20.7 señalada, por lo que no supone ningún inconveniente el que a través de una norma del mismo rango se varíe para un supuesto que presente diferencias sustanciales con aquellos con los que se compara, ii) el carácter de la información contenida en el artículo 39.4 que en ningún caso, a juicio de la Sala, podrá ser considerado restrictivo para los trabajadores, al incluirse entre la información el informe anual de actuario independiente, y permitirse ampliar la información a facilitar en el compromiso, y iii) en cuanto a la ausencia de la información relativa a los derechos de pensión de los trabajadores prevista en el artículo 7 de la Directiva 98/49/CE de 29 de junio, en caso de desplazamiento del trabajador a otro Estado Miembro, que fue alegada por los recurrentes, a juicio de la Sala es una omisión que produciría consecuencias distintas *“a la ilegalidad de la norma por ausencia de regulación, si lo regulado expresamente es legal”*.

## **2. Sentencias del orden de lo Social**

Dentro de este orden jurisdiccional, y a raíz de la Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo de 31 de enero de 2001, que abrió un conflicto en

el seno del mismo, podemos encontrar dos orientaciones contrapuestas <sup>(5)</sup>: i) aquellas que consideran que la Sentencia mencionada debe resultar de aplicación analógica con carácter general a todos los fondos internos de previsión social, y ii) por otro lado, las que consideran —y que son cada vez más abundantes— que debemos estar en cuanto a ese derecho de rescate o movilización a las previsiones del Convenio o Reglamento de Previsión Social, y que niegan la aplicación a los fondos internos de las previsiones de la Ley 8/1987, al no equipararlos a los planes de pensiones.

A) Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo de 31 de enero de 2001 y otras

En primer lugar, debemos referirnos a la Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Social, de 31 de enero, conocida como Sentencia de “la Caixa”, que provocó un debate intenso en el seno del Tribunal, en la que se produjo un voto particular suscrito por siete Magistrados por el que se expresaba su desacuerdo al criterio seguido por el parecer mayoritario de la Sala.

Esta Sentencia tiene su origen en los recursos de casación preparados por la Federació D’Estalvis de Catalunya y las distintas secciones sindicales contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de junio de 1999 por la que declaraba que en relación con el Reglamento de Previsión Social de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (la Caixa), los trabajadores en los supuestos de extinción de la relación laboral por causas distintas a la jubilación, la muerte o la invalidez permanente (total, absoluta o gran invalidez) del trabajador no tenían ningún derecho de rescate, transferencia o movilización del fondo constituido para la cobertura de tales contingencias.

La decisión de la Audiencia Nacional se fundamentaba en considerar que i) el régimen de previsión de los empleados de la Caixa es una mejora voluntaria de Seguridad Social gestionada por un “fondo interno” y que por lo tanto, no tiene naturaleza de plan de pensiones sometido a la Ley 8/1987, ii) que la titularidad y el patrimonio de dicho fondo corresponde a la Caixa, iii) que la existencia de estos fondos internos está permitida por la Disposición Transitoria Decimocuarta de la LOSSP, y iv) que en los fondos internos *“no se contempla la posibilidad de consolidar derecho alguno antes de que se produzca cualquiera de las contingencias protegidas ni, por ende, la posibilidad de movilizar dichos derechos, que no son tales sino simples expectativas no consolidadas”*.

---

<sup>(5)</sup> En este sentido, TAPIA HERMIDA A.J., *Revista Española de Seguros*, número 110, abril-junio 2002, “Evolución jurisprudencial sobre los fondos internos de previsión social en las entidades de crédito”, pp. 261-279.

El Tribunal Supremo casó y anuló la Sentencia de Instancia, fundamentándose tras resolver determinadas cuestiones de revisión fáctica y procesales —entre ellas, apreciar la falta de legitimación pasiva *ad causam* de los aseguradores cuando son llamados a un pleito en el que se discutan únicamente aspectos relativos a los compromisos empresariales por pensiones sin afectar a la póliza—, en los siguientes fundamentos:

- S La Sala compartía el criterio de la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de octubre de 1995 que configuraba el régimen de previsión social de la Caixa como una mejora voluntaria de la acción protectora de la Seguridad Social, debiendo ser considerado el fondo constituido como un fondo interno y no uno de los regulados en la Ley 8/1987, y que, conforme al artículo 192 de la Ley General de la Seguridad Social, es en las disposiciones del Reglamento de Previsión Social en las que se establecen las normas que regulan el mismo. La Sala estimó, no obstante no disponerse nada en el texto del Reglamento sobre el derecho de rescate en el caso de cese de la extinción laboral, y partiendo de la base de que las aportaciones realizadas por el promotor no generan derechos económicos sino meras expectativas, que esta premisa resultaba incompatible con el texto del Reglamento en el que además de emplear de forma repetida términos aplicables a los planes y fondos de pensiones se establecía: i) la caracterización del plan como de previsión y de prestación definida, ii) la irrevocabilidad de las aportaciones del promotor, y iii) la sujeción del cálculo de las aportaciones a criterios de capitalización individual.

El Tribunal Supremo deducía que las disposiciones del reglamento señaladas quedarían totalmente desvirtuadas si los compromisos por pensiones de la Caixa asumidos desaparecieran por cese anticipado de los partícipes. Así, la Sala consideró que decir que un plan de pensiones es de prestación definida implica que la intención es aplicar a sus prestaciones las consecuencias que comporta tal calificación en la legislación de planes y fondos de pensiones, entre ellas la de atribuir al partícipe el derecho consolidado *“a la reserva que le corresponde de acuerdo con el sistema actuarial utilizado”*. Por otra parte, respecto de la irrevocabilidad de las aportaciones del promotor, la Sala consideró que esto conlleva el propósito del promotor de desprenderse de ellas de forma definitiva, no pareciendo lógico que su importe, *“respecto de los partícipes que cesaron anticipadamente en la empresa, pudiera ser compensado, en las sucesivas revisiones del plan, por las vías indirectas de la pérdida de derechos en curso de adquisición y la desaparición de los compromisos por pensiones”*. Y finalmente, respecto de la capitalización individual, la Sala señaló que ello apuntaba a la *“consti-*

*tución y reserva de un capital para financiar las pensiones futuras de la persona en beneficio de la cual se efectúa la imposición”.*

- S La Sala se remitió asimismo al texto de la Disposición Transitoria Decimocuarta de la Ley 30/1995, señalando que la excepción contenida en la misma respecto de los fondos internos supone la inaplicación a los fondos internos de la normativa de la Ley 8/1987 aplicable a los fondos externos, pero no la exclusión de los preceptos sobre planes de pensiones, en los que se puede prever la existencia de derechos económicos.
- S Igualmente, la Sala añadió a lo anterior una razón de equidad, al considerar que *“la solución de reconocer derechos de previsión social derivados de la actualización de las contingencias protegidas a los trabajadores que cesan anticipadamente en la prestación de servicios a la Caixa resulta ser la más equitativa en un régimen de indemnización tasada de despido, como el español, que atiende en el cálculo de la misma a la pérdida del puesto de trabajo y no a la eventual privación de derechos sociales como los cuestionados en este proceso”.*
- S Finalmente, la Sala concluye que a pesar de no disponerse nada en el texto del Reglamento del régimen de previsión social de la Caixa sobre los derechos económicos de los trabajadores en el caso de cese o extinción de la relación laboral, resulta de aplicación analógica la legislación común de los planes de pensiones, por lo que los partícipes tendrán derecho a movilizar o rescatar sus derechos consolidados en los supuestos y condiciones previstos en la legislación sobre planes de pensiones.

Entre las Sentencias que siguen la misma orientación, cabe mencionar la reciente Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Baleares, Sala de lo Social, de 6 de junio de 2003, en la que en su fundamento tercero se precisa que *“concurriendo en el caso, las tres notas características destacadas por la STS de 31-01-2003, puede concluirse como lo hace ésta al decir: la irrevocabilidad de las aportaciones de la empresa, su cálculo de asignación en régimen de capitalización individual y el carácter de ‘prestación definida’ del plan de ‘previsión’ establecido conducen, en suma, a la consecuencia lógica de reconocer a los trabajadores que cesan anticipadamente en la empresa el derecho a la reserva constituida en su nombre y por su cuenta”.*

- B) Sentencias contrarias al criterio seguido por la STS de 31 de enero de 2001

Entre el sector jurisprudencial que no considera aplicable de forma analógica la Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo de 31 de enero

de 2001, sino que estiman que habrá de estarse a las previsiones concretas recogidas en el Convenio o Reglamento, y proclaman la inaplicación a estos Fondos internos de las previsiones de la Ley 8/1987, encontramos las Sentencias que a continuación vamos a analizar, si bien no todas referidas a entidades de crédito, sí versando sobre entidades financieras a las que se les aplica también la excepción al régimen general, y que por lo tanto tienen el mismo tratamiento:

- S En primer lugar, debemos mencionar la Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Social, de 14 de octubre de 2003, por la que se desestima el recurso de casación interpuesto contra la Sentencia de la Sala de lo Social de la Audiencia Nacional de fecha de 10 de abril de 2002, iniciado en virtud de demanda presentada contra HELVETIA CERVANTES VASCO NAVARRA, S.A. en el que se alegaba como Sentencia de contraste la de la Sala de 31 de enero de 2001. La Sala rechaza el recurso interpuesto al considerar que *“en el supuesto que ahora se analiza no existe un reglamento semejante al aludido que permita concluir de la manera que lo hizo la sentencia de 31 de enero de 2001 aludida y, por consiguiente, la doctrina que dicha resolución proclama no es extrapolable, sin más, a supuestos ajenos y extraños al contexto al que fue dictada, decisión aquella que resultó ser el fruto —como en la misma se dice— de la aplicación de un criterio interpretativo de carácter restrictivo, que no permite su generalización a todos los supuestos”*.

Por otra parte, la Sala en el fundamento quinto menciona que *“no es preciso forzar demasiado el razonamiento para llegar a la conclusión de que la ventaja fue concedida para los trabajadores que agotaran su vida laboral al servicio de la empresa y que ésta le complementaría la pensión cuando legalmente se jubilaran, pues así se deduce de los términos del acuerdo, y lo que también parece incuestionable es que el meritado acuerdo no tiene previsión alguna a favor de los trabajadores que cesen al servicio de la empresa antes de la jubilación”*.

Finalmente, en el fundamento séptimo se indica que *“la disposición adicional 11 de la Ley 30/1995 de 8 de noviembre dio nueva redacción a la disposición adicional 1.ª de la Ley 8/1987, al establecer la obligación de las empresas que tengan asumidos compromisos por pensiones, de instrumentarlos mediante contratos de seguro, a través de la formalización de un plan de pensiones o de ambos, pero esa regla no resulta de aplicación aquí en cuanto que, a estos efectos, se entenderán compromisos por pensiones los derivados de obligaciones legales o contractuales del empresario con el personal de la empresa, pues la mejora reclamada no es un compromiso derivado de obligación legal*

*o contractual, sino que tiene su origen en una decisión unilateral de la empresa, y esta situación no cabe en las previsiones legales”.*

- S En el mismo sentido, si bien sin hacer alusión a la Sentencia de 31 de enero de 2001, encontramos las Sentencias que a continuación se exponen:

La Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Social, de 30 de septiembre de 2003, que declara la inadmisión de un recurso de casación para la unificación de la doctrina contra la Sentencia de fecha 4 de noviembre de 2002 dictada por el Tribunal Superior de Justicia de Madrid. Esta inadmisión se basa en que no puede considerarse como Sentencia de contraste una Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal de Justicia de Andalucía de 18 de octubre de 2001, al señalar que eran *“diferentes las acciones que se resolvieron en ambos pleitos. Por otra parte, el Banco do Brasil, demandado en los presentes autos, no había procedido a externalizar sus compromisos de pensiones en la fecha en los que los hechos se produjeron (extinción contractual en diciembre 2000), mientras que el Banco Español de Crédito, demandado en la Sentencia de contradicción había concertado un contrato de seguro en garantía de sus compromisos de pensiones siendo condenada al pago la aseguradora”*. Finalmente, la Sala concluye que *“en los casos enjuiciados en las sentencias que se comparan, el Convenio Colectivo de Banca, del que arrancan los compromisos por pensiones, ninguna previsión realizó respecto de la persistencia de los complementos una vez extinguido el contrato. Fue esa una posibilidad no tenida en cuenta por los negociadores del convenio”*.

En el mismo sentido que la Sentencia anterior, la Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo de 1 de octubre de 2003, en la que se desestima el recurso de casación interpuesto para unificación de la doctrina, al considerar que la Sentencia alegada de contradicción no contempla las mismas situaciones, mencionando que *“existe entre las situaciones resueltas en las sentencias comparadas un elemento diferencial que añadir a los anteriores al que ya se hizo referencia, como es el de que en el caso de la sentencia de Sevilla invocada en contradicción, el banco demandado había llevado a cabo la externalización mediante la suscripción de un contrato de seguro, en el que estuvo incluido el demandante, razón principal en la que se basa su decisión estimatoria la referida Sala. En el caso de la recurrida, como se ha dicho antes, los compromisos por pensiones —sin constituir ni un plan ni un fondo— venían siendo atendidos con los medios propios del Banco demandado, son contrato de seguro o instrumento de externalización alguno. Ello determina que no existiendo en el caso de la recu-*

*rrida un plan de pensiones, no había otra fuente de regulación que los XII y XIV Convenio de Banca que, como más arriba se dijo, ninguna previsión realizaba en orden a la pervivencia de las previsiones de pensiones complementarias tras la extinción del contrato”.*

- S Para concluir, mencionar dos Sentencias de Instancias menores que se formulan en el mismo sentido que las anteriores. Así, la Sentencia de la Sala de lo Social del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña de 18 de julio de 2003, en la que en su fundamento tercero se alega que *“el sistema de complementar pensiones con un fondo interno no es un plan de pensiones (...). Por tanto, a fecha de finalización de la relación laboral entre las partes, el recurrente no tenía reconocido derecho alguno, sino una mera expectativa de derechos en un fondo interno, no en un plan de pensiones”* y que *“el Convenio Colectivo Estatal para Banca Privada, vigente cuando se produjo la extinción del contrato de trabajo del actor, no se contemplaba la posibilidad de consolidar derecho alguno antes de la producción de las contingencias protegidas, ni, menos, la facultad de movilizar su contenido económico, tal como se pide por lo que ha de concluirse, tal y como se hizo en la instancia, que el actor sólo era titular de una mera expectativa, frustrada al extinguirse el vínculo laboral antes de la producción del hecho causante de las prestaciones complementarias”.*

Y finalmente <sup>(6)</sup>, la Sentencia de la Sala de lo Social también del Tribunal Superior de Cataluña de 23 de mayo de 2003 en la que se indica en su fundamento tercero y cuarto que *“de este precepto (del Convenio Colectivo en el que se regula la prestación sujetándola a la jubilación) se derivan dos consecuencias: que la obligación empresarial de completar la jubilación solo nace cuando se produzca efectivamente el hecho causante de la jubilación; y por otra, que no estamos ante un plan de pensiones de los definidos y regulados por la Ley de Planes y Fondos de Pensiones”* y que *“al no estarse ante un plan de pensiones sino ante un fondo interno de la empresa demandada, éste no se rige por la normativa propia de los planes de pensiones, careciendo de fundamento legal la pretensión del demandante de recabar determinadas dotaciones a fin de transferirlos a otro”.*

---

(6) Cfr. también las Sentencias del Tribunal Superior de Justicia de Baleares de 6 de junio de 2003 y del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña de 22 de julio de 2003.

### **3 Conclusiones**

De todo lo anterior podemos concluir que, no obstante la Sentencia del Tribunal Supremo de 31 de octubre de 2001, parece que hay una orientación jurisprudencial encaminada a realizar respecto de los fondos internos las siguientes consideraciones:

- i) Que los fundamentos de la Sentencia de 31 de enero de 2001 resultan aplicables al caso concreto para el que se dictó la misma, sin que se pueda establecer un régimen general de aplicación analógica de las previsiones contenidas en ella.
- ii) Que los fondos internos se regulan por las previsiones recogidas en los Convenios o Reglamentos, debiendo estar a lo previsto en los mismos en cuanto a la existencia o no de derecho de rescate o movilización en el caso de cese o extinción de la relación laboral en supuestos distintos a las contingencias previstas. Lo que nos lleva a pensar que en las futuras revisiones de Convenios o Reglamentos que regulan los fondos internos, tendría que establecerse ese derecho de rescate o movilización, ya que en caso contrario no parece que puedan prosperar las demandas que se plantearan sobre los mismos, si ese derecho no se hubiera previsto.
- iii) Y que los Fondos internos no pueden ser equiparados a planes de pensiones, por lo que en ningún caso resultará de aplicación a los mismos la regulación de los planes de pensiones de la Ley 8/1987. Por ello, no se podrá aplicar las previsiones de la Ley 8/1987 previstas para los supuestos de cese o extinción laboral.

### **III. LA ACTIVIDAD REGULADORA DEL BANCO DE ESPAÑA EN MATERIA DE COMPROMISOS POR PENSIONES**

Entrando en un tema dispar al tratamiento jurisprudencial de los fondos internos y el debate sobre la titularidad de los mismos, surgen también cuestiones discutidas en torno al tratamiento contable de estos compromisos por pensiones a fin de tener una visión extensa de la importancia que han adquirido los mismos. Así, el Banco de España, dada la importancia económica y social de los compromisos asumidos por los Bancos y las Cajas de Ahorros, ha protagonizado una intensa labor reguladora del tratamiento contable de los compromisos asumidos por las entidades de créditos —y ello en virtud de la facultad otorgada por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de marzo de 1989, que le habilita para establecer y modificar las normas de contabilidad

de las entidades de crédito—. Así, ya en 1986, el Banco de España publicó una Circular, la 15/1986, actualmente derogada, en la que se establecía como obligatoria la constitución de fondos para la cobertura de los compromisos por pensiones asumidos, ya que hasta dicho ejercicio las entidades sólo habían efectuado pequeñas dotaciones en relación con los fondos necesarios.

Con posterioridad, en 1987, y con motivo de la adhesión de España a las Comunidades Europeas, el Banco de España informó de la necesidad de que las entidades de crédito tuvieran cubiertos todos los riesgos por pensiones para hacer frente al reto competitivo que supondría la adhesión. De esta recomendación se derivaron dos normas que resultarían de aplicación al tratamiento que recibirían los compromisos por pensiones, una relativa a la forma de contabilizarlos en cada entidad y otra relativa a las cuantías y plazos para financiar y dotar dichos compromisos.

La normativa contable actualmente en vigor en la materia para las entidades de crédito se encuentra recogida en la Circular 4/1991, que regula en su norma decimotercera el tratamiento contable de los compromisos por pensiones. Esta norma diferencia a efectos contables entre fondos internos de pensiones, es decir, aquellos que como ya hemos comentado se mantengan internamente en las entidades, y los fondos externos de pensiones, para el caso en que los compromisos estén cubiertos mediante la suscripción de uno o varios contratos de seguros, un plan de pensiones o de ambas fórmulas.

Asimismo, la Circular 4/1991 establece que aquellas entidades que no hubieran cubierto completamente sus compromisos por pensiones deberán crear un fondo especial, debiendo realizarse las dotaciones al mismo con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias.

La Circular 4/1991 fue modificada por la Circular 5/2000, con el principal objetivo de adaptar el tratamiento contable de la cobertura de los compromisos por pensiones contenido en la Circular 4/1991 a lo dispuesto en el citado Reglamento de Exteriorización. Asimismo, esta Circular 5/2000 redefinió qué debe entenderse por compromisos por pensiones en las entidades de crédito, diferenciando entre compromisos por pensiones causadas —aquellos asumidos por las entidades con su personal pasivo por jubilación o situación asimilable a la jubilación e invalidez y con los beneficiarios del personal jubilado o fallecido, así como los compromisos de pago con su personal jubilado— y riesgos por pensiones no causadas —es decir, los riesgos de pago de pensiones, u otras formas indemnizatorias asimilables a pensiones u sustitutorias de ellas con el personal activo y sus beneficiarios en caso de fallecimiento, imputables a servicios pasados atendiendo a la vida activa total estimada de cada empleado y a la transcurrida—.

Es preciso hacer una reflexión, en todo caso, sobre la atipicidad de estas Circulares, pues establecen normas relativas a los compromisos por pensiones

asumidos por las entidades de crédito emanando tales normas de la entidad reguladora en el Sector Bancario —claramente competente en la materia subjetivamente, pero si bien tal vez no la más adecuada fuente emisora de estas normas objetivamente, pues habría tenido cierta lógica atribuir algún papel en la materia a la Dirección General de Seguros y Fondos, lo que no se ha hecho—. Hay que entender, en todo caso, que las mismas deberán ser interpretadas de forma integradora con la normativa en materia de instrumentación de compromisos por pensiones, y en particular, con las disposiciones de la LOSSP y el Reglamento de Exteriorización.

La evolución hasta la fecha del tratamiento de la materia por el Banco de España se fija finalmente el 4 de octubre de 2002, fecha en la que se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Circular 5/2002 que modifica la norma decimotercera de la Circular 4/1991, y en concreto, aquellas cuestiones relativas a la forma de contabilizar los fondos externos.

### **1. El tratamiento contable de los Fondos internos**

Respecto al tratamiento contable de los Fondos internos, el Reglamento de Exteriorización establece en su artículo 39 la obligación con carácter previo al acogimiento al régimen transitorio que *“la provisión contable por los riesgos por pensiones ya causadas y por los riesgos por pensiones no causadas, cuya cobertura pretenda mantenerse a través de un fondo interno, deberá estar íntegramente constituido o instrumentada de conformidad con las normas contables específicamente aplicables a cada tipo de entidad”*. Por lo que respecta a las Entidades de Crédito, como ya hemos mencionado, las normas contables aplicables a las mismas se encuentran reguladas en la norma decimotercera de la Circular 4/1991, en la que se dispone que los fondos por pensiones del Reglamento de Exteriorización se valorarán y cubrirán aplicando criterios objetivos, al menos tan rigurosos como los previstos en el Reglamento para la valoración de los citados compromisos y riesgos. Igualmente, la norma mencionada de la Circular señala que en aquellas hipótesis no reguladas por el Reglamento se aplicarán, siempre que existan, los criterios que se hubiesen pactado contractualmente con los beneficiarios, y en los demás casos se prevé la aplicación de criterios prudentes y coherentes entre sí. Asimismo, se establece cómo deben ser reflejados esos fondos en los estados reservados, y se regula el tratamiento que deberán recibir las aportaciones que se realicen a los contratos de seguros por los que se cubran todo o parte de los riesgos derivados de los fondos internos de pensiones.

De lo anterior podemos concluir que la valoración de estos fondos internos por pensiones se realizará con el mismo rigor que los demás fondos que se establezcan sin que este régimen pueda suponer, en principio, ninguna vulneración de la seguridad que debe aplicarse.

#### IV. LOS FONDOS EXTERNOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

##### 1. La incidencia y consecuencias de la Circular 5/2002

Con anterioridad a la modificación introducida por la Circular 5/2002, la Circular 4/1991 disponía que las cantidades que las entidades de crédito que tuvieran externalizados sus compromisos por pensiones a través de fondos externos debieran aportar por el devengo de las pensiones no causadas a las compañías de seguros o planes de pensiones se periodificarían a lo largo del ejercicio, adeudándose a la cuenta de pérdidas y ganancias como aportaciones a fondos de pensiones externos. En este sentido, las entidades de crédito se limitarían a contabilizarlas en gastos coincidiendo con el momento en que se realizaban las aportaciones.

En este sentido, la Circular 5/2002 ha introducido una nueva exigencia para las entidades de crédito, disponiendo que éstas deberán realizar provisiones para cubrir aquellos compromisos por pensiones que no estén adecuadamente cubiertos con fondos de pensiones externos. Así, en el caso en que se produzca un déficit en la cobertura de los compromisos por pensiones de las entidades de crédito, éstas estarán obligadas a realizar las provisiones correspondientes. Como es fácil de percibir, una frecuente situación desencadenante de tales posibles déficit la conforman los casos en los que los compromisos por pensiones comprometen a una prestación definida, es decir, aquellos casos en los que se garantiza a los trabajadores una cuantía exacta en el momento en que se produce la prestación asegurada.

Ahora bien, esta Circular que, como mencionábamos, fue publicada en el BOE de 4 de octubre de 2002, establece expresamente que no entrará en vigor hasta el 1 de enero de 2003. De esta forma, este periodo de tiempo entre su publicación y entrada en vigor, es decir, la “*vacatio legis*” de la norma, ha planteado algunos problemas respecto al momento en que esa obligación de provisionar compete a las entidades de crédito, por cuanto el principio de prudencia valorativa regulado en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, establece que los riesgos y pérdidas eventuales con origen en el ejercicio o en otro anterior deberán contabilizarse tan pronto como sean conocidas. Así, de lo anterior se podría deducir que a pesar de la entrada en vigor de la Circular el 1 de enero de 2003, las entidades de crédito concededoras de déficit en la cobertura de sus compromisos por pensiones deberían haber procedido a realizar las provisiones convenientes durante el ejercicio 2002.

## **2. La interpretación acerca del momento de producción de efectos de la Circular 5/2002**

La solución a la disyuntiva enunciada —determinar si la Circular puede o no llevar aparejada efectos con anterioridad a 1 de enero de 2003, a consecuencia del concurso de las normas y principios contables de aplicación—, ha de proceder de una estricta interpretación de las normas en juego. Así, el Reglamento Interno del Banco de España nos remite en cuanto a la fecha de entrada en vigor de las Circulares emitidas por ese órgano rector al Código Civil, que a su vez establece como regla que las normas dispondrán cuándo se produce su entrada en vigor —y dando un plazo de 20 días para esa entrada en vigor en el supuesto de que no se haya dispuesto nada en la norma de la que se trata, lo que no es el caso, evidentemente, de la Circular 5/2002—. En el mismo sentido hay que recordar que el artículo 2.3 del Código Civil señala que las leyes no tendrán carácter retroactivo, si no dispusieran lo contrario. Por ello, parece que al señalar de forma expresa la Circular su fecha de entrada en vigor, no existe ninguna disposición —o interpretación, como podría suceder con lo señalado sobre el principio de prudencia valorativa— que pudiera llevarnos a pensar que las previsiones de la Circular debieran tener fuerza obligacional con anterioridad a su entrada en vigor.

Asimismo, el entender que las Entidades de crédito estarían obligadas a provisionar hipotéticos déficit con anterioridad a la fecha de su entrada en vigor podría contravenir el principio de imagen fiel que regula el Código de Comercio en su artículo 34 y el Plan General de Contabilidad, según el cual las cuentas anuales deberán redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, sin que pueda estarse a ninguna disposición legal en materia de contabilidad que pueda ser incompatible con la imagen fiel que deben proporcionar las cuentas anuales.

Como conclusión, parece obvio que en ningún caso las entidades de crédito habrán estado obligadas a realizar, durante el ejercicio 2002, las provisiones establecidas en la Circular 5/2002, pudiendo incluso darse el caso de que las entidades de crédito modifiquen con anterioridad al cierre del ejercicio 2003 el contenido o naturaleza de sus posibles compromisos por pensiones eliminando el déficit que pudiera existir en ellos.

---

# JURISPRUDENCIA

---

# **TERRITORIALIDAD E IRRETROACTIVIDAD DEL DERECHO SANCIONADOR DEL MERCADO DE VALORES**

*(A propósito de la sentencia del Tribunal Supremo  
de 20 de junio de 2003)*

MERCEDES FUERTES

*Universidad de León*

Ponente: Excmo. Sr. D. Manuel Campos Sánchez-Bordona.

## FUNDAMENTOS DE DERECHO

**Primero.**—La sentencia que es objeto de este recurso de casación, dictada por la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional con fecha 1 de junio de 1998, estimó el recurso contencioso-administrativo interpuesto por «Paulsen Anlagevermittlung GmbH» y anuló la sanción que a ésta había sido impuesta por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, mediante resolución de 31 de octubre de 1994.

La infracción sancionada correspondía a la prevista en el artículo 99.q), en relación con el 71.a), ambos de la Ley 24/1988, de 28 de julio (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del Mercado de Valores, y

consistió en la recepción de órdenes de negociación de valores extranjeros y su transmisión a otras entidades, sin contar con la habilitación necesaria para ello.

**Segundo.**—Los hechos que la Sala de instancia consideró probados (fundamento jurídico segundo de su sentencia) fueron los que siguen:

A) La entidad «Paulsen Anlagevermittlung GmbH», sociedad alemana de responsabilidad limitada, fue constituida el 4 de enero de 1989 e inscrita en el Registro oficial de Hamburgo (Alemania) el 9 de marzo de 1989. Para operar en el mercado de futuros, y conforme a la normativa alemana, no estaba sujeta a específica regulación y supervisión —folios 152 y 153 del expediente—.

B) El objeto social de la entidad era la «indicación y mediación de inversiones de capital de todo tipo, en especial, también de inmuebles en el interior del país y en el extranjero, además del asesoramiento. Están excluidas las actividades prohibidas sujetas a autorización».

C) El 13 de mayo de 1992 la citada entidad decidió abrir una sucursal en España, y así se llevó a cabo mediante la oportuna escritura pública, en la indicada fecha. Se hizo constar en ella que la entidad se dedicaría al «asesoramiento y mediación de inversiones de todo tipo, especialmente de inmuebles».

D) La actividad descrita se concretó del siguiente modo: «La sucursal se dirigía a potenciales clientes, previa selección con arreglo a diversos criterios, explicándoles en qué consiste el mercado de futuros en EE.UU. Si mostraban interés se les mandaba el folleto con información que obra a los folios 4 y siguientes del expediente. Transcurrido un tiempo, la sucursal volvía a llamar al potencial cliente, y si éstos mostraban interés se les remitía un “contrato de apertura de cuenta” suscrito entre el cliente y la matriz alemana. Cuando surge una operación interesante, a juicio de la matriz alemana, ésta se dirige a la sucursal y esta última a su vez a los clientes, informándoles sobre la operación. En caso de interesarse el cliente, rellena un formulario denominado “orden de autorización”, firmado por el cliente y dirigido a la matriz alemana; el cual es remitido a la sucursal, quien a su vez lo remite a Alemania. Por último la matriz alemana, transmite la orden al broker americano que opera en el mercado de futuros de Chicago, EE.UU.; a saber Lincco Futuro Group Inc.

El dinero correspondiente a las inversiones ordenadas por los clientes es ingresado en unas cuentas corrientes a nombre de la sucursal. Del dinero recibido “Paulsen Anlagevermittlung GmbH” factura y retiene su comisión de un 15% del capital invertido, tal y como se establece en el contrato, contabilizándose como ingreso en los estados

de la sucursal en España, y el resto el 85% se transfiere por la sucursal a la cuenta que “Lincco Futuro Group Inc.” posee en el Harris Trust and Saving Bank de Chicago. Dichas transferencias son para su inversión por el broker en los mercados americanos de “Paulsen Anlagevermittlung GmbH”, quien mantiene una cuenta ómnibus con él. “Paulsen Anlagevermittlung GmbH”, cobra 150\$ para gastos, por cada contrato, cifra que incluye los gastos del broker. Cada catorce días después, la matriz alemana, remite a los clientes un extracto de las operaciones realizadas. Cuando el cliente desinvierte, cancelando la cuenta, si ésta arroja beneficios, la matriz cobra un 20% sobre ese beneficio, cantidad que es retenida por la sucursal y contabilizada como préstamo de la matriz y beneficio para ésta. Si algún cliente solicita el reembolso de su inversión, la sucursal remite la solicitud a la matriz alemana, para que ésta ordene al broker la devolución del dinero. Dicho dinero se envía a la cuenta de la sucursal en España y ésta se lo devuelve al cliente».

E) En abril de 1994, la sucursal había captado alrededor de 100 clientes, con un volumen de inversión de 444 millones de pesetas y percibido unas comisiones de 70.075.831 pesetas.

F) De la inspección llevada a cabo por la Inspección de Tributos del Estado resultó que la sucursal española tuvo una base imponible negativa para el ejercicio de 1993 de 26.712.601 pesetas y para 1992 de 17.587.208 pesetas.

**Tercero.**—Las razones que determinaron el pronunciamiento de la Sala de instancia, favorable a la compañía recurrente, se plasmaron en la última parte del fundamento jurídico cuarto de la sentencia, en estos términos:

«[...] Entiende la Sala que conforme se infiere del art. 3 de la Ley de Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), la citada Ley se extiende a “todos los valores cuya comisión, negociación o comercialización tenga lugar en territorio

nacional”; rigiendo, por lo tanto, con claridad, un principio de territorialidad en la aplicación de la Ley. Ahora bien, como se encarga de resaltar el art. 1, la Ley tiene como objeto “la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión”.

Poniendo en relación ambos preceptos, resulta que la Ley pretende regular la emisión, negociación o comercialización de valores en los mercados primarios y secundarios del territorio nacional. Siendo necesario, para intervenir en dichos mercados, sin perjuicio de las excepciones que puntualmente establece la Ley, ser una Sociedad de Valores debidamente autorizada, ya sea para “recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizados para ello”; ya sea para “transmitirlas para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin”. Reglas, que con modulaciones que no afectan a la solución del caso, rigen para el mercado de futuros y opciones, regulado en el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre (RCL 1991, 3011 y RCL 1992, 180), ya que en su art. 15.2 se establece un principio de reserva a favor de las Sociedades o Agentes de Valores para la intervención en tales mercados.

Ahora bien, la empresa sancionada en ningún caso ha intervenido, ni directa, ni indirectamente, en mercados oficiales de futuro y opciones, ni en mercados de valores primarios o secundarios, ubicados en territorio nacional. Lo que implica, a juicio de la Sala, que su actividad no se encuentra dentro del marco de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), ni por ende dentro del marco de actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que fija el artículo 13 de la Ley.

Lo anterior supone la estimación del primer argumento del recurrente, y por añadidura la revocación de la sanción impuesta; sin que, como se razonó, sea preciso detenerse en los demás argumentos del recurrente».

**Cuarto.**—Aun cuando excede propiamente de lo que es en sí el objeto de la casación, no podemos dejar de reseñar que la Sala de instancia se ha apartado, en decisiones ulteriores, de la tesis que sostuvo en la sentencia ahora recurrida. Invocando de modo expreso este precedente, para rectificar la doctrina en él mantenida, la misma Sala y Sección se manifestó en los siguientes términos al dictar la sentencia de 19 de abril de 1999, por la que desestimó el recurso número 55/1996, de características muy similares al que ahora es objeto de examen:

«[...] Esta sentencia se aparta de la doctrina establecida por esta misma Sección Sexta en su sentencia de 1 de junio de 1998, por lo que, en aplicación de las exigencias constitucionales del derecho a la tutela judicial efectiva, se hace preciso el razonamiento de este cambio de criterio. En dicha sentencia se examinaba un supuesto de hecho similar, con imposición de sanción por el mismo precepto de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), y se estimaba el recurso por entender que el art. 3 de la Ley establece un principio de territorialidad, que, en conexión con lo dispuesto en el art. 1, lleva a concluir que “la empresa sancionada en ningún caso ha intervenido ni directa ni indirectamente en mercados oficiales de futuro y opciones, ni en mercados de valores primarios o secundarios ubicados en territorio nacional, lo que implica, a juicio de la Sala, que en su actividad no se encuentra dentro del marco de la Ley 24/1988, ni por ende dentro del marco de actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”. Dicha sentencia se encuentra pendiente de recurso de casación.

El art. 1 de la Ley establece su objeto [...] Los artículos siguientes no determinan su ámbito geográfico o territorial, sino que detallan el objeto. En el art. 3 la delimitación del objeto se efectúa en relación con los "valores" (el art. 4 concreta los sujetos y entidades) para circunscribir la aplicación de la Ley a aquellos cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional. En ningún otro precepto de la Ley se incluye la restricción "que tenga lugar en el territorio nacional", y si se incluyen diversos artículos que ponen de manifiesto la vocación de abarcar a la totalidad de las actividades relacionadas con el Mercado de Valores. Así el art. 84 declara sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales, el servicio de compensación y liquidación de valores, las sociedades y agencias de valores [...] y tras una enumeración que se pretende omnicomprendiva, se incluye una mención "residual" en el apartado 2 letra c) a las restantes personas físicas y jurídicas en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones complementarias.

Resta pues comprobar si las personas sancionadas por la Orden Ministerial impugnada han llevado a cabo alguna actuación de las que están incluidas en el ámbito de la Ley. La empresa Hateko España ha realizado en territorio nacional actuaciones consistentes en la comercialización de valores, y la recepción y transmisión de órdenes de compra de valores. Entre el inversor español y Hateko España se ha contratado, al darse u aceptarse una orden de compra, y a la percepción del contrato no obsta el que posteriormente deba ejecutarse la orden de compra por un tercero, residente fuera del territorio nacional. Como expresa la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) "las competencias de la Comisión son múltiples, e incluyen, entre otras, la de velar por la

transparencia de los diversos mercados, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo las informaciones que sean de interés para éstos; la de controlar el desarrollo de los mercados primarios, la de admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, así como su suspensión y exclusión; la de velar por el cumplimiento de las normas de conducta de cuantos intervienen en el mercado de valores [...]"

De mantenerse la interpretación dada por la sentencia de referencia se llegaría a la conclusión de que la Ley no protege al inversor sino a los valores que se negocian en territorio nacional. El bien jurídico protegido es obviamente más amplio: si la Ley se propone defender los intereses de los inversores, no puede restringirse su ámbito de actuación a quienes contratan con ellos con la correspondiente autorización administrativa y además colocando la inversión en el mercado nacional. La Ley trata de proteger al inversor y esa protección es operativa desde el mismo momento en que este plasma su decisión de efectuar una inversión en alguno de los valores incluidos en el ámbito de la misma, firmando la orden de adquisición, máxime cuando como ocurre en el supuesto litigioso, el receptor de la orden (dada y recibida en territorio nacional) ha efectuado una intensa campaña de captación de clientes. En conclusión, es preciso abandonar la tesis que prosperó en la sentencia señalada, al entender la Sección que los hechos constitutivos de la infracción por la que se impone la sanción están incluidos en el ámbito de la Ley 24/1988 por las razones expuestas».

Como es obvio, el Abogado del Estado no pudo referirse en el presente recurso de casación, por meras razones temporales (la nueva sentencia es de 19 de abril de 1999 y el escrito de interposición del recurso de casación lleva fecha de 16 de diciembre de 1998), al cambio de criterio producido en el tribunal de instancia. Si lo hemos traído a

colación es para aportar un dato más que contribuya a la mejor comprensión de las dos posturas enfrentadas.

**Quinto.**—Antes de analizar el motivo único del recurso de casación interpuesto por el Abogado del Estado, es oportuno transcribir el contenido de los dos preceptos legales sobre los que se basa la resolución sancionadora:

A) El artículo 99.q) de la Ley 24/1988, de 28 de julio (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del Mercado de Valores, considera infracción muy grave, «[...] el ejercicio o realización habitual de las actividades u operaciones comprendidas en el artículo 71 de esta Ley por entidades o personas no habilitadas al efecto».

B) El citado artículo 71 de la misma Ley dispone que «las Sociedades de Valores, sean o no miembros de alguna Bolsa, podrán desarrollar las siguientes actividades: a) Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizadas para ello, o transmitir las para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin [...]».

**Sexto.**—El Abogado del Estado, como ya ha quedado dicho, interpone el presente recurso de casación al amparo de un solo motivo de casación, fundado en el artículo 95.1.4.º de la Ley Jurisdiccional (RCL 1956, 1890). En él denuncia acumulativamente la infracción de los artículos 1, 3, «25 y siguientes», 71, 76, «97 y siguientes», 99.q) y 102 de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), en relación con el artículo 8.1 del Código Civil (LEG 1889, 27).

De este conjunto de preceptos, algunos de ellos invocados en términos no apropiados para la casación (así ocurre con los incluidos bajo la expresión «y siguientes»), consideramos relevantes para la resolución del recurso que, ya lo anticipamos, será esti-

mado, por un lado los que definen en términos generales el objeto de la Ley y, por otro, los que acotan en concreto los cometidos reservados a determinadas personas o entidades y sancionan la vulneración de esta reserva legal exclusiva.

El artículo 1 de la citada Ley afirma que ésta tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión. A tenor del artículo 3, por su parte, las disposiciones de la referida Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional.

La recta inteligencia de ambos preceptos no significa la inaplicabilidad de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) (y, por consecuencia, la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores) a supuestos en que, tratándose de valores mobiliarios negociados en mercados extranjeros, la actividad mercantil dirigida a su suscripción comienza en España, a través de la sucursal o establecimiento permanente de una sociedad alemana que actúa como intermediaria financiera.

Si la actividad de la sucursal consiste, precisamente, en recibir con habitualidad en España órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, órdenes que transmite a su principal en la República Federal de Alemania para que ésta, a su vez, acuerde lo procedente para su ejecución, semejante actividad está literal y expresamente comprendida en la reserva legal del artículo 71.a) de la Ley 24/1988.

Que ésta era en el caso de autos la actividad desarrollada por la sucursal española de Paulsen Anlagevermittlung GmbH se afirma sin ambigüedades en el relato de hechos probados que la propia sentencia de instancia contiene y antes hemos transcrito. Se

habla en él del «dinero correspondiente a las inversiones ordenadas por los clientes», ingresado en la cuenta de la sucursal, y cómo las «órdenes de autorización» dirigidas a la matriz alemana eran «remitidas a la sucursal, quien a su vez las remite a Alemania».

Se pone de manifiesto, pues que la sucursal española procedía a la recepción y transmisión de las órdenes relativas a los valores mobiliarios (no ha sido objeto de discusión el presupuesto de que en ellos se englobaban los contratos relativos a operaciones de futuros y opciones sobre mercancías). Todo lo cual era coherente, por lo demás, con el propio objeto social de la sucursal española que consistía precisamente en la «mediación de inversiones de todo tipo».

El hecho de que se tratara de valores cuya efectiva suscripción tiene lugar en un mercado extranjero no impide, repetimos, la aplicabilidad de las disposiciones de la Ley 24/1988 relativas a la exclusiva o reserva de ciertas actividades a favor de determinados sujetos o entidades. En concreto, no impide la aplicación del tan citado artículo 71, letra a), como a continuación expondremos. Y siendo ello así, el ejercicio habitual de estas funciones en España por parte de personas o entidades que no tienen la condición de sociedades o agencias del mercado de valores constituye la infracción muy grave del artículo 99, letra q), que la Administración correctamente aplicó para sancionar y que la Sala de instancia debió igualmente considerar aplicable al caso de autos.

**Séptimo.**—A la referida conclusión no obstan los artículos 1 y 3 de la propia Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781). Lleva razón el Abogado del Estado cuando afirma que la Sala de instancia, al interpretarlos (añadimos por nuestra cuenta, en relación sistemática con los demás preceptos de la misma Ley), ha cometido el error de identificar el objeto de la Ley del Mercado de Valores con su ámbito de aplicación. De modo que, en esta misma línea, la defensa de los valores cuya protec-

ción pretende la Ley se consigue no sólo regulando en términos generales la actividad y organización de los mercados de valores españoles sino también sometiendo a supervisión determinadas operaciones financieras llevadas a cabo en España, con habitualidad, por empresas del sector que, pudiéndose realizar al margen de dichos mercados nacionales, tengan una evidente conexión con los intereses de inversores españoles o de residentes en España, esto es, que se lleven a cabo en nuestro territorio y por personas jurídicas constituidas en él.

A ambos designios atiende la Ley 24/1988 cuyo ámbito de aplicación se extiende pues a las operaciones que, revistiendo la conexión territorial que la propia ley indica, tengan lugar en España, con independencia de que afecten a valores negociados dentro o fuera de nuestro país.

Subraya con el mismo acierto el Abogado del Estado cómo las actividades reservadas a las Sociedades y Agencias de Valores en el artículo 71 de la Ley 24/1988 van más allá de lo estrictamente referido a los mercados primario y secundarios españoles. Además del precepto legal ahora en juego (el correspondiente a la letra a de aquel artículo 71) queda sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre otras, la actividad consistente en gestionar profesionalmente las carteras de valores (letra j del mismo precepto) sin que pueda sostenerse que tal sujeción lo es sólo en cuanto éstos se refieran a valores admitidos a cotización en un mercado español.

Basta, por lo tanto, que se dé la conexión territorial (actividad en España) y la habitualidad en el ejercicio de la actividad sujeta a reserva (en este caso, la recepción y transmisión de órdenes sobre valores) para que la entidad correspondiente se vea sometida a la Ley del Mercado de Valores y a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tanto si la citada recepción y transmisión de órdenes se refiere a valores cotizados en España como si se trata de valores cotizados o negociados en el extranjero.

Por lo demás, la expresión «comercialización» que emplea el artículo 3 de la Ley, referida a cualesquiera tipo de valores (y no necesariamente sólo a los negociados en los mercados primario y secundarios españoles) quiere significar que basta con que en el territorio español se desarrollen actividades «comerciales» sobre aquéllos para que la actividad correspondiente se someta a las disposiciones de la propia Ley. Puede entenderse, a los efectos de este precepto, que las actividades mediadoras o de servicios llevadas a cabo en España y referidas a los tan citados valores, cualquiera que sea el mercado primario o secundario en que se gestionen finalmente, se incluyen en el ámbito de extensión objetiva de aquel término.

La argumentación del Abogado del Estado debe acogerse, pues, en este punto capital para la estimación de su recurso. Argumentación que viene reforzada con la referencia al artículo 84.2.c) de la Ley del Mercado de Valores, que somete al régimen de supervisión, inspección y sanción a «las restantes personas físicas y jurídicas en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones complementarias». Dichos sujetos, distintos formalmente del resto de los comprendidos en el artículo 84 (emisores, miembros de los mercados, u organismos rectores de éstos) son precisamente aquellos que de hecho llevan a cabo, de modo irregular, las actividades reguladas en la citada Ley.

En los términos de la exposición de motivos de la Ley 24/1988, se trata de proteger los intereses de los inversores, objetivo en aras del cual se establece no sólo el principio de exclusividad en la negociación bursátil «stricto sensu» sino también que el ejercicio habitual de las restantes actividades relacionadas con la inversión en valores, nacionales o extranjeros, enumeradas en el artículo 71 de la Ley, quedan reservadas a las Sociedades y Agencias de Valores.

**Octavo.**—En la fecha de autos (1992 y 1993) aún no se habían introducido en la

Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) las modificaciones que la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (RCL 1998, 2696), de reforma de la del Mercado de Valores, añadió a esta última, la Ley 37/1998, dictada para transponer al ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993 (LCEur 1993, 1706), relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, confirma la conclusión que hemos sentado en cuanto a la aplicación territorial y a la reserva de actividad.

La nueva redacción de la Ley 24/1988:

A) Por un lado, añade un nuevo artículo 26 bis a su texto disponiendo que, sin perjuicio de las actividades reservadas a las entidades de crédito, ninguna persona o entidad podrá apelar o captar ahorro del público en territorio español sin someterse a lo dispuesto en el Título III de aquélla (mercado primario de valores), o a la normativa sobre inversión colectiva o a cualquier otra legislación especial que faculte para desarrollar la actividad antes citada.

B) Por otro lado, al regular en el título V las ahora denominadas «empresas de servicios de inversión» (sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras), tras definir dichos servicios en los términos del artículo 63 incluyendo entre ellos la recepción y transmisión de órdenes de inversión, mantiene en los artículos 64 y 65 la reserva de actividad a favor de aquéllas, o de otras entidades reglamentariamente previstas, y sanciona como infracción muy grave el incumplimiento de dicha reserva.

Los términos empleados en los nuevos preceptos obedecen al mismo designio que ya tuvo la Ley 24/1988 y ahora vienen a corroborar tanto la Directiva 93/22/CEE como las leyes nacionales de transposición de ésta: impedir que sujetos o entidades sin la debida cualificación y garantías, y al margen de la supervisión de las autoridades nacionales correspondientes (en nuestro caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores) actúen como intermediarios entre los

inversores (en nuestro caso, los residentes en España) y los mercados de capitales.

El hecho de que según la nueva Ley 37/1998 (artículo 71) y precisamente por aplicación del sistema armonizado que introduce la Directiva 93/22/CEE, las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea puedan realizar en España, mediante la apertura de una sucursal, sin la autorización adicional de las autoridades españolas, las actividades sujetas a reserva que se señalan en el artículo 63, tal hecho, decimos, en nada cambia la conclusión ya alcanzada, como a continuación justificaremos.

En las fechas a que se refieren estas actuaciones (1992 y 1993) no era aplicable tal disposición a la empresa recurrente. En primer lugar, por razones temporales: la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, tenía un plazo de transposición general hasta julio-diciembre de 1995 de modo que el sistema de una única licencia comunitaria, que se basa en la armonización de las condiciones de autorización y de ejercicio de la actividad y tiene como presupuesto que el control de unas y otras se encomienda al Estado de origen de las empresas (pero deja indemne la obligación de respetar las normas de conducta del Estado de acogida, a las que deben sujetarse las empresas en sus operaciones) no estaba vigente en las fechas de autos.

En segundo lugar, porque si dicho sistema parte de la base de que la autorización concedida por el Estado de su sede social permite a la entidad prestar servicios de inversión y actividades complementarias en el resto de los Estados miembros, mediante el establecimiento de una sucursal (o mediante la libre prestación de sus servicios), es condición imprescindible para ello que exista, de hecho, dicha autorización del Estado de origen para ejercer las actividades correspondientes en el de acogida.

En el caso de autos, la documentación aportada por las autoridades alemanas (Bundesministerium der Finanzen, escrito

de 4 de enero de 1994) demostraba que la empresa matriz carecía de aquella autorización administrativa porque en aquellas fechas la mediación en los mercados de futuros y opciones no estaba sujeta, según las normas de la República Federal, a dicho requisito.

**Noveno.**—La consecuencia de cuanto ha quedado expuesto es que, efectivamente, la Sala de instancia incurrió en un error de derecho, la vulneración de las normas legales ya referenciadas, al considerar que la actividad realizada en España por la recurrente «no se encuentra dentro del marco de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), ni por ende dentro del marco de actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que fija el artículo 13 de dicha Ley».

Procede, pues, la estimación del recurso interpuesto por el Abogado del Estado, lo que nos obliga, a tenor del artículo 102.1.3 de la precedente Ley Jurisdiccional (RCL 1956, 1890), a resolver «lo que corresponda dentro de los términos en que aparece planteado el debate», siempre que se trate, lógicamente, de cuestiones distintas de las que en sí mismas han sido resueltas con la estimación del motivo de casación aceptado.

La primera de dichas cuestiones planteada en la demanda era de carácter formal. Sostenía la recurrente que en la redacción del pliego de cargos se había incumplido el artículo 6 del Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre (RCL 1993, 3461), que regula las especialidades del procedimiento para el ejercicio de las potestades sancionadoras respecto de los sujetos que actúan en los mercados financieros. El artículo citado expresa cuál ha de ser el contenido material del pliego, y la infracción imputada es triple: que no se reflejaron en el referido pliego de cargos las diligencias practicadas ni se concretaron los hechos imputados y que la tipificación de la infracción «quedaba bastante ambigua».

La censura es de todo punto infundada respecto de los dos últimos extremos y bas-

ta transcribir el contenido parcial del tan citado pliego de cargos para comprobarlo. Por lo que respecta a la concreción de los hechos probados, se hizo en términos bien expresivos de cuáles eran los que como tales entendían acreditados los instructores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los seis apartados que contiene esta parte del pliego y que no consideramos necesario repetir ahora íntegros se corresponden, a veces incluso de modo literal, con los que hemos consignado en el segundo fundamento jurídico de esta sentencia, a su vez recogidos del relato de hechos probados que incorporó la del tribunal de instancia.

La imputación realizada lo fue igualmente en forma bien precisa y concreta pues el cargo consistió, textualmente, en acusar a la recurrente de «la realización habitual de la actividad de recepción y transmisión de órdenes de inversores nacionales o extranjeros, relativas a la negociación de opciones y futuros en mercados extranjeros, sin estar habilitada para ello [apartado a) del artículo 71 de la Ley 24/1988, de 28 de julio (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del Mercado de Valores, en relación con lo dispuesto en el artículo 99 q) del mismo texto legal]».

Es cierto, sin embargo, que en el tan repetido pliego de cargos omitieron los instructores consignar cuáles habían sido las actuaciones llevadas a cabo hasta entonces pero esta omisión no constituye sino una mera irregularidad o defecto no invalidante del pliego mismo (ni, «a fortiori» de la resolución sancionadora) y que en modo alguno provocó indefensión a la recurrente.

**Décimo.**—La segunda de las tres cuestiones «de fondo» suscitadas en la demanda se refería a la realización y calificación de las operaciones llevadas a cabo por la sucursal. En concreto, afirmaba la recurrente que sus actividades en España no eran operaciones de «emisión, negociación, o comercialización» de valores y que no recibía órdenes de inversión ni las ejecutaba ni las transmitía a otras personas. En todo caso, concluía,

si se entendiera que constituían «un cierto tipo de comercialización, esta actividad sería más bien la descrita en el artículo 77 de la mencionada Ley».

No puede aceptarse ninguna de ambas afirmaciones porque a tenor de las pruebas practicadas en el expediente administrativo quedó demostrado, tal como la Administración y la propia Sala de instancia admitieron, cómo la sucursal española recibía y transmitía a la matriz alemana las órdenes inversoras y que era precisamente en sus cuentas donde se ingresaban las cantidades objeto de inversión. El análisis de los folletos, cuentas bancarias y métodos operativos empleados permitía, en un análisis lógico, dar estos hechos como probados.

Corroboraba lo anterior la circunstancia de que el porcentaje quince por ciento del capital invertido que se cobraba como comisión («desagio» en la peculiar terminología del folleto publicitario con que anunciaba sus servicios) se contabilizaba precisamente como ingreso en los estados de la sucursal española. No se trataba, pues, de meras operaciones de asesoramiento o de información financiera, a las que se refiere el artículo 77 de la Ley 24/1988 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), sino de verdaderas actividades de comercialización, en el sentido ya expuesto.

En ningún pasaje de la demanda se pone en cuestión o se plantean problemas referentes a la culpabilidad de la empresa sancionada. La defensa de ésta consistió en negar, más bien, la antijuridicidad de su conducta por la vía de no admitir la realización de los hechos imputados, esto es, la recepción y transmisión de órdenes inversoras. Rechazada su tesis y acreditado como fue el hecho típico objeto de reproche, el planteamiento de una eventual ausencia de culpabilidad hubiera requerido, cuando menos, un alegato de la demanda en este sentido.

Ausente dicho planteamiento, mal podría la Sala aceptar que no hubo culpabilidad en la actuación infractora: basta a tal efecto con tener en cuenta que, tratándose de una entidad mercantil especializada en inversio-

nes de carácter internacional, que en buena lógica ha de contar con los asesoramientos necesarios propios de toda actuación transfronteriza, se le debe exigir el conocimiento de las normas legales reguladoras de su actuación en cada país. En caso de duda sobre la exigencia de autorización administrativa en España, revela al menos una negligencia culpable la decisión de prescindir o no solicitar dicha autorización y actuar sin ella de modo habitual en la captación pública de inversiones mobiliarias.

**Undécimo.**—Si llevaba razón, parcialmente, la empresa actora al sostener en la tercera y última parte de la demanda que el importe de la sanción estaba viciado pues había tomado la Administración como referencia para fijarlo una cifra que no se correspondía propiamente con el «beneficio bruto» sino con la totalidad de los ingresos de la sucursal.

El artículo 102 letra a) de la Ley 24/1998 (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781) dispone que por la comisión de infracciones muy graves se puede imponer al infractor una multa de importe no inferior al tanto, ni superior al quintuplo, del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción. Esta previsión de la que hizo uso la Administración sancionante en el caso de autos se aplica por igual a personas físicas o jurídicas siempre que el beneficio obtenido por ellas a causa de su infracción sea cuantificable económicamente, como en efecto aquí ocurrió.

El inciso siguiente del precepto se refiere, precisamente, a la carencia de beneficio o a la imposibilidad de su cuantificación: en tal caso es decir, cuando «no resulte aplicable» el criterio ligado al beneficio las sanciones pecuniarias tienen un límite que sí depende de la cualidad subjetiva del infractor: si es persona jurídica, la multa puede ascender hasta el 5 por 100 de sus recursos propios, y si se trata de una persona física la multa no podrá superar los cinco millones de pesetas.

La pretensión (subsidiaria) de la recurrente era que se aplicase este segundo criterio, de modo que el importe de la multa no superase las 25.000 pesetas, cifra que equivale al cinco por ciento de su capital social, que se elevaba a quinientas mil pesetas. La pretensión no puede ser atendida pues el beneficio obtenido por sus actividades mercantiles sí podía ser objeto de cuantificación.

El error de la Administración, sin embargo, se ha producido al identificar lisa y llanamente en este caso la cifra de facturación (las comisiones percibidas) con el beneficio bruto, sin detracer cantidad alguna en concepto de gastos incurridos para obtener éste. Como bien afirma la demandante, si de la cifra de ingresos hay que detracer los gastos estrictamente necesarios para conseguir los beneficios, y dichos gastos son inherentes a toda actividad de este género, alguna minoración respecto del primer concepto (ingresos) habrá que hacer para cuantificar los citados beneficios.

La argumentación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Ministerio de Economía y Hacienda no es convincente en este punto al sostener que la entidad expedientada «no soportó en ninguna de las operaciones realizadas los costes concretos originados directamente en la ejecución de las mismas».

A nuestro juicio, por el contrario, de la cifra de ingresos o comisiones cobradas habrá que detracer y no es posible hacerlo en esta sentencia, pues exige la pertinente labor contable, los gastos ligados de modo estrictamente necesario a la obtención de aquéllas; en el buen entendimiento de que los beneficios y por lo tanto, los gastos computables para cuantificarlos son aquellos que se han obtenido «como consecuencia» directa de los actos u omisiones en que consiste la infracción. Sin que sean útiles a estos efectos los documentos tributarios acompañados a la demanda (en concreto, las actas de liquidación del Impuesto de Sociedades, ejercicios 1992 y 1993) desde el momento en que parten de unas cuentas de

resultados en las que las cantidades correspondientes a «ingresos» difieren de las apreciadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo que consideró como tales, acertadamente, el importe de las comisiones percibidas. Basta observar por ejemplo, a estos efectos, que los ingresos por «prestación de servicios» fueron cifrados por la empresa recurrente tan sólo en 3.546.016 pesetas (ejercicio de 1992).

**Decimosegundo.**—La conclusión de lo que se deja expuesto es que procede, por un

lado, la estimación el recurso de casación y, por otro, la parcial estimación del recurso contencioso-administrativo, limitada al importe de la sanción.

**Decimotercero.**—En cuanto a las costas, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 102.2 de la Ley Jurisdiccional (RCL 1956, 1890), cada parte satisfará las costas de este recurso, sin que haya lugar a la condena en las costas de la instancia, al no concurrir temeridad o mala fe.

## COMENTARIO

### SUMARIO

- I. EL PRINCIPIO DE TERRITORIALIDAD.
- II. EL PROBLEMA DE LA RETROACTIVIDAD DE LAS NORMAS SANCIONADORAS.
- III. OTRAS CONSIDERACIONES.

Atraer la atención sobre una sentencia del Tribunal Supremo no debería resultar difícil cuando se realiza desde una revista jurídica prestigiosa dirigida a buenos profesionales e interesados expertos. Puede restar cierto interés advertir que el pronunciamiento judicial atiende al mercado de valores, pues casa mal la agilidad y viveza con la que se desenvuelven las rápidas negociaciones y actuaciones bursátiles con la pausada y lenta marcha del proceder de los Tribunales. Pero, quizá, anunciar que la sentencia aplica unos preceptos exangües, un derecho ya derogado ante las galopantes reformas que se suceden, lleve a sepultar la inicial curiosidad y a dirigirla a otros interesantes estudios que inciden en problemas de trepidante actualidad o aportan luces sobre futuros conflictos. Aunque se trata de una decisión que se distancia mucho en el tiempo de las actividades que fueron su origen y que presenta como “ratio decidendi” disposiciones ya modificadas, he afrontado el comentario de la sentencia del Tribunal Supremo de 20 de junio de 2003 porque, aunque esa situación sea historia, puede resultar útil conocer el pasado para, si es posible, intentar no repetir errores,

mejorar la interpretación del presente y afrontar con cierto criterio el futuro. O, al menos, sin tanta encumbrada pretensión, detenerse sobre las sugerencias o críticas del juicio jurídico.

El origen del conflicto se remonta a octubre de 1994, fecha en la que el Ministerio de Economía y Hacienda acordó, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, imponer una sanción de algo más de setenta millones de pesetas a la sociedad Paulsen Anlagevermittlung GmbH. Entendía la resolución que la sociedad había infringido de manera grave el Ordenamiento jurídico por actuar y mediar en operaciones financieras sin la necesaria autorización que exigía la Ley del mercado de valores.

La sociedad alemana había abierto una sucursal en España en 1992 dedicada al “asesoramiento y mediación de inversiones de todo tipo”, según la escritura pública que se firmó, concretando esta actividad en el mercado de futuros norteamericano. Según los hechos declarados probados en la sentencia de la Audiencia Nacional, la sucursal informaba sobre el mercado de futuros norteamericano y los clientes que manifestaban interés recibían un “contrato de apertura de cuenta” con la matriz alemana; cuando surgía una posible operación económica se daba noticia al cliente con el fin de que firmara una “orden de autorización” para que la matriz alemana remitiera al intermediario americano las instrucciones oportunas. En palabras de la sentencia: “En abril de 1994, la sucursal había captado alrededor de cien clientes, con un volumen de inversión de cuatrocientos cuarenta y cuatro millones” y había percibido unas comisiones de algo más de setenta millones de pesetas.

En esas fechas las actividades relativas a la negociación de valores estaban reservadas a las sociedades y agencias de valores españolas, así como a las entidades financieras nacionales, según la redacción originaria de la Ley del mercado de valores (arts. 71 y 76 de la LMV) y, a raíz de la conocida como segunda Directiva bancaria, también podían ejercer esas actividades a partir de enero de 1993 las entidades de crédito extranjeras que tuvieran una sucursal abierta en España. Sin embargo, estos servicios o actividades no estaban todavía liberalizados para aquellas otras entidades financieras comunitarias que no tuvieran la condición de entidad de crédito ni consolidaran sus cuentas con una entidad de crédito. La liberación de los denominados “servicios de inversión” se realizó mediante la Directiva 93/22, de 10 de mayo, de tal modo que a más tardar desde finales de diciembre de 1995 se debía admitir que todas aquellas empresas autorizadas en un Estado miembro poseían un “pasaporte comunitario” para actuar en cualquier país dentro de la Unión. No obstante, estas previsiones se incorporaron con cierto retraso en el Ordenamiento español, pues fue la Ley de 16 de noviembre de 1998 la que adaptó la Ley del Mercado de Valores a esta gran reforma. Más adelante atenderé a los interrogantes y problemas que suscita este proceso de liberalización porque puede tener cierto interés. Pero en

este momento, a la hora de concretar la narración de los hechos, debe retenerse que la sociedad alemana no era ninguna entidad de crédito y que, por ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores entendió que incurría en una infracción muy grave contra el ordenamiento bursátil, a saber, la tipificada en la letra q) del artículo 99 que, según la redacción originaria, configuraba como infracción “el ejercicio o la realización habitual de las actividades u operaciones comprendidas en el artículo 71 de esta Ley por entidades o personas no habilitadas al efecto”. La sanción alcanzó la cuantía de las comisiones percibidas durante 1994, esto es, algo más de setenta millones de pesetas.

Recurrida la resolución ministerial ante la Audiencia Nacional, la Sala de lo contencioso estimó la demanda y declaró la nulidad de la sanción al entender que “la empresa sancionada, en ningún caso ha intervenido, ni directa, ni indirectamente, en mercados oficiales de futuro y opciones, ni en mercados de valores primarios o secundarios, ubicados en territorio nacional”. Lo que implica, a juicio de la Sala, que su actividad no se encuentra dentro del marco de la Ley del mercado de valores. El abogado del Estado impugnó esta resolución judicial y la decisión del Supremo se recoge en la sentencia que motiva este comentario.

## I. EL PRINCIPIO DE TERRITORIALIDAD

El principal argumento de la sentencia de la Audiencia Nacional para anular la sanción se apoya en un hecho cierto, a saber, que la actividad mercantil de Paulsen no incide en los mercados españoles pero, de ahí, salta como si se tratara de una cómoda pirueta a afirmar que, por ello, esa sociedad no está sujeta a la Ley del mercado de valores y, en consecuencia, a su régimen sancionador.

Refuta de manera correcta esta errónea argumentación el Supremo, incluso con argumentos contenidos ya en otros pronunciamientos de la misma Audiencia Nacional porque, con posterioridad a la sentencia recurrida, se ha corregido el criterio entonces mantenido (en concreto, se cita la sentencia de 19 de abril de 1999). Y es que no puede confundirse el objeto de la Ley del mercado de valores con la finalidad e instrumentos que esta disposición pone en pie.

El hecho de que fuera una sociedad alemana la que negociara operaciones en los mercados norteamericanos no tenía porqué excluir que las autoridades españolas tuvieran competencias para regular o supervisar esa actividad. Es cierto que la Ley del mercado de valores inicia su articulado con un precepto en el que presenta su ámbito de aplicación y define su objeto como el que se circunscribe a “los mercados primarios y secundarios de valores ... las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su

régimen de supervisión”, además de perfilar qué queda comprendido dentro de los valores y negocios (art. 1 de la LMV). Pero que éste sea el primer objeto declarado de esta Ley no puede conducir a entender que esta norma está encorsetada en este único marco objetivo. La Ley no sólo atiende a los valores españoles y a los mercados españoles, un ámbito calificable de objetivo, sino también se desenvuelve en un ámbito subjetivo al poder supervisar la actuación de las sociedades y personas que intervienen en los mercados o negociación sobre valores.

En palabras del Supremo, la sentencia de la Audiencia Nacional:

“...ha cometido el error de identificar el objeto de la Ley del Mercado de Valores con su ámbito de aplicación. De modo que, en esta misma línea, la defensa de los valores cuya protección pretende la Ley se consigue no sólo regulando en términos generales la actividad y organización de los mercados de valores españoles sino también sometiendo a supervisión determinadas operaciones financieras llevadas a cabo en España, con habitualidad, por empresas del sector que, pudiéndose realizar al margen de dichos mercados nacionales, tengan una evidente conexión con los intereses de inversores españoles o de residentes en España, esto es, que se lleven a cabo en nuestro territorio y por personas jurídicas constituidas en él. A ambos designios atiende la Ley (...) cuyo ámbito de aplicación se extiende pues a las operaciones que, revistiendo la conexión territorial que la propia ley indica, tengan lugar en España, con independencia de que afecten a valores negociados dentro o fuera de nuestro país...”.

Desde la inicial redacción de la LMV se reconoce que las facultades de supervisión de la Comisión se ejercen no sólo sobre los organismos rectores de los mercados y las sociedades de valores sino también sobre “las restantes personas físicas y jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones complementarias” siempre que su actuación tuviera que ver con los mercados de valores [art. 84 párrafo 1, núm. 2 letra c) de la LMV]. Con posterioridad (en concreto tras la citada Ley de 16 de noviembre de 1998, que incorporó la Directiva comunitaria de servicios de inversión) se insiste en este aspecto al establecerse de manera explícita que entra dentro del marco de supervisión de la Comisión “cualquier persona o entidad, a los efectos de comprobar si infringe las reservas de denominación y actividad previstas en los artículos 64 y 65” (art. 84 párrafo 1, núm. 7 de la LMV), esto es, las típicas actividades relativas a los mercados de valores.

No era, a mi juicio, necesario incorporar este nuevo matiz porque desde la primera redacción de la Ley estaban incluidas de manera adecuada las necesarias facultades de supervisión sobre toda persona que realizara actividades dentro del marco de la misma en la cláusula general y abierta contenida en la letra

c) que antes he reproducido. Si los pilares sobre los que se asienta y levanta la regulación española del mercado de valores son “la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores” (art. 13 de la LMV) resulta evidente que la protección de los inversores no debe quedar circunscrita a las operaciones que se realizan en los mercados españoles, sino también a todas las actividades o negociaciones mercantiles a las que atiende la Ley y se realizan en territorio español. Porque las actividades objeto de regulación y protección no son sólo las operaciones bursátiles, sino todas las actividades de inversión financiera para evitar, así, las conductas que puedan perjudicar al mercado, como por ejemplo la información privilegiada u otros negocios que puedan manipular o alterar la libre formación de los precios. Del mismo modo, la regulación de los requisitos y de la solvencia de las entidades de servicios y de sus actividades mercantiles reservadas supone que otras personas o entidades deben respetar esta normativa. A todo ello debe atender la Comisión nacional del mercado de valores para proteger a los inversores, lo que es una elemental exigencia que deriva de la vigencia del principio de territorialidad con relación a las “normas de policía” (art. 8 del Código civil). El régimen sustantivo de los contratos que suscriban entidades extranjeras sobre valores extranjeros seguirá el Derecho al que se remitan los criterios establecidos por las normas de Derecho internacional privado, pero estos criterios no se aplican para establecer los límites de las funciones públicas de supervisión y control establecidas para proteger a los inversores y que alcanzan a todas las actividades realizadas en territorio español.

En palabras del Supremo:

“Basta, por lo tanto, que se dé la conexión territorial (actividad en España) y la habitualidad en el ejercicio de la actividad sujeta a reserva (en este caso, la recepción y transmisión de órdenes sobre valores) para que la entidad correspondiente se vea sometida a la Ley del Mercado de Valores y a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tanto si la citada recepción y transmisión de órdenes se refiere a valores cotizados en España como si se trata de valores cotizados o negociados en el extranjero”.

Sorprende que a esta evidente argumentación no llegara la Sala de la Audiencia Nacional y resolviera el conflicto apoyada en la simple idea de que tanto la sociedad mediadora como los valores objeto de negociación eran extranjeros para negar competencia a las autoridades españolas. Y sorprende, sobre todo, por dos consideraciones. En primer lugar, porque aunque toda resolución judicial sea meditada, debería también de manera previa colocarse como frente a un espejo para considerar sus efectos. ¿Barruntó la Audiencia Nacional lo que su resolución podría implicar: negar toda facultad de supervisión e inspección sobre las empresas extranjeras que abrieran una sucursal en España? El

mecanismo para eludir numerosas normas mercantiles y fiscales estaba servido. En segundo lugar, ¿por qué entonces entró a conocer la misma Audiencia Nacional del recurso? Porque su mismo argumento para negar competencia a las autoridades españolas para imponer sanciones cuando se negocia sobre valores extranjeros podía utilizarse para negar su jurisdicción y competencia. Todo ello, a mi juicio, es un dislate.

## II. EL PROBLEMA DE LA RETROACTIVIDAD DE LAS NORMAS SANCIONADORAS

Una segunda reflexión, no tan evidente, sugiere esta sentencia del Supremo. Me refiero al análisis de los efectos que podría originar la sucesiva modificación de las normas aplicables.

Las actuaciones objeto de sanción se realizaron durante los años 92 a 94 y la sanción tiene fecha de octubre de 1994. En esa época el texto de la Ley del mercado de valores aplicable mantenía la reserva de las actividades de negociación a favor de las sociedades y agencias de valores, así como de las entidades crediticias. Pero ese año ya se había aprobado la Directiva de servicios financieros, que tiene fecha de 10 de mayo de 1993 y que debía incorporarse a los Ordenamientos internos antes de diciembre de 1995. Esta Directriz establece el denominado “pasaporte único”, esto es, la innecesariedad de una autorización en cada país miembro de la Unión cuando se poseyera la autorización de otro Estado miembro. El contenido de esta Directiva se incorporó con retraso en España, hasta muy entrado el año 1998.

Es decir, que esta sucesión de reformas permite afirmar que en la actualidad no se reprobaría las actuaciones de negociación de una sociedad alemana con sucursal en España sobre valores extranjeros. Si una sociedad está autorizada a realizar estas actividades según el Derecho alemán, debe entenderse que posee el necesario “pasaporte” comunitario para realizar semejante actividad en España. Y esto no sólo desde la vigencia de la reforma de la Ley del mercado de valores realizada en 1998 sino, a mi juicio, desde el día uno de enero de 1996 en que quedaba incorporada la Directiva de servicios de inversión al Ordenamiento español. Pues, como es conocido, el incumplimiento de introducir las previsiones y obligaciones establecidas en una directriz comunitaria origina, entre otras consecuencias, que los ciudadanos podamos invocar de manera directa esas disposiciones que tienen efecto directo. Por tanto, no reformada la Ley del mercado de valores dentro del plazo máximo (diciembre de 1995) para incorporar la Directiva de servicios de inversión, desde enero de 1996 era de directa aplicación esa Directriz.

Esa situación, que desde el enero de 1996 había que admitir el “pasaporte comunitario” ¿no debió incidir en la tramitación del recurso?; ¿no podría consi-

derarse un posible efecto retroactivo de esta reforma? Es más, el conocimiento de la reforma que de manera oficial y cierta se produjo con la publicación de la Directiva en 1993 (en concreto, el once de junio) ¿no debió influir en la actuación de las autoridades sancionadoras? Interrogantes, a mi juicio, complejos cuya respuesta exige, cuando menos, cierta prudencia.

La sentencia del Tribunal Supremo afirma que esa circunstancia “en nada cambia la conclusión ya alcanzada” porque “en las fechas a las que se refieren las actuaciones no era aplicable tal disposición a la empresa recurrente”. El Tribunal recuerda que hasta el final del plazo de incorporación no era aplicable la Directiva y que, además, para aplicar dicho sistema era “condición imprescindible para ello que exista, de hecho, dicha autorización del Estado de origen para ejercer las actividades correspondientes en el de acogida” y “la documentación aportada por las autoridades alemanas ... demostraba que la empresa matriz carecía de aquella autorización administrativa porque en aquellas fechas la mediación en los mercados de futuros y opciones no estaba sujeta, según las normas de la República Federal, a dicho requisito”.

Atendamos de manera separada a ambas circunstancias. En primer lugar, a la posible eficacia retroactiva del régimen europeo de los servicios de inversión y, con ello, su incidencia en la sanción impuesta.

Cuestión espinosa es la aplicación del principio de retroactividad de la normativa sancionadora que sea favorable. Como complemento al postulado de la firme irretroactividad de las normas penales y sancionadoras, que se asienta en la necesidad de que sólo se pueden castigar las actuaciones y omisiones si existe previa “lege penale”, por un mínimo principio de seguridad jurídica, se articula el principio de retroactividad de las normas beneficiosas como corolario del brocardo “in dubio pro reo”, que recoge el artículo 2 del Código Penal (“No obstante, tendrán efecto retroactivo aquellas leyes penales que favorezcan al reo, aunque al entrar en vigor hubiera recaído sentencia firme y el sujeto estuviese cumpliendo condena. En caso de duda sobre la determinación de la ley más favorable, será oído el reo...”). Este amable principio encuentra su auténtico sentido en el Derecho penal donde la sucesión de normas más favorables ha de beneficiar a la condena del reo que, además, en la mayoría de las ocasiones se concreta en la temible privación de libertad. Pero su traslación al Derecho administrativo sancionador no debe realizarse de manera automática y, mucho menos, irreflexiva.

En un cierto irreflexivo automatismo cae, a mi juicio, la Ley de procedimiento administrativo que, sin ningún matiz, establece que “las disposiciones sancionadoras producirán efecto retroactivo en cuanto favorezcan al presunto infractor” (art. 128.2 de la LPA). ¿Qué significa esto? ¿Que debe admitirse la revisión de las sanciones ya impuestas? ¿Y todas? ¿Ya se trate de sanciones que afecten al ejercicio de una actividad como la clausura de un establecimiento o

una multa? No parece en absoluto razonable que sucesivas reformas normativas cuestionen las sanciones impuestas con anterioridad, máxime cuando la práctica nos muestra que las reformas se amontonan más de lo que un pausado proceder aconseja. Porque, además, permitir la discusión de la validez de las sanciones impuestas podría originar que se generalizara una conciencia de continua impugnación, a la espera de la reforma que modifique el derecho aplicable, e, incluso, una cierta permisibilidad ante el incumplimiento (¿por qué no incumplir si probablemente se modificará el régimen aplicable?). En fin, lo más alejado a una mínima seguridad jurídica: el caos.

Entiendo que debe cuidarse y atenderse en cada caso concreto la posible aplicación retroactiva de las sucesivas normas que favorezcan a los infractores, sin generalizar el principio penal que sí encuentra su sentido en ese Ordenamiento punitivo, pero no en términos genéricos en el Derecho administrativo sancionador. Por ello, para salvar la coherencia de la Ley de procedimiento administrativo definiendo que el citado artículo 128.2 debe interpretarse en sentido restrictivo, entendiéndose que sólo cuando se modifique el derecho aplicable durante la tramitación del procedimiento administrativo debe atenderse a la retroactividad de las normas pero no una vez que se ha impuesto la sanción. Esta idea la apoyo en que este precepto alude a la aplicación favorable al “presunto infractor”, esto es, a aquel que está incurso en un procedimiento y que se beneficia de la presunción de inocencia que queda extinguida cuando existe ya una resolución administrativa sancionadora.

Pero, lo que a mi juicio es más importante, para mantener un sensato criterio ante estos problemas, es la necesidad de no confundir la modificación de las normas sancionadoras con la alteración de los hechos u otras circunstancias concurrentes, como con rigor ha explicado Alejandro NIETO (*Derecho administrativo sancionador*, 1993, p. 209). En el presente caso no ha existido en puridad una modificación del derecho sancionador que pueda originar un problema de retroactividad. El ilícito administrativo sigue estando castigado y sigue considerándose grave: “actuar y negociar sin autorización”. Antes de la Directiva y de la reforma de la LMV y ahora sigue la misma tipificación de la infracción. Lo que han cambiado son otras circunstancias: con anterioridad a la Directiva la competencia para habilitar a las sociedades de inversión recaía en exclusiva en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y tras la Directiva se reconoce en todo el espacio europeo las autorizaciones que han dado las competentes autoridades de cada país miembro. No es necesario obtener nuevas habilitaciones cuando se abre una sucursal en otro país comunitario, sino que la autorización obtenida es suficiente pasaporte para poder negociar en cualquier país comunitario. No se ha modificado el Derecho sancionador, lo que se ha modificado es el régimen de las autorizaciones de las sociedades de inversión.

Por tanto, y con relación al conflicto que ha motivado este comentario, no estimo que el nuevo régimen establecido en la Directiva pudiera beneficiar a la sociedad alemana para anular la sanción por haber negociado sin autorización. El hecho de que tras la Directiva cualquier empresa alemana convenientemente habilitada pueda negociar en España no constituye un razonamiento adecuado para cuestionar la sanción impuesta.

El segundo argumento que utilizó la sentencia del Supremo para excluir la aplicación de la Directiva era concluyente. La sociedad alemana carecía de autorización para negociar en los mercados de futuros y opciones. Es cierto que el Derecho alemán entonces vigente no requería dicha autorización para operar, pero tras la incorporación de la Directiva es preceptiva la obtención de una autorización explícita (art. 3) que debe remitirse a la autoridad española cuando se comunica la apertura de la sucursal (art. 41 del Real Decreto de 20 de julio de 2001, que regula las sociedades de inversión). En consecuencia, no podía argüirse que la actuación de la sociedad alemana era correcta, al amparo de que en la actualidad las empresas europeas no necesitan una autorización explícita de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, porque toda sociedad de inversión ha de tener una autorización comunitaria y en aquel entonces la empresa alemana carecía de esa explícita autorización.

### III. OTRAS CONSIDERACIONES

Al analizar la sanción impuesta, la sentencia del Supremo sí admite que tenía razón la empresa recurrente porque el importe de la sanción alcanzaba la totalidad de los ingresos que había obtenido la sucursal, mientras que la Ley del mercado de valores al precisar las sanciones que deben imponerse ante la comisión de infracciones muy graves establece que se impondrá una “multa por importe no inferior al tanto ni superior al quinto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción” y cuando no sea posible determinar el beneficio, la multa puede alcanzar el cinco por ciento de los recursos propios [art. 102.a) de la LMV]. La petición que en su día presentó la sociedad, al interponer el recurso ante la Audiencia, era que, de manera subsidiaria, para el caso de que no se acogiera su primera petición de nulidad de la sanción impuesta, se redujera la multa a ese cinco por ciento de los recursos propios al considerar que el beneficio bruto no era cuantificable. Desestima el Tribunal Supremo este argumento, porque entiende que se pueden cuantificar los beneficios obtenidos por las negociaciones de la sucursal. Pero considera que la resolución sancionadora incurrió en un error al alcanzar a todos los ingresos obtenidos por la sucursal, cifra que no equivale, como es lógico, al beneficio. De ahí que declare la reducción de esa cifra atendiendo a los gastos que se realizaron para conseguir esos beneficios.

Así concluye la sentencia del Supremo que casa la sentencia de la Audiencia Nacional, que no había considerado el principio de territorialidad de las normas sancionadoras y que argumentó que no debían influir en la sanción los cambios normativos acaecidos durante todos esos años, reduce la multa impuesta.

No obstante, aun desbrozado el derecho aplicable y recordados principios jurídicos básicos que se mantienen firmes frente a esta vorágine normativa que sufrimos, queda una cierta inquietud sobre la eficacia de todo el sistema sancionador. Porque después de las actuaciones inspectoras y sancionadoras de la Comisión, de la tramitación de dos procesos contenciosos, después de todos estos años, desconozco si la finalidad de la sanción se ha conseguido. De manera especial, si algún inversor se sintió engañado o estafado. Y es que sorprende que la sociedad alemana no se personara en el recurso de casación para defender la interpretación de la Audiencia y los argumentos ya esgrimidos y, sobre todo, sorprende que esa firma no se encuentre ahora en los registros ni listados de más fácil localización españoles y alemanes. ¿Habrá desaparecido ya esta sociedad de responsabilidad limitada? Pudiera ser algo triste llegar a la conclusión que tras años de actividades ilegales, tras numerosos trámites sancionadores, tras dos procesos contenciosos, la eficacia de la sanción quede sólo en la anécdota de un comentario en una revista especializada.

---

# NOTICIAS

---

## **1. APROBACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

Tras un largo proceso, que se vio interrumpido por el fracaso del rechazo por el Parlamento Europeo de la primera Propuesta de Directiva Comunitaria sobre las OPAs, el segundo intento ha llegado a buen fin por medio de la Directiva 2004/25/CE de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (D.O. L núm. 142 DE 30-4-2004).

Ante el fracaso de la primera Propuesta, la Comisión Europea encargó al Grupo Winter un informe solicitando sugerencias para llevar a cabo una nueva Propuesta sobre el régimen de las OPAs. Este Informe, traducido por el profesor José M.<sup>a</sup> Garrido, uno de los miembros de ese Grupo de expertos, fue publicado por esta Revista (v. núm. 89, 2003, p. 277-343). Siguiendo en parte los consejos contenidos en este Informe, se preparó la segunda Propuesta de Directiva, que ahora se ha visto promulgada y respecto de la que, habiendo entrado en vigor, los Estados miembros disponen de un plazo que termina el 20 de mayo de 2006 para transponer las disposiciones necesarias para el cumplimiento de lo dispuesto en esta Directiva.

La importancia de esta disposición comunitaria, tanto a los efectos del Derecho de sociedades como del Derecho del mercado de valores es manifiesta. En ella se deja un amplio margen a los Estados miembros para la concreción de los principios contenidos en la Directiva, al declarar en su “considerando 6.º” que “para ser eficaz, la normativa sobre las ofertas públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación”. De hecho, la Directiva deja ese amplio margen a los Estados miembros, lo que irá sin duda en demérito de la uniformidad. En todo caso, puede adelantarse que la promulgación de la Directiva ha de significar la ocasión para el estudio de los defectos contenido en el varias veces modificado Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones, partiendo de lo previsto en el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores.

Se ha de tener en cuenta que uno de los motivos de esta Directiva es facilitar las OPAs transfronterizas. Su “considerando 25.º” nos dice que “dado que los objetivos de la acción pretendida, a saber, definir orientaciones mínimas en materia de ofertas públicas de adquisición y garantizar un grado de protección suficiente a los titulares de valores de toda la comunidad, no pueden ser

alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros debido a la necesidad de transparencia y seguridad jurídica cuando las adquisiciones o tomas de control sean de dimensiones transfronterizas, y pueden, por consiguiente, lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas conforme al principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. Conforme al principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dichos objetivos”. Pero la flexibilidad y las posibilidades que ofrece a los legisladores de cada Estado miembro parece que dificultan la obtención de ese resultado.

El estudio de esta Directiva ha de dar lugar a aportaciones doctrinales importantes, algunas de las cuales serán recogidas en esta Revista. La Directiva, en el apartado de sus definiciones, entiende por OPA la “oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objeto o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional”. De lo que se deduce que la determinación de la toma de control se deja a la discreción del legislador nacional.

Parte la Directiva de la enunciación de los principios en los que se inspira: a) Igualdad de trato de todos los accionistas; b) Los titulares de las acciones de la sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficiente para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; c) El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de las acciones la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta; d) No deberán crearse falsos mercados de valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada en la oferta, falseando el normal funcionamiento de los mercados; e) Un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que puede hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier tipo de contraprestación; f) La sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una OPA.

La Directiva se remite, como ha quedado dicho, al Derecho nacional para completar diversos aspectos del régimen de las OPAs, tanto sobre las facultades de la autoridad supervisora y el Derecho aplicable, como respecto a la protección de los accionistas minoritarios y a la regulación del trámite de la oferta, indicando que los Estados miembros deben velar por que las sociedades cotizadas ofrezcan una amplia información sobre su estructura del capital y de sus órganos. Se trata de una información que se asemeja y en cierto modo completa ya que las sociedades cotizadas deben publicar en el llamado “Informe anual

del gobierno corporativo”. Junto a otros aspectos, que no pueden reseñarse en esa nota, la Directiva recoge la llamada venta forzosa por parte de los accionistas cuando el oferente posea al menos el 90% de las acciones con derecho a voto (porcentaje que puede ser elevado por los Estados miembros hasta el 95%) y de forma correlativa la compra forzosa por parte de la sociedad en tales casos.

La Directiva ofrece un marco quizá excesivamente amplio y flexible para que los Estados miembros de la Unión Europea puedan concretar el régimen de las OPAs.

*Fernando Sánchez Calero*

## **2. EL NUEVO REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES**

### **1. Antecedentes y vigencia**

En el BOE núm. 48 de 25 de febrero de 2004 se publicó el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (en adelante RFPF, corrección de errores en BOE núm. 88 de 12 de abril de 2004).

La promulgación este nuevo RFPF responde a razones tanto de Derecho interno como comunitario:

a) En el primer sentido, la aprobación del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (en adelante LPFP) por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (ver nuestra noticia en esta *RDBB* núm. 89, 2003, p. 423 y ss.) implicó la inadecuación del anterior RFPF de 1988, que había sido sustancialmente modificado por el Real Decreto 1589/1999 (sobre el que puede verse nuestra noticia en esta *RDBB* núm. 76, 1999, p. 199 y ss.), por lo que éste debía ser sustituido por otro que desarrollara aquella nueva LPFP y éste es el objeto de este nuevo RFPF manifiesto en su art. 1.

b) En cuanto se refiere al Derecho comunitario, la promulgación de la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y supervisión de los Fondos de Pensiones de Empleo (ver nuestra noticia en esta *RDBB* núm. 92, 2003, p. 245 y ss.), cuyo plazo de adaptación acaba el 23 de septiembre de 2005, con ciertas excepciones, recomendaba aprovechar el desarrollo reglamentario para introducir las normas pertinentes y así se ha hecho mediante el RFPF de 2004 que incorpora la práctica totalidad de los mandatos armonizadores relativos a la transparencia

y a las inversiones y solo deja pendientes de adaptación los aspectos de la actividad transfronteriza de aquellos fondos (arts. 20 y 21 de la Directiva) que requieren normas de rango legal.

El nuevo RPFPP entró en vigor el 26 de febrero de 2004 (Disposición final segunda), debiendo adaptarse al mismo las especificaciones de los planes y las normas de funcionamiento de los fondos en un plazo general de 12 meses (Disposición transitoria segunda), plazo de un año del que disponen los fondos de pensiones para adaptar sus inversiones a las reglas del capítulo IV del título III del nuevo RPFPP (Disposición transitoria tercera).

El RPFPP de 2004 derogó expresamente el RPFPP de 1988, con las adaptaciones y desarrollos consiguientes; sin perjuicio de que la Disposición derogatoria del Real Decreto 304/2004 mantenga la vigencia de algunos preceptos de aquel RPFPP de 1988 y de otras normas reglamentarias de igual o inferior rango, destacando entre ellas el Reglamento sobre instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* núm. 76, 1999, p. 206 y ss.). En este último sentido, destaca la Disposición Adicional primera del nuevo RPFPP que define las contingencias sujetas a la Disposición Adicional primera de la LPFP.

Antes de entrar en el examen somero del contenido del nuevo RPFPP de 2004, conviene destacar su aspiración sistemática que trasluce en su título I que habla del “sistema de planes y fondos de pensiones” y se proyecta en una metodología consistente en distinguir las normas generales de las especiales aplicables a las distintas clases de planes y fondos de pensiones (sobre una explicación sistemática del modelo de regulación puede verse nuestro manual de *Derecho de seguros y fondos de pensiones*, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona 2003, p. 244 y ss.).

## **2. Régimen reglamentario de los planes de pensiones**

### **2.1. Normas generales sobre los planes de pensiones**

El nuevo RPFPP mantiene la definición sustancial de los planes de pensiones como contratos colectivos de previsión social (art. 2.1) y su clasificación atendiendo a dos criterios: el de sus elementos personales, conforme al cual se distinguen los sistemas de empleo, asociado e individual (art. 2.3 y capítulos II, III y IV del título II); y el de las obligaciones estipuladas en los mismos, que lleva a distinguir tres clases de planes: de aportación definida, de prestación definida y mixtos (art. 16) (sobre la regulación de los planes de pensiones en general, puede verse nuestro manual de *Derecho de seguros y fondos de pensiones*, cit., p. 249 y ss.).

Se mantiene la enumeración de los elementos personales de los planes (promotor, partícipes y beneficiarios, art. 2.2) y se aclara expresamente que la titularidad de los recursos patrimoniales afectos a los mismos corresponderá a sus partícipes y beneficiarios (art. 17). Por otro lado, se desarrollan las reglas de la actividad profesional de los actuarios en relación con los planes de pensiones (Disposición Adicional tercera).

En cuanto a los elementos formales, el nuevo RPPF, en su art. 18, exige un mayor detalle de las especificaciones de los planes en aspectos tales como la documentación e información de los partícipes o la transferencia de sus derechos consolidados.

El contenido de los planes en el nuevo RPPF se ordena en torno a los 5 principios básicos tradicionales (no discriminación, capitalización, irrevocabilidad de aportaciones, atribución de derechos e integración obligatoria en un fondo de pensiones, art. 2.4) y se ordena como una secuencia de acontecimientos en la que las aportaciones (arts. 5.6 y 12) determinan los derechos consolidados y económicos (art. 22) que, cuando acaece una contingencia cubierta por el plan (arts. 7 y 13), generarán unas prestaciones a favor de los partícipes o beneficiarios (arts. 8 a 11, 14 y 15). En la ordenación reglamentaria de estos elementos se distingue un régimen general de aportaciones, contingencias y prestaciones y un régimen especial a favor de personas con discapacidad.

El sistema de garantías financieras y actuariales de los planes de pensiones se ordena en torno a la capitalización individual con la previsión de fondos de capitalización y provisiones matemáticas (art. 20) y de reservas patrimoniales y margen de solvencia (art. 21), dependiendo de que las contingencias operen bajo el régimen de aportación definida o de prestación definida.

El ciclo vital de los planes de pensiones transita en el nuevo RPPF por las fases de promoción (estableciéndose normas especiales según la clase de plan), revisión y terminación (con normas generales previstas en los arts. 23 y 24). Es importante recordar la implantación de normas reglamentarias específicas para la publicidad y la contratación de planes de pensiones (arts. 100 y 101).

## 2.2. Normas especiales sobre las distintas modalidades de planes de pensiones

Según antes señalábamos, el nuevo RPPF clasifica los planes de pensiones, atendiendo a sus sujetos constituyentes, en tres modalidades (sistema de empleo, asociado e individual) y, en razón de las obligaciones estipuladas, en tres clases (planes de aportación definida, de prestación definida y mixtos).

La primera de las anteriores clasificaciones es la decisiva para distribuir, en el título II del RPPF, las normas especiales sobre las distintas modalidades de planes de pensiones, de modo tal que:

a) El capítulo II contiene las normas especiales sobre los planes de pensiones del sistema de empleo, ocupándose de su ámbito personal y del sistema de promoción de los mismos (sección 1.<sup>a</sup>, arts. 25 a 28), de su comisión de control (sección 2.<sup>a</sup>, arts. 29 a 32), de su desarrollo (sección 3.<sup>a</sup>, arts. 33 a 36) y de los planes de pensiones de empleo de promoción conjunta (sección 4.<sup>a</sup>, arts. 37 a 44).

b) El capítulo III contiene las normas especiales sobre los planes de pensiones individuales, ocupándose de sus sujetos constituyentes y las obligaciones estipuladas, teniendo en cuenta que serán de aportación definida para todas las contingencias (art. 45), de la aplicación en los mismos del principio básico de no discriminación (art. 46), de su promoción (art. 47), del sistema de adhesión e información a sus partícipes (art. 48), del defensor del partícipe (art. 49) y de la movilización de los derechos consolidados (art. 50).

c) El capítulo IV contiene las normas especiales sobre los planes de pensiones asociados ocupándose de sus sujetos constituyentes y las obligaciones estipuladas (art. 51), de la aplicación en los mismos del principio básico de no discriminación (art. 52), de su comisión de control (art. 53), de su promoción (art. 54) y de la movilización de los derechos consolidados (art. 55).

### **3. Régimen reglamentario de los fondos de pensiones**

#### **3.1. Normas generales sobre los fondos de pensiones**

El nuevo RFPF reproduce la definición legal de los fondos de pensiones como patrimonios separados a efectos de responsabilidad, creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones, carentes de personalidad jurídica y administrados por una entidad gestora con el concurso de una entidad depositaria y bajo la supervisión, en su caso, de una comisión de control (art. 3) (sobre la regulación de los fondos de pensiones en general, puede verse nuestro manual de *Derecho de seguros y fondos de pensiones*, cit., pp. 285 y ss.).

Para ordenar la exigencia legal de integración homogénea de planes de pensiones de empleo en fondos de pensiones especializados (art. 10.4 LPFP) y la eventual ausencia de comisión de control en los fondos de pensiones que integran exclusivamente uno o varios planes de pensiones del sistema individual (art. 14.1 LPFP), el RFPF introduce una novedad consistente en la distinción de dos clases de fondos de pensiones atendiendo a su aptitud para integrar planes de pensiones: los de empleo, en los que se integrarán necesariamente los planes de pensiones del sistema de empleo; y los personales, en los que podrán integrarse planes de pensiones del sistema individual o asociado (arts. 3.3 y 56.1). A esta clasificación de primer nivel se puede superponer otra de segundo nivel que atiende a los procesos de inversión para distinguir dos tipos de fondos

de pensiones: los cerrados, que instrumentan la inversión de los recursos del plan o planes integrados; y los abiertos, que podrán canalizar, además, la inversión de los recursos de otros fondos de su misma categoría (art. 56.2).

El nuevo RPPF desarrolla el régimen de los elementos personales que intervienen en los fondos de pensiones, con especial atención a los órganos o entidades que ocupan los vértices del triángulo de relaciones sobre las que se asienta su administración (arts. 3.2, 4.3 y 57). Así, se refiere a su comisión de control (art. 3.4); a su entidad gestora, distinguiendo entre las entidades gestoras de fondos de pensiones con objeto social exclusivo y las entidades aseguradoras que actúan como gestoras de fondos de pensiones (arts. 4.1 y 78 a 81); y a su entidad depositaria (arts. 4.2 y 82 y 83); con normas comunes a estas dos últimas en cuanto a sus retribuciones (art. 84), su sustitución (art. 85) y la contratación de la gestión y depósito de los activos financieros de los fondos de pensiones con terceras entidades de inversión o de depósito (capítulo II del título III, arts. 86 a 94).

El elemento formal de los fondos de pensiones, reflejado en sus normas de funcionamiento, es objeto de desarrollo por el art. 19 del RPPF.

El elemento real de los fondos está constituido por su patrimonio, separado a efectos de responsabilidad (art. 3.5) y afecto al cumplimiento del plan o planes de pensiones integrados (art. 3.1). El nuevo RPPF desarrolla los aspectos financieros de estos patrimonios, ocupándose de las operaciones con los planes de pensiones integrados (art. 61) y del régimen de inversiones (capítulo IV del título III, art. 69 a 77). También desarrolla el régimen de contabilidad tanto de los fondos como de sus entidades gestoras (arts. 97 y 98).

En cuanto al ciclo vital de los fondos de pensiones, el nuevo RPPF desarrolla su proceso de constitución, previa autorización del Ministerio de Economía, mediante escritura pública que se inscribirá en el Registro Mercantil competente y en el Registro Administrativo de la DGSFP (art. 58). A continuación, se regula el régimen de sus modificaciones posteriores (art. 60) y, finalmente, las normas sobre su disolución y liquidación (art. 62).

### 3.2. Normas especiales sobre las distintas categorías de fondos de pensiones

Según dejamos señalado anteriormente, el nuevo RPPF, en su art. 56, clasifica los fondos de pensiones conforme a dos criterios: el de su aptitud para integrar planes de pensiones, distinguiendo los fondos de pensiones de empleo y los personales; y el de su capacidad para canalizar las inversiones de los planes o fondos de pensiones, diferenciando los fondos de pensiones cerrados de los abiertos.

El primero de los criterios señalados es el preferente para ordenar las normas especiales sobre los fondos de pensiones en dos categorías:

a) Las normas específicas sobre los fondos de pensiones de empleo, que se ocupan de la composición, formación y funcionamiento de su comisión de control; de la eventual canalización de los recursos de un plan de pensiones de empleo adscrito a un fondo de pensiones cerrado a través de otros fondos de pensiones abiertos; y de la eventual adscripción de un plan de pensiones de empleo a varios fondos de pensiones de empleo (capítulo II del título III, arts. 63 a 66).

b) Las normas específicas sobre los fondos de pensiones personales, que se ocupan de la composición, formación y funcionamiento de sus comisiones de control (capítulo III del título III, arts. 67 y 68).

#### **4. Control público del sistema de planes y fondos de pensiones**

El título V del nuevo RFPF desarrolla el régimen de control administrativo de los planes y fondos de pensiones y de los sujetos que intervienen en el sistema, completando algunos aspectos del capítulo IX de la LPFP, dedicado a las “medidas de intervención administrativa”. Fundamentalmente se ocupa de desarrollar los deberes de transparencia de las entidades gestoras de los fondos de pensiones hacia la DGSPF (arts. 95 y 99) y el régimen de los registros administrativos especiales de fondos de pensiones, entidades gestoras y entidades depositarias de los mismos en aquella DGSFP (art. 96).

También se ocupa el título V del nuevo RFPF de la contabilidad de los fondos de pensiones y sus entidades gestoras (arts. 97 y 98) y de la publicidad y los sistemas de contratación de los planes de pensiones (arts. 100 y 101); aspectos estos últimos a los que nos hemos referido con anterioridad.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### **3. INFORME DEL TAKEOVER PANEL SOBRE EL EJERCICIO 2002-2003**

Se ha publicado el Informe del *Takeover Panel* (en adelante, “el *Panel*”) relativo al ejercicio 2002-2003, en el cual se resumen las actividades desarrolladas por el organismo durante dicho período.

Recordemos que la estructura del *Takeover Panel* comprende el Comité Directivo (*Panel*), el Comité Ejecutivo (*Panel Executive*), el Comité de Apelación (*Appeal Committee*) y el Comité del Código (*Code Committee*). La misión del *Takeover Panel* es la administración del *City Code on Takeovers and Mergers* (en adelante, “el *Code*”), que pretende garantizar, frente a los accionistas de las sociedades involucradas, las buenas prácticas y la transparencia de los

procesos de OPAs, fusiones y adquisiciones, sin entrar a calificar o enjuiciar las cualidades financieras, societarias o atinentes al derecho de la competencia, cuya responsabilidad corresponde a otros organismos nacionales o europeos.

Como ha venido ocurriendo en los últimos ejercicios, el *Appeal Committee* no ha resuelto apelación alguna, puesto que sólo se interpuso un recurso contra una decisión del *Panel*, que fue inadmitido.

En su informe, el nuevo Presidente, Peter Scott, refiere los hechos más relevantes del ejercicio, entre los que destaca dos. Por un lado, el mantenimiento de la tendencia baja en cuanto al número de transacciones, si bien con un similar nivel de consultas formuladas, lo cual permite suponer que el criterio del *Panel* interesa a los operadores y que ello podría conducir eventualmente a un incremento de las operaciones. Por otra parte, alude a la ya tradicional reserva hacia el proyecto de Decimotercera Directiva Europea, naciente desde 1989, expresando el temor de que un exceso de compromiso lleve a vaciarlo de contenido, pero celebrando la inclusión de algunas enmiendas por las que luchó el *Panel* (leeremos con atención el próximo informe, en el que ya podrá referirse a la Directiva como un hecho, puesto que fue finalmente publicada, como Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, según refiere otra noticia en este número).

Agradece igualmente los servicios prestados al *Panel* por el Director General, Philip Remnant, cuyo mandato expiró, así como el trabajo de otros departamentos y personas. Subraya también las buenas relaciones del *Panel* con la *Financial Services Authority*, así como los esfuerzos de adaptación del *Code* a la experiencia sin incurrir en la hipertrofia del mismo.

El informe presenta también la declaración del presidente del *Code Committee*, Donald Brydon, cuya función es la revisión y propuestas de modificación del *Code*, en la cual detalla el plan de trabajo seguido por el Comité para la actualización del texto, así como los puntos que han sido abordados en el ejercicio. Cabe destacar el sistema de consulta pública al que someten las propuestas de modificación, en el marco del cual reciben numerosas contribuciones.

Richard Murley, Director General, recapitula en su informe los hechos principales, comenzando con una referencia a las dificultades para la aprobación del nuevo proyecto de Directiva relativa a las OPAs. Recuerda también la plena disponibilidad del *Panel* para ser consultado previamente acerca de la conformidad de un plan de acción con las disposiciones del *Code*, consulta preventiva que soluciona muchos problemas. Alude a la Regla 2.2, que obliga a las partes a consultar al *Panel* sobre la exigibilidad de hacer un anuncio cuando existan rumores y especulación sobre una eventual oferta; ello es responsabilidad del oferente, quien debe llevarlo a cabo tan pronto como los planes sean conocidos por personas distintas del núcleo de las empresas implicadas y sus más directos asesores. Resalta asimismo el tratamiento que da el *Code* a las

adquisiciones a un único accionista, que implican una excepción al régimen de restricción de los derechos de voto en tomas de participaciones de entre 15 y 30 por ciento; a estos efectos, el gestor de diversos patrimonios no es considerado como un único accionista. Por su parte, el oferente es considerado como una única persona junto con las otras personas con las que actúa en concierto. Se hace alusión igualmente a la interpretación de la Regla 21.2, según la cual no se puede disponer de activos de la sociedad opada durante la tramitación de la OPA en operaciones ajenas al curso normal de la actividad societaria, considerando así los casos en los cuales se lleva a cabo un pago de “persuasión” (*inducement fee*). Tales pagos son sólo admisibles en caso de tratarse de una cuantía mínima, que está cifrada en la inferior de las cifras equivalentes al 1 por ciento del activo enajenado o al 1 por ciento del valor de la sociedad opada.

En el ejercicio cerrado se han formalizado 108 ofertas (frente a las 107 del año anterior), lo cual supone una cierta ralentización. Por el contrario, los ingresos han crecido drásticamente, pasando de 4.859.823 libras esterlinas a 8.796.955 libras esterlinas, debido en especial a las tasas de registro de contratos.

Las declaraciones y comunicados más importantes de los emitidos a lo largo del ejercicio son los referidos a consultas públicas de propuestas de modificación del *Code*, así como los relativos al procedimiento de “Alexanders Holdings plc”.

(En relación con informes del *Panel* de años anteriores, cfr., entre otras, DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, *RDBB* 71, pp. 916-917, *RDBB* 75, pp. 283-284, *RDBB* 80, pp. 306-307, y *RDBB* 85, pp. 289-291).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

#### **4. ESTABLECIMIENTO DE UN TÍTULO EJECUTIVO EUROPEO PARA CRÉDITOS NO IMPUGNADOS**

El principio del reconocimiento mutuo como uno de los pilares de la construcción de un auténtico mercado interior ha alcanzado también al ámbito jurisdiccional. De ahí que se hayan producido ya algunas iniciativas tendentes a concretar la que se define como “*pedra angular para la creación de un verdadero espacio judicial*”, cual es el principio de reconocimiento mutuo de resoluciones judiciales. En el ámbito judicial civil ya se han adoptado medidas en ese sentido, y a ellas se suma la aprobación del Reglamento (CE) 805/2004, de 21 de abril de 2004, por el que se establece un título ejecutivo europeo para créditos no impugnados (DOCE L núm. 143, de 30 de abril de 2004, p. 15 y ss.).

Los créditos no impugnados son todos aquellos que resultan de situaciones en donde el acreedor, sin oposición del deudor, ha obtenido una resolución, transacción judicial o documento público con fuerza ejecutiva, que le va a permitir continuar la ejecución en cualquier Estado miembro.

La ausencia de impugnación u oposición podrá consistir en la incomparecencia del deudor o en la falta de oposición al respecto. Una vez que, con pleno respeto del derecho de defensa, la ausencia de impugnación resulte confirmada, el principio que inspira el Reglamento es el de que el título ejecutivo pueda ser efectivo en cualquier Estado miembro. Mientras que los mecanismos que contemplaba el precedente Reglamento 44/2001, de 22 de diciembre de 2000 en materia de reconocimiento y ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil requerían la intervención de un órgano judicial del segundo Estado miembro, el nuevo Reglamento que comentamos parte del principio de confianza recíproca en la Administración de justicia de cada uno de los distintos Estados miembros, para que la resolución ejecutiva pueda hacerse efectiva en cualquier Estado miembro sin necesidad de que intervengan sus órganos jurisdiccionales. En este sentido es especialmente significativo el artículo 5 que, bajo el título “*Supresión del exequátur*”, impone que cualquier título ejecutivo europeo deberá ser reconocido y ejecutado sin que requiera ninguna declaración adicional de ejecutividad y sin posibilidad alguna de impugnar su reconocimiento.

Este Reglamento, que entrará en vigor el 21 de enero de 2005, contiene en sus anexos (hasta seis) diversos modelos de certificados de título ejecutivo europeo.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

## **5. APLICACIÓN POR PRIMERA VEZ DE LAS NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD**

La aceptación por la Unión Europea de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) que fueron impuestas por el Reglamento núm. 1606/2002, de 19 de julio de 2002, relativo precisamente a la aplicación de estas normas, ha implicado una modificación sustancial en este campo (v. el artículo del profesor F. SÁNCHEZ CALERO “Alcance de la aprobación del Reglamento Comunitario de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a las Sociedades Cotizadas”, publicado en esta Revista, núm. 85, 2002, p. 141 y ss.).

Como se indicaba en ese artículo, las NIC son aplicables a partir del ejercicio próximo para las cuentas consolidadas de las sociedades cotizadas, pero

tienen una fuerza expansiva indudable no sólo a la contabilidad de cada una de las sociedades que constituyen el grupo, sino también en el ámbito general de la contabilidad de nuestras empresas.

El cambio del sistema tradicional al que deriva de la aplicación de estas nuevas normas contables plantea dudas y problemas. A tal fin, la Comisión Europea dictó el Reglamento núm. 1725/2003, de 29 de septiembre, que contenía un conjunto de instrucciones referentes a la aclaración de tales cuestiones. No obstante, este Reglamento, dictado para facilitar la transición a las Normas Internacionales de Contabilidad, dio lugar a diversas consultas y petición de aclaraciones, por lo que la Comisión estimó que debía ser sustituido por uno nuevo que completara y perfeccionara dicho Reglamento. Tal labor se ha llevado a cabo por el Reglamento 707/2004 de la Comisión que lleva fecha de 6 de abril de 2004 que modifica el Reglamento precedente (DO L 111, de 17-4-2004, p. 3 y ss.). El nuevo Reglamento contiene como anexo una norma internacional de información financiera (NIIF1) que lleva el título de “Adopción por primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera”).

En ella se expresa el objetivo y el alcance de esta adopción, entrando en el detalle de los cambios que la aceptación de las NIC implican, tratando de aclarar con minuciosidad el significado de diversos aspectos de esa aceptación.

*Alberto Ayala*

## **6. LA DIRECTIVA 2003/125/CE DE LA COMISIÓN SOBRE LA PRESENTACIÓN IMPARCIAL DE LAS RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN Y LA REVELACIÓN DE CONFLICTOS DE INTERESES**

1. Es un hecho indiscutible que la información es el bien máspreciado en el mercado de valores y ello porque tanto los valores negociables como los instrumentos financieros son bienes de segundo grado cuyo valor económico solo es perceptible sobre la base de un proceso de acopio e interpretación de la información disponible sobre aquellos, sus emisores y los mercados en que se negocian (ver nuestro *Manual de Derecho del Mercado de Valores*, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona 2003, p. 19 y ss.). A lo anterior procede añadir que, en el ámbito comunitario europeo, se han constatado, en los últimos años, dos circunstancias relevantes en torno a la información de los mercados de valores: la primera es que los inversores acuden con una frecuencia creciente al asesoramiento de inversión, lo que reclama una extensión de los mecanismos de protección desde el ámbito tradicional operativo al ámbito informativo. La segunda circunstancia relevante es el grado creciente de integración de los sujetos que actúan profesio-

nalmente en los mercados de valores no sólo mediante la tradicional multifuncionalidad bancaria (así, por ejemplo, los bancos que actúan como emisores, intermediarios, asesores e inversores) sino también a través de vinculaciones funcionales (por ejemplo, un emisor de valores que celebra con un banco de inversión un contrato de gestión de su autocartera o de liquidez de sus valores) o estructurales (por ejemplo, una entidad de crédito que participa en el capital de una empresa que elabora recomendaciones de inversión o las divulga en el mercado). Estas situaciones son fuente inagotable de conflictos de intereses entre los intermediarios y los inversores que, a menudo, se solventan en perjuicio claro de estos últimos.

2. La conjunción de las dos circunstancias descritas, con unos inversores que demandan cada vez con mayor asiduidad recomendaciones de inversión a intermediarios que no garantizan la imparcialidad de las recomendaciones que dan ni manifiestan los intereses entreverados en las mismas, han hecho necesario y urgente promulgar, en el Derecho comunitario, unas normas que aseguren la imparcialidad de las recomendaciones de inversión y la manifestación de los eventuales intereses, conflictivos o no, que afecten a las personas que elaboran o divulgan aquellas recomendaciones. En tal sentido, la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado) (de la que hemos dado noticia en esta *RDBB* núm. 91, 2003, p. 332 y ss.) estableció —en el sexto guión del apartado 10 de su art. 6, con ocasión de la difusión por los emisores de valores de la información privilegiada que les afecte— una habilitación a favor de la Comisión para que ésta pudiera adoptar medidas de ejecución sobre “las modalidades técnicas, para las diferentes categorías de personas a que se refiere el apartado 5, de la presentación correcta de los análisis y demás información en la que se recomiende una estrategia de inversión y de la revelación de sus intereses o conflictos de intereses según lo mencionado en el apartado 5. Dichas modalidades tendrán en cuenta las normas, incluida la autorregulación, aplicables a la profesión de periodista”.

3. Pues bien, al amparo de esta última habilitación, la Comisión ha dictado la Directiva 2003/125/CE, de 22 de diciembre de 2003, “a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses” (DOUE 24-12-2003, L339/73 y ss.). Los Estados Miembros deberán trasponer los mandatos armonizadores de esta Directiva en sus Derechos internos no más tarde del 12 de octubre de 2004 (art. 10.1), fecha coincidente con la de la citada Directiva 2003/6/CE (art. 18).

4. La finalidad de esta Directiva 2003/125/CE consiste en “establecer normas armonizadas para una presentación de información y una revelación de intereses y conflictos de intereses que sea imparcial, clara y exacta, que deberán cumplir las personas que elaboren o divulguen la información que recomiende

o sugiera una estrategia de inversión destinada a los canales de distribución o al público” (considerando 1); recomendación o sugerencia que puede hacerse, bien de forma explícita, recomendando comprar, mantener o vender ciertos valores; o bien de forma implícita, refiriéndose a un precio objetivo o de otra manera (considerando 2).

5. El ámbito de aplicación objetivo de esta Directiva 2003/125/CE se centra en la recomendación, entendiéndose por tal “la investigación u otra información que recomiende o sugiera una estrategia de inversión, de manera explícita o implícita, relacionada con uno o varios instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier dictamen sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, cuyo destino sean los canales de distribución o el público”. Mientras que su ámbito subjetivo de aplicación abarca cualquier “persona pertinente” que es “una persona física o jurídica que presente o divulgue recomendaciones en el ejercicio de su profesión o la gestión de su actividad empresarial” (art. 1).

6. La Directiva 2003/125/CE ordena las normas armonizadoras de los requisitos de imparcialidad y transparencia en torno a dos actuaciones que son la elaboración y la divulgación de las recomendaciones. En cuanto a la elaboración de las recomendaciones, el capítulo II de la Directiva establece tres normas de calidad:

a) La primera consiste en la identificación de la autoría de las recomendaciones que deberán revelar de manera clara y prominente la identidad tanto de la persona física como de la persona jurídica responsables de su elaboración, identificando además la autoridad supervisora competente cuando esta última sea una empresa de inversión o una entidad de crédito (art. 2).

b) La segunda consiste en la presentación imparcial de las recomendaciones que implica obligaciones generales, tales como la distinción clara entre los hechos y las interpretaciones, estimaciones u opiniones, la fiabilidad de las fuentes, la identificación clara de las proyecciones y pronósticos, etc. (art. 3); y obligaciones adicionales para los casos en los que las recomendaciones sean elaboradas por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito, etc. (art. 4).

c) La tercera consiste en la manifestación —por las personas que elaboran las recomendaciones— de cuantas relaciones y circunstancias puedan razonablemente poner en peligro la objetividad de aquellas; en particular, la existencia de intereses financieros de la persona pertinente en los instrumentos o emisores afectados por la recomendación. También aquí se establecen obligaciones generales (art. 5) y obligaciones adicionales para los casos en los que las recomendaciones sean elaboradas por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito, etc. (art. 6).

7. La segunda actuación relevante a efectos de los requisitos armonizadores de la Directiva es la divulgación de las recomendaciones presentadas por terceros. Y, también en este caso, el capítulo III de la Directiva empieza por establecer la necesidad de que se identifique con claridad en la recomendación elaborada por un tercero, la persona pertinente que, bajo su propia responsabilidad, la divulga (art. 7). Se continúa fijando normas de calidad generales para la divulgación de las recomendaciones, que exigen, por ejemplo, la indicación en la información divulgada de una eventual alteración importante de la recomendación original o que el resumen de una recomendación sea claro y no engañoso (art. 8); y obligaciones adicionales para las empresas de inversión y las entidades de crédito (art. 9).

8. Por último, conviene señalar que la adaptación de nuestro Derecho a la Directiva se verá facilitada por el énfasis que la reforma de nuestra Ley del Mercado de Valores por parte de la Ley 44/2002 dio a las normas de conducta aplicables tanto a los difusores de información como a los asesores de inversiones (sobre ellas puede verse nuestro Manual citador, p. 328 y ss, e, “in extenso”, el trabajo de FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta” en SÁNCHEZ CALERO, E, y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Pamplona, 2003, p. 135 y ss.).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **7. NUEVA NUMERACIÓN DE LAS ÓRDENES MINISTERIALES**

Se ha publicado la *Resolución de 20 de abril de 2004, de la Subsecretaría del Ministerio de la Presidencia, por la que se adapta el Anexo del Acuerdo del Consejo de Ministros de 21 de diciembre de 2001, por el que se dispone la numeración de las Órdenes ministeriales que se publican en el “Boletín Oficial del Estado”* (al que hicimos referencia en un número anterior de esta Revista, v. *RDBB* 86, pp. 293-294).

La Resolución sustituye los códigos ministeriales hasta el momento vigentes, para adaptarlos a la nueva organización del Gobierno resultante de la VIII Legislatura, según quedó expresada en el Real Decreto 553/2004, de 17 de abril, por el que se reestructuran los Departamentos Ministeriales.

En su virtud, el cambio de códigos ministeriales se debe a que se renombran algunos (“Asuntos Exteriores” pasa a ser “Asuntos Exteriores y de Cooperación”, con clave “AEC”), se refunden otros (los de “Economía” y de “Hacienda” vuelven a ser “Economía y Hacienda”, esto es, “EHA”), se “reinventan”

otros (“Ciencia y Tecnología”, junto con otras competencias de otros Departamentos, pasa a ser “Industria, Turismo y Comercio”, es decir, “ITC”) o se crean nuevos (“Vivienda”, a saber, “VIV”).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **8. LA DIRECTIVA 2004/39/CE SOBRE LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

### **1. Antecedentes y contexto**

En los dos últimos años hemos asistido —estamos asistiendo y asistiremos— a una eclosión de normas comunitarias referidas a los mercados de valores de tal calibre que permite hablar de una “refundación” del Derecho europeo del mercado de valores o, con más precisión, del mercado de instrumentos financieros. Y procede hablar de “refundación”, porque, si bien es cierto que no han variado los presupuestos esenciales sobre los que se asienta dicha regulación (transparencia, integridad y protección del inversor), también lo es que ha variado tanto el método de producir normas, con la introducción del escalonamiento recomendado por el Informe Lamfalussy, como el ámbito, que hasta ahora se acomodaba al diseño esencial establecido en el Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios, anexo a la Recomendación 77/534/CEE y desde ahora se amplía extraordinariamente a los mercados de instrumentos financieros centralizados y descentralizados.

Conviene destacar que esta inusitada actividad normativa comunitaria contrasta con las recomendaciones de evitar una hiper-regulación contenidas en los Informes de los Grupos de Expertos constituidos en octubre de 2003 por la Comisión europea para evaluar el grado de integración de los mercados financieros (bancario, de seguros, de valores y de gestión de activos) tras la aplicación del Plan de Acción de Servicios Financieros (“Financial Services Action Plan”, FSAP) de 1999 (de los que se da noticia en este mismo número de esta *RDBB*). Si bien es cierto que estos Informes, publicados recientemente por la Comisión, también coinciden en la necesidad de aplicar las normas previstas en aquel FSAP y las Directivas y Reglamentos recientes obedecen a medidas previstas en dicho FSAP.

Por otro lado, la cantidad de disposiciones comunitarias sobre el mercado de valores, que se van modificando sucesivamente y que entran en vigor en distintos momentos y circunstancias, debe llevar a intensificar los esfuerzos de simplificación en este campo acordes con la Comunicación de la Comisión al

Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones de 11 de febrero de 2003 (COM 2003, 71 final), para evitar que se configure un “carrusel diabólico” para la seguridad jurídica.

Las normas comunitarias recientes sobre mercados de valores e instrumentos financieros, al seguir el método de regulación escalonada recomendado por el Informe Lamfalusy, se desarrollan mediante un proceso de expansión geométrica tipo “Big Bang” y pueden ordenarse en torno a varios aspectos estructurales o funcionales de regulación de aquel mercado. Así:

a) Entre los aspectos estructurales, podemos destacar cómo la reforma de la Directiva 85/611/CEE sobre los OICVM por las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE (de las que dimos noticia en esta *RDBB*, núm. 87, 2002, p. 328 y ss.) ha encontrado su onda expansiva reciente en forma de sendas Recomendaciones de la Comisión de 27 de abril de 2004 relativas al uso de instrumentos financieros derivados para dichos OICVM y a determinados contenidos del folleto simplificado previsto en el esquema C del anexo I de la citada Directiva 85/611/CEE.

b) Entre los aspectos funcionales desarrollados en los dos últimos años destaca la Directiva 2003/6/CE sobre abuso del mercado (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, núm. 91, 2003, p. 332 y ss.) que se ha expandido mediante el Reglamento (CE) núm. 2273/2003 y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (de las que damos noticia en este mismo número de la *RDBB*). Por último, destaca también la nueva regulación de la transparencia en el mercado primario y en el secundario de valores a partir de la Directiva 2003/71/CE (de la que dimos noticia en el núm. 93 de esta *RDBB*), desarrollada mediante el Reglamento (CE) núm. 809/2004, de la Comisión.

Pero, con ser importantes las Directivas mencionadas, no hay duda de que la más relevante para comprender la “refundación” del Derecho comunitario del mercado de valores es la reciente Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 “relativa a los mercados de instrumento financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo” (DOUE 30-4-2004, L145/1 y ss.).

La importancia de la Directiva 2004/39/CE obedece, por un lado, a que se trata de una norma de integración que regula la estructura de los mercados de instrumentos financieros y la conducta de sus principales sujetos específicos, a saber, las empresas de inversión. Por otro lado, aquella Directiva es relevante porque introduce cambios esenciales en los sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros ya que, junto a los sistemas tradicionales de los mercados regulados, reconoce otros sistemas de negociación multilateral (SMN) y la posibilidad de internalización de órdenes por parte de empresas de

inversión (internalizadores sistémicos), al margen de mercados regulados o SMN. Asistimos, por lo tanto, a un cambio esencial de los presupuestos tradicionales de negociación mediante sistemas multilaterales de concentración de órdenes, inducido por los intermediarios anglosajones y que obliga a replantear las garantías habituales de formación objetiva e imparcial de los precios y de ejecución de las órdenes de la mejor manera posible para los inversores.

La regulación de los mercados de instrumentos financieros que establece la Directiva 2004/39/CE se ordena en torno a una estructura de intermediarios, que son las empresas de inversión que, junto a las entidades de crédito, actúan en los procesos de adquisición originaria o derivativa de valores negociables o instrumentos financieros. Esta última negociación secundaria puede producirse, según decimos, tanto en el ámbito de mercados regulados como en el de SMN o bien mediante la internalización sistemática de órdenes. La regulación de las empresas de inversión sigue las pautas tradicionales de tipificación de los servicios y actividades de inversión, reserva de los mismos a los intermediarios autorizados, establecimiento de las condiciones de acceso a la actividad y de ejercicio de la misma. Junto a estos sujetos agentes, la Directiva se ocupa de las autoridades supervisoras.

## **2. Vigencia**

La Directiva 2004/39/CE entró en vigor el 30-4-2004, día de su publicación en el DOUE (art. 72) y los Estados miembros deberán adaptar sus ordenamientos a los mandatos armonizadores de la misma en un plazo de 24 meses desde dicha entrada en vigor (art. 70).

Dicha Directiva deroga la Directiva 93/22/CEE, de servicios de inversión (de la que dimos noticia en esta *RDBB*, núm. 52, 1993, p. 1185 y ss.; ver también nuestra noticia sobre su modernización a raíz de la Comunicación de la Comisión de 15 de noviembre de 2000 en esta *RDBB*, núm. 82, 2001, p. 227 y ss.) desde los 24 meses de entrada en vigor de la misma, que se produjo el 30-4-2004 (art. 69) y ha modificado las Directivas 85/611/CEE (art. 66), 93/6/CEE (art. 67) y 2000/12/CE (art. 68).

Siguiendo el método Lamfalussy antes mencionado, esta Directiva está plagada de remisiones y habilitaciones a favor de la Comisión para que adopte las medidas de ejecución pertinentes, labor que desarrollará mediante Reglamentos, Directivas o Recomendaciones y en la que estará asistida por el Comité Europeo de Valores (art. 64).

## **3. Ámbito de aplicación de la Directiva 2004/39/CE y elementos de la estructura de los mercados de instrumentos financieros**

El ámbito de aplicación de esta Directiva se delimita, primero, por inclusión (art. 1) alcanzando a las empresas de inversión (título II) y a los mercados

regulados (título III). También alcanzan algunas de sus disposiciones a las entidades de crédito, cuando presten uno o varios servicios o actividades de inversión. En concreto, se les aplicarán algunas de las condiciones de autorización de las empresas de inversión (las normas sobre adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado, art. 11, dotación de capital inicial, art. 12, y requisitos de organización, art. 13); todas las condiciones de funcionamiento de aquellas empresas de inversión previstas en el capítulo II del título II (excepto el art. 23.2 párrafo 2.º); todos los derechos de las empresas de inversión establecidos en el capítulo III del título II (excepto el art. 31.2 a 4 y el art. 32.2 a 6, 8 y 9) y algunas normas de control público como son las contenidas en los arts. 48 a 53, 57, 61, 62 y 71.1.

En segundo lugar, el ámbito de aplicación de la Directiva se delimita por exclusión, diferenciándose las excepciones imperativas que alcanzan a las empresas de seguros, a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, al Sistema Europeo de Bancos Centrales, etc. (art. 2); y las excepciones facultativas que pueden aplicar los Estados miembros a determinadas personas que únicamente estén autorizadas a prestar el servicio de inversión consistente en la recepción y transmisión de órdenes sobre valores negociables y participaciones de organismos de inversión colectiva y la prestación de asesoramiento en materia de inversión en instrumentos financieros que cumplan las condiciones establecidas en el art. 3.

Los elementos de los mercados de instrumentos financieros se definen en el art. 4 que alude a los siguientes:

a) Elementos estructurales, bien sean subjetivos (empresa de inversión, internalizador sistemático, creador de mercado, cliente profesional o minorista, gestor del mercado, Estado miembro de origen y de acogida, autoridad competente, entidades de crédito, sociedad de gestión de un OICVM, agente vinculado, sucursal, empresa matriz y filial) u objetivos (instrumento financiero, valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participación cualificada).

b) Elementos funcionales (servicios y actividades de inversión, servicio auxiliar, asesoramiento en materia de inversión, ejecución de órdenes por cuenta de clientes, negociación por cuenta propia, mercado regulado, sistema de negociación multilateral, etc.).

En relación con los elementos señalados, cabe destacar que el anexo I de la Directiva incluye la “lista de servicios y actividades de inversión, servicios auxiliares e instrumentos financieros” y que el anexo II señala los clientes profesionales a efectos de la Directiva distinguiendo entre las entidades que se consideran clientes profesionales en todo caso (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva y sus

sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, etc.) de aquellos otros sujetos que pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan y cumplen los criterios de identificación oportunos.

#### **4. Las empresas de inversión**

La Directiva establece el régimen de estas empresas en su título II sobre el esquema tradicional que define, primero, las condiciones de acceso a su actividad típica para, a continuación, determinar las condiciones de ejercicio de la misma. En efecto:

a) El acceso a la condición de empresa de inversión como intermediario típico del mercado de valores está condicionado a la autorización previa de un Estado miembro y, por ello, el capítulo I del título II empieza estableciendo la obligatoriedad de la autorización (art. 5), el alcance de la misma (art. 6), los procedimientos para concederla o denegarla (art. 7) y las causas de su revocación (art. 8).

Después, señala los requisitos necesarios para obtener aquella autorización que afectan tanto a las personas implicadas en las empresas de inversión (gestores, art. 9, y socios con participaciones cualificadas, art. 10) como a los procedimientos que éstas deben establecer en aspectos tales como su adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado (art. 11), dotación de capital inicial (art. 12), organización (art. 13) y proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN (art. 14).

En relación con lo anterior, se regulan también las relaciones de la Comunidad con terceros países al objeto de conseguir un trato homogéneo de las empresas de inversión comunitaria a la hora de establecerse o prestar servicios y realizar actividades de inversión en un tercer país (art. 15).

b) Una vez que la empresa de inversión ha accedido al mercado de valores, debe cumplir una serie de condiciones de funcionamiento establecidas en el capítulo II del título II de la Directiva que empieza por recordar la necesidad de que se cumplan en todo momento las condiciones de autorización inicial (art. 16), para lo que obliga a los Estados a una supervisión continua de las empresas de inversión (art. 17).

Después, las condiciones de funcionamiento se agrupan en función de los objetivos perseguidos y así, se establecen condiciones para detectar, prevenir y corregir conflictos de intereses (art. 18), para garantizar la protección del inversor mediante normas de conducta en la prestación de servicios de inversión a clientes (art. 19), en la prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión (art. 20), la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente (art. 21), las normas de gestión de órdenes de clientes

(art. 22), las obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados (art. 23) y las operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles (art. 24); y para asegurar la transparencia e integridad del mercado, con las obligaciones de preservar dicha integridad, de declarar las operaciones y de llevar un registro (art. 25), de hacer públicas las cotizaciones en firme (art. 27) y de adoptar medidas de transparencia de pre-negociación y post-negociación en general y cuando las empresas de inversión actúen en SMN (arts. 28 a 30).

c) El régimen de las empresas de inversión acaba en el capítulo III del título II de la Directiva con la alusión a los derechos derivados del pasaporte comunitario tanto mediante la libertad de establecimiento de una sucursal (art. 32) como a través de la libre prestación de servicios y actividades de inversión (art. 31), con atención especial al acceso tanto a los mercados regulados (art. 33) como a los sistemas de contrapartida central y de compensación y liquidación (arts. 34 y 35).

## **5. Los mercados regulados**

El régimen de estos mercados se establece en el título III de la Directiva y parte de la necesidad de autorización de los mismos por un Estado miembro (art. 36), para cuya obtención ha de acreditarse el cumplimiento de requisitos de gestión de los mismos mediante personas honorables y expertas (art. 37), de socios significativos idóneos (art. 38), de organización adecuada (art. 39) y, en particular, de normas claras y transparentes tanto para la admisión, suspensión o exclusión de los instrumentos financieros de la negociación (arts. 40 y 41) como para el acceso de sus participantes y la adhesión de sus miembros (art. 42). Por otra parte, se presta atención especial a los requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación aplicables en dichos mercados (arts. 44 y 45).

## **6. Control público de las empresas de inversión y de los mercados de instrumentos financieros**

La Directiva culmina la regulación sustancial de los mercados de instrumentos financieros estableciendo las bases del control público de los mismos en tres ámbitos:

a) Primero, en cada Estado miembro, que debe designar las autoridades competentes para supervisar los mercados de instrumentos financieros (art. 48) y dotarlas de las facultades necesarias (art. 50). La eficacia de la regulación lleva a exigir sanciones administrativas para los incumplimientos de las normas derivadas de la Directiva (art. 51), a garantizar el derecho de recurso (art. 52) y a fomentar mecanismos extrajudiciales para las reclamaciones de los inversores

(art. 53). Conviene destacar la necesidad de que, en cada Estado miembro, cooperen las autoridades supervisoras de las entidades de crédito y otras entidades financieras, de las empresas y mediadores de seguros y reaseguros, de los fondos de pensiones y de los OICVM (art. 49).

b) Segundo, en el ámbito comunitario, donde las autoridades competentes de los distintos Estados miembros están obligadas a cooperar en las actividades de supervisión de las empresas de inversión y mercados de instrumentos financieros, intercambiándose información, consultándose antes de conceder una autorización y permitiendo las verificaciones “in situ” y las investigaciones. En particular, la competencia básica del Estado miembro de origen no obsta para reconocer determinadas facultades a los Estados miembros de acogida (capítulo II, arts. 56 a 62).

c) Por último, en el mercado de valores global, regulándose la cooperación con terceros países mediante el intercambio de información (capítulo III, art. 63).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **9. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DE LA OCTAVA DIRECTIVA EN MATERIA DE SOCIEDADES, RELATIVA A LOS AUDITORES DE CUENTAS**

La Comisión Europea ha publicado la “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/EEC del Consejo” [Bruselas, 16-3-2004 COM (2004) 177 final 2004/0065 (COD)].

En la exposición de motivos, esta Propuesta se justifica diciendo que el reciente aumento de escándalos en los EE.UU. y en la UE ha puesto de relieve que la auditoría legal es un elemento importante para garantizar la credibilidad y la fiabilidad de los estados financieros de las empresas. Los mercados de capitales y la economía han resultado dañados significativamente. Los recientes escándalos también confirman la urgencia y la necesidad de las iniciativas previstas por la UE sobre la auditoría legal esbozadas en la Comunicación de la Comisión de mayo de 2003 “Refuerzo de la auditoría legal en la UE”. Esta propuesta es una de las iniciativas más importantes de dicha Comunicación. Amplía considerablemente el ámbito de la Octava Directiva del Consejo anterior aclarando los deberes de los auditores legales, su independencia y ética, introduciendo la exigencia de un control de calidad exterior, asegurando una

supervisión pública importante sobre la profesión de auditoría y mejorando la cooperación entre organismos supervisores en la UE. La propuesta también establece una base para que exista una cooperación normativa internacional efectiva y equilibrada con organismos supervisores de terceros países tales como el Consejo supervisor de la contabilidad de las empresas públicas de EE.UU. (*US Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB*). Esto resulta crucial porque los actuales mercados de capitales están mundialmente interconectados. Esta propuesta no es una reacción automática a los recientes escándalos empresariales. Es la consecuencia lógica de una reorientación de la política de la UE sobre la auditoría legal que se inició en 1996. No obstante, las ideas iniciales se han adaptado para tener en cuenta los escándalos más recientes. Por ejemplo, la propuesta declara ahora que el auditor del grupo tiene plena responsabilidad del informe de auditoría sobre las cuentas consolidadas de un grupo de empresas y exige un comité independiente de auditoría en todas las entidades de interés público.

Esta propuesta de Directiva ha de situarse en el marco de las medidas de la Unión Europea y en particular dentro de la comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003 sobre “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial de la UE - Un plan para avanzar” [COM (2003) 284 final], así como por la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad a partir del año próximo y de diferentes Directivas sobre la reforma del régimen del mercado de valores.

En los “considerandos” que preceden al texto de la Directiva se nos indica que la falta de un planteamiento armonizado de la auditoría legal en la Comunidad fue la razón por la que la Comisión propuso en su Comunicación de 1998 sobre “La auditoría legal en la Unión Europea, el camino a seguir” (DO C 143 de 8-5-1998, p. 12) la creación de un comité de auditoría que pudiera desarrollar nuevas medidas en estrecha cooperación entre la profesión contable y los Estados miembros. Sobre la base del trabajo de este Comité, la Comisión publicó una Recomendación sobre “Control de calidad de la auditoría legal en la UE” (DO L 91 de 31-3-2001, p. 91) en noviembre de 2000 y una Recomendación sobre la “Independencia de los auditores de cuentas en la UE” en mayo de 2002 (DO L 191 de 19-7-2002, p. 22). Ambas recomendaciones están siendo aplicadas por los Estados miembros. Las cualificaciones de auditoría obtenidas por los auditores legales sobre la base de esta Directiva se consideran equivalentes. No será posible, por lo tanto, que los Estados miembros insistan en que la mayoría de los derechos de voto de una sociedad de auditoría deba corresponder a auditores autorizados a escala local o que la mayoría de los miembros del órgano administrativo o de gestión de una sociedad de auditoría deban estar autorizados a escala local.

La Propuesta, cuyo trámite se pretende sea rápido, prevé que las normas de transposición de la misma se publiquen antes del 1 de enero de 2006 y contiene

una regulación compleja y completa de modo especial sobre la autorización, formación continua y reconocimiento mutuo de los títulos de auditores legales y las sociedades de auditoría. Además se ocupa entre otros aspectos de la ética profesional, la confidencialidad y el secreto profesional así como de la independencia y objetividad de los auditores. Presta igualmente atención la Propuesta de Directiva a las normas de auditoría y a la presentación de la información de auditoría y a los sistemas de control de calidad, con referencia a la supervisión pública de los auditores y sociedades de auditoría. Se trata de una iniciativa de gran alcance en este campo y habrá que esperar si el deseo de la Comisión de ver aprobada su propuesta en un plazo breve logra alcanzarse, como sería de desear.

*Alberto Ayala*

## **10. LA COMISIÓN EUROPEA PUBLICA CUATRO INFORMES DE EXPERTOS INDEPENDIENTES SOBRE LA EVALUACIÓN DEL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS**

El Plan de Acción de Servicios Financieros (“*Financial Services Action Plan*”, FSAP, COM, 99, 232, de 11-05-1999) se ha ejecutado en gran parte ya que 39 de las 42 medidas previstas han sido adoptadas, destacando entre ellas la armonización del régimen de transparencia de los emisores de valores cotizados, la regulación de la negociación de instrumentos financieros que previene los abusos de mercado, la promulgación del Estatuto de la Sociedad Europea y otras medidas dirigidas a facilitar la reestructuración transfronteriza de las sociedades.

La Comisión Europea ha considerado conveniente evaluar la integración de los mercados financieros europeos tras la aplicación del FSAP. Este proceso de revisión se inició, en octubre de 2003, con una primera etapa en la que se constituyeron cuatro grupos integrados por expertos independientes de los diferentes Estados comunitarios al objeto de que elaboraran sendos informes sobre el grado de integración financiera, a resultados del FSAP, de los mercados bancario, de seguros, de valores y de gestión de activos y sobre las medidas que convendría aplicar en el futuro para que continuara el proceso integrador. La segunda etapa del proceso de revisión consiste en un período de consulta e intercambio de pareceres con todas las partes interesadas sobre el contenido de aquellos informes que finalizará el 10 de septiembre de 2004. Seguidamente, los servicios técnicos de la Comisión analizarán los comentarios realizados y publicarán un documento que sintetice las cuestiones esenciales resultantes, sometiendo su parecer al nuevo Colegio de Comisarios.

Los cuatro Informes de Expertos que ahora se someten a comentario reflejan los debates que se realizaron en los grupos respectivos a lo largo de las reuniones mantenidas en Bruselas entre los meses de noviembre de 2003 y abril de 2004. En concreto, se trata de los siguientes:

a) El Informe del Grupo de expertos de valores —del que formó parte el Profesor de la Universidad Complutense Alberto J. Tapia— constata la mayor integración de los mercados de valores europeos y centra su atención en cuestiones procedimentales tales como la necesidad de que toda nueva regulación esté justificada para evitar situaciones de hiper-regulación, la conveniencia de realizar análisis previos de impacto de la regulación en base a un análisis coste/beneficio y de conocer la opinión de los sujetos implicados en el mercado, etc.; y en cuestiones sustanciales, tales como la cooperación internacional, la competitividad no solo en los mercados de valores europeos sino de éstos hacia otros mercados internacionales, el establecimiento de criterios generales paneuropeos de gobierno corporativo que sean compatibles con los diferentes métodos regulatorios y modelos de organización societaria, etc.

b) El Informe del Grupo de expertos de seguros parte de la importancia del sector y de los beneficios que producirá una mayor integración del mismo mediante la libertad de establecimiento o la libre prestación de servicios. El Grupo se ha ocupado de las cuestiones relativas a los principales participantes en el mercado de seguros (consumidores, intermediarios, mutualidades, gestores de fondos de pensiones, reaseguradores, etc.) y recomienda la adopción de acciones para mejorar el funcionamiento del mercado único de seguros y pensiones, tales como la culminación del FSAP, una pausa regulatoria para consolidar la legislación, simplificar y clarificar las cuestiones fiscales, etc. Para ello el grupo insiste en la necesidad de consultar a los sectores y de justificar las nuevas regulaciones sobre pruebas evidentes de su necesidad, así como realizar un análisis prospectivo de su impacto.

c) El Informe del Grupo de expertos en banca parte de la constatación de la integración creciente del mercado bancario europeo y añade que la aplicación efectiva de las medidas adoptadas conforme al FSAP debe ser prioritaria. Destaca las necesidades de convergencia regulatoria y supervisora que resultan de la normativa sobre supervisión de conglomerados financieros y que derivarán de la futura regulación sobre adecuación de capital. Asimismo, identifica los principales obstáculos a la integración transfronteriza de los mercados bancarios, tales como las discriminaciones fiscales o las diferentes reglas de protección de los consumidores bancarios.

d) El Informe del Grupo de expertos en gestión de activos también parte de la importancia cuantitativa del sector y del papel vital que está llamado a jugar en la economía europea, especialmente a la vista de sus expectativas de crecimiento futuro. Por otro lado, se trata de un sector muy heterogéneo con

diferentes estrategias comerciales y objetivos de negocio, lo que exige una regulación muy flexible en orden a facilitar un alto grado de innovación y de competencia. Al igual que los otros grupos, insiste en la procedencia de aplicar de forma efectiva las medidas del FSAP antes de producir nueva legislación.

En conclusión, los cuatro Grupos de Expertos en mercados financieros han coincidido en constatar que el FSAP de 1999 ha tenido efectos positivos en el grado de integración de los mercados europeos, que procede extraer todas las consecuencias de la legislación dictada a resultas de dicho FSAP y que deben evitarse los excesos de regulación. Para ello, toda nueva norma deberá estar justificada por una necesidad constatable en la práctica y deberá venir precedida por una valoración de su impacto en el mercado financiero correspondiente sobre una base de análisis coste/beneficio. Cuando la nueva regulación esté justificada, el proceso normativo deberá ser transparente y abierto a los sujetos interesados en cada caso.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## **11. RÉGIMEN SIMPLIFICADO DE CONTABILIDAD**

Dentro de las distintas modificaciones introducidas en la legislación societaria por parte de la *Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social* y dentro de las referidas al régimen de la contabilidad y auditoría, es interesante la adopción por medio de su art. 105 del llamado “régimen simplificado de la contabilidad”.

Es una medida que enlaza con la introducción de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y que trata de simplificar la contabilidad en empresas de reducida dimensión. La introducción legislativa de las NIC en el Derecho comunitario parte de la iniciativa acordada en el Consejo Europeo de Lisboa de 23 y 24 de marzo de 2000, que dio lugar al *Reglamento (CE) núm. 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad*, derivándose de aquellos trabajos el *Reglamento (CE) núm. 1725/2003 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo*. Recientemente, el Reglamento núm. 1725/2003 se ha visto modificado por el *Reglamento (CE) núm. 707/2004 de la Comisión, de 6 de abril de 2004*. En virtud de éste, se modifica el Anexo que contiene las NIC, para sustituir la SIC-8 por la “*NIF 1: Adopción, por primera vez de las Normas Internacionales de Información Financiera*”, de conformi-

dad con la cual cuando una empresa aplica por primera vez las NIC debe cumplir todas y cada una de las NIC y las interpretaciones en vigor en el momento de esa primera aplicación, si bien dicha aplicación retroactiva cuenta con algunas excepciones en áreas concretas por razones prácticas o bien cuando los costes derivados del cumplimiento superarían con toda probabilidad los beneficios aportados a los usuarios de los estados financieros. En este desarrollo legislativo deben destacarse igualmente la *Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2003*, y la *Directiva 2003/38/CE del Consejo, de 13 de mayo de 2003*, por las que se modifican, entre otras, las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE (la “Cuarta” y la “Séptima”). A este respecto, y para una información más detallada, nos remitimos a la Noticia que se publica en este mismo número.

Para implantar ese “régimen simplificado de la contabilidad” se añade una nueva Disposición Adicional Decimocuarta a la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, según la cual y a la espera de una concreción reglamentaria de ese régimen, se declaraba con cierta solemnidad que empresas de diversa forma jurídica pero caracterizadas por su reducida dimensión económica podrían cumplir la obligación de llevanza de una contabilidad por medio del régimen simplificado. Para ello, se crearían modelos específicos y se adoptarían criterios contables adaptados. Las circunstancias conforme a las que se permitirá acogerse a ese régimen simplificado se basarán en el activo, el importe neto de la cifra anual de negocios y el número medio de trabajadores empleados.

El *Real Decreto 296/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el régimen simplificado de la contabilidad*, ha venido a colmar el vacío reglamentario creado con la promulgación de la referida Disposición Adicional Decimocuarta de la Ley 2/1995. Se consagra su ámbito subjetivo de aplicación a todos los sujetos contables, cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, que debiendo llevar contabilidad ajustada al Código de Comercio, o a las normas por las que se rigen, durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las siguientes circunstancias:

a) Que el total de las partidas del activo no supere un millón de euros. A estos exclusivos efectos, el total activo deberá incrementarse en el importe de los compromisos financieros pendientes derivados de los contratos descritos en el artículo 5.

b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios sea inferior a dos millones de euros.

c) Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a 10.

Los sujetos contables no perderán la facultad de aplicar este régimen si no dejan de reunir, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, dos de las circunstancias a que se refiere el apartado anterior.

Cabe destacar cómo, en contraste con esa regulación, las empresas “de reducida dimensión” vienen definidas por el Artículo Segundo del *Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril, de Medidas de Reforma Económica* (BOE de 26 de abril de 2003), convalidado por Resolución de 8 de mayo de 2003, del Congreso de los Diputados, donde se detalla que las “empresas de reducida dimensión”, a los efectos de la Ley 43/1995, son aquellas con una cifra de negocios en el período impositivo inmediato anterior inferior a 6 millones de euros.

La *Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas* (DOCE L 124, de 20-5-2003), califica las tres categorías sobre la base del número de empleados (menos de 10, 50 y 250, respectivamente) y del volumen de negocios o balance general anuales (no superiores, respectivamente, a los 2, a los 10 y a los 50 millones de euros).

El Real Decreto 296/2004 autoriza así a los sujetos contables (según han quedado definidos antes) a utilizar el libro diario simplificado (conforme al Anexo I) y a presentar las cuentas anuales simplificadas (de acuerdo con el Anexo II), con respeto, en todo caso, de lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad y demás normas contables de aplicación. Se establece igualmente la obligación de aplicar determinadas normas de valoración simplificadas para los contratos de arrendamiento financiero y para el impuesto sobre beneficios. Además, se incluyen otras previsiones, como, entre otras, la Disposición adicional tercera, sobre el cumplimiento de las obligaciones formales tributarias (en particular, respecto del IVA) sin perjuicio de la contabilidad simplificada, o la Disposición adicional cuarta, relativa a la composición de órganos colegiados del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **12. RESOLUCIÓN DEL ICAC SOBRE UTILIZACIÓN DE TÉCNICAS DE MUESTREO Y DE OTROS PROCEDIMIENTOS DE COMPROBACIÓN SELECTIVA**

Se ha publicado en el BOICAC núm. 56 de diciembre/2003 la Resolución de 27 de noviembre de 2003, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se somete a información pública la Norma Técnica de Auditoría

sobre “utilización de técnicas de muestreo y de otros procedimientos de comprobación selectiva”, con el objetivo de lograr evidencia suficiente y adecuada que permita la obtención de un juicio razonable para expresar la opinión requerida en la actividad de auditoría sobre los estados financieros. A estos efectos, y como respuesta a las exigencias de las Normas Técnicas de Auditoría y de las Normas Internacionales de Auditoría, se ha elaborado una norma técnica de muestreo y otros procedimientos de selección de elementos a comprobar, para su tramitación y sometimiento a información pública, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Auditoría de Cuentas. Dicha Resolución puede obtenerse en el BOICAC citado y también en <http://www.icac.mineco.es/consultas/MUESTREO.htm>.

La Resolución, que se ha estructurado en Objeto, Métodos de Selección, y cuatro anexos —uno de ellos consiste en un glosario de términos—, tiene por objeto el establecimiento de las pautas de actuación que ha de seguir el auditor en la utilización de las técnicas de muestreo y de otros procedimientos de selección de aquellos elementos que han de ser comprobados para la obtención de la evidencia que las Normas Técnicas de Auditoría exigen.

Para la obtención de la evidencia de auditoría se requiere una adecuada combinación de pruebas de cumplimiento —que vienen referidas al funcionamiento de los controles— y pruebas sustantivas —exigidas para identificar incorrecciones significativas en las cuentas anuales en relación a sus importes—. Previo a la aplicación de estas pruebas se exige del auditor que evalúe el riesgo de auditoría que es definido como “el riesgo de formular una opinión de auditoría incorrecta cuando existe un error significativo en las cuentas anuales”, y que se compone de tres riesgos: el riesgo inherente a toda actividad contable, previo a la aplicación de los controles internos; el riesgo de control que consiste en que los sistemas de control no impidan la existencia de errores significativos o que estos sean detectados y corregidos; y el riesgo de detección consistente en que los errores significativos no sean detectados por las pruebas realizadas por el auditor. La resolución del ICAC parte de la premisa de que este riesgo existe y que parece no ser viable eliminarlo, pero se exige al auditor que diseñe sus procedimientos para reducirlo a un nivel aceptable (en este mismo sentido la doctrina económica, véase por todos SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDE-RRAMA, J.L., *Teoría y Práctica de la Auditoría I*, Madrid, 2000, p. 271, quien afirma que el objetivo del auditor es obtener que el riesgo se mantenga en un nivel reducido y aceptable). Evidentemente, cuanto mayor sea el riesgo, mayor será la actividad que habrá de realizar el auditor, pero la Resolución parece determinar que si el riesgo de control se ha calificado como máximo no se deben aplicar las pruebas de cumplimiento en cuanto que no tendrán funcionalidad alguna al haberse detectado, desde el principio, un déficit en los mecanismos de control (en este mismo sentido, si bien se afirma en supuestos de riesgo

de control elevado, en *Textos Legales Comentados, Partida Doble* núm. 154 de abril/2004, pp. 94 y 95).

Se deja a juicio del auditor determinar cuáles son los procedimientos para obtener la evidencia de auditoría, que como hemos dicho se hará mediante pruebas de cumplimiento y sustantivas. No obstante, se determina que los métodos a utilizar serán: inspección, observación, preguntas, confirmaciones, cálculos y técnicas de examen analítico. En la realización de esta labor se “recomienda” la selección de muestras a partir de una población dada. A continuación, se determinan los métodos de selección de los elementos a comprobar, dejando que sea el auditor el que en cada supuesto elija cuáles son los más adecuados, pero exigiéndole que haya satisfacción respecto de que los métodos elegidos son efectivos para “obtener la evidencia adecuada para alcanzar los objetivos de la prueba”. Los métodos establecidos son: selección de todos los elementos, selección de elementos específicos, y muestreo.

Respecto de la selección de todos los elementos, parece no recomendarse para el caso de pruebas de cumplimiento, pero sí en determinados supuestos de pruebas sustantivas. En lo que respecta a la selección de elementos específicos, sólo parece indicada cuando existen determinados factores como evaluaciones preliminares, conocimiento del negocio, puesto que al ser una selección efectuada por el auditor existen riesgos ajenos al muestreo. Por ello, se afirma que aunque sea un método eficiente, no es un muestreo, y no pueden extrapolarse sus resultados al conjunto de la población.

El tercer método de selección es el muestreo de auditoría, al cual la Resolución le dedica el grueso de su contenido. En la mayoría de las ocasiones, si se quiere obtener una evidencia válida, suficiente y real para los informes de auditoría, este método es el único medio para conseguirlo, pero incluso en estos supuestos ha de reconocerse la existencia del riesgo de muestreo que, como nos define la Resolución en su Glosario, consiste en “la posibilidad de que la conclusión a la que ha llegado el auditor a partir de una muestra pudiese ser diferente si se hubiese aplicado el mismo procedimiento de auditoría a toda la población”. Al ser el muestreo la aplicación de las labores de auditoría a una selección de algunos de los elementos de la totalidad de las partidas que componen el saldo de una cuenta o de un tipo de transacciones, se obtiene una evidencia de auditoría respecto de los elementos integrantes de la selección efectuada, y se extrapolan a la población de la que se extrajo la muestra, lo que reduce notablemente los costes de la actividad auditora, pero sin poder obviar el referido riesgo de muestreo y también un posible riesgo ajeno al muestreo, motivado por factores que pueden conducir “al auditor a una conclusión errónea por cualquier motivo no derivado del tamaño de la muestra”.

Como ya se recogía en las Normas Técnicas de Auditoría, la Resolución diferencia entre el muestreo estadístico y el no estadístico. El primero, según lo

define el Glosario, es aquél en que hay una selección aleatoria de la muestra y una utilización de la teoría de probabilidades en la evaluación del resultado del muestreo, considerándose no estadístico a todo aquel que no posea ambas características.

Elegido el tipo de muestreo a realizar —elección que queda al juicio profesional del auditor—, se ha de proceder a diseñar la muestra, para lo que se requiere tener en cuenta los objetivos de la prueba y los atributos de la población, teniendo en cuenta que ha de definirse aquello que constituye un error para la evidencia de auditoría, como paso previo para determinar la población que ha utilizarse para extraer la muestra. Respecto de la población, se exige del auditor que se asegure acerca de que es adecuada a la finalidad de la prueba y completa, en cuanto ha de incluir todos los elementos relevantes del período. Se posibilita la realización de una estratificación de la población, como mecanismo para aumentar la eficiencia de la auditoría, con una reducción de la muestra sin que aumente proporcionalmente el riesgo de muestreo (como ejemplo se recoge el centrar la auditoría en los elementos de mayor importe), pero sin que se extrapolen sus resultados a otro estrato. Se aconseja, por otro lado, que en las pruebas sustantivas se realice una selección ponderada por el valor, como mecanismo de eficacia, si bien habría de utilizarse combinándolo con el método de selección sistemática de muestras, que permite cierta aleatoriedad en el muestreo, y por tanto evitar el fraude mediante la utilización de patrones establecidos. En lo que respecta a la configuración del tamaño de la muestra, lo relevante es la determinación del riesgo del muestreo, que conlleva que el auditor deberá aumentar la muestra hasta que consiga un nivel aceptable del mismo. Se recogen en los anexos B y C de esta Resolución ejemplos de factores que influyen en el tamaño de la muestra, tanto en pruebas de cumplimiento como en pruebas sustantivas.

Determinado el tamaño de la muestra, ha de procederse a su selección, para lo cual el auditor ha de asegurarse de que todos los elementos que integran la población tengan posibilidades de ser seleccionados, y que se haga de manera aleatoria —en el muestreo estadístico— o aplicando su juicio profesional, sin sesgo alguno —en el muestreo no estadístico—. El anexo D recoge como principales métodos de selección de muestras la utilización de números aleatorios generados por ordenador o mediante tablas, la selección sistemática y la selección al azar, no siendo, esta última, considerada como apta en caso de muestreo estadístico.

Seleccionada la muestra, el auditor deberá realizar auditoría sobre todos los elementos de la misma. Respecto de los errores detectados, debe tener en cuenta la naturaleza y causa de los mismos, su incidencia en los objetivos determinados, el efecto directo que sobre las cuentas anuales tengan y la efectividad de los sistemas contable y de control interno. Si los errores tienen una característica común, se “recomienda” ampliar la auditoría a todos aquellos

elementos de la población que tengan esa característica. Si los errores se producen por acontecimientos no repetitivos, para determinar que se trata de un error aislado se exige un trabajo adicional que dote de un alto grado de certeza tal afirmación.

En cuanto a la extrapolación de los errores, si se trata de pruebas sustantivas deberá llevarlo a cabo desde la muestra a la totalidad de la población. No obstante, si se trata de errores aislados, podrá excluirse al mismo de la extrapolación a la población. En el supuesto de pruebas de cumplimiento, no se necesita realizar la extrapolación ya que la tasa de error de la muestra será la tasa de error de la población.

Por último, en cuanto a la evaluación de los resultados de la muestra, si estima que debe revisarse su evaluación inicial acerca de la característica de la población comprobada, podrá: solicitar a la dirección investigación de los errores y realización de los ajustes necesarios; modificación de las pruebas de auditoría planificadas; o bien recoger el efecto en el informe de auditoría.

Quisiéramos finalizar reconociendo la oportunidad de la Resolución que ha venido a regular los procedimientos que el auditor ha de emplear para la obtención de evidencia, que únicamente venían referidos en las Normas Técnicas de Auditoría sobre Ejecución del Trabajo, y que esta Resolución viene a desarrollar. No obstante, quisiéramos llamar la atención sobre el hecho de que, a pesar de que con las técnicas de muestreo se pretende reducir los riesgos de auditoría, con ellas aparece el riesgo de muestreo. Pues bien, éste, como ya hemos referido, se define en el Glosario y se determina que puede ser de dos tipos: uno consistente en que “en el caso de una prueba de cumplimiento, el auditor concluya que el riesgo de control es menor del que es en realidad o, en el caso de una prueba sustantiva, concluya que no existe error significativo cuando sí lo hay. Este tipo de error incide en la efectividad de la auditoría y tiene mayor probabilidad de conducir a una opinión incorrecta”, es decir, el auditor no ha localizado los errores en su auténtica dimensión; y el segundo que viene determinado por que “en el caso de una prueba de cumplimiento, el auditor concluya que el riesgo de control es mayor del que es en realidad o, en el caso de una prueba sustantiva, concluya que existe error significativo cuando no lo hay. Este tipo de riesgo afecta a la eficiencia de la auditoría y, por lo general, supondrá la realización de trabajo adicional para acabar comprobando que las conclusiones iniciales eran incorrectas”, es decir, se determina la existencia de errores superiores a los de su auténtica entidad. Lo sorprendente es que dentro del glosario se determine que respecto del segundo tipo de riesgo de muestreo se exija una labor de trabajo adicional cuando el auditor ha detectado errores significativos, y nada se diga en los supuestos en que pudiera darse un error superior al detectado. Parece que la norma ha optado, a la hora de exigir una mayor profundidad en la auditoría, por aquellos supuestos en que se presentan errores, exigiendo ese trabajo adicional que permita asegurar, o no, la exis-

tencia de los mismos, sin hacerlo en los casos en que, dándose, no se detectan o se hace en menor entidad a la real. Aparece con ello el ya clásico debate entre la llamada profecía autocumplida y las expectativas defraudadas (véase, entre otros, los trabajos de FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Posibilidad y contenido de un derecho preconcursal. Auditoría y prevención de la crisis empresarial [art. 209.1.b) LSA]*, Madrid-Barcelona, 2001, y “Sobre la preconcursalidad y la prevención de la insolvencia. El mecanismo de alerta preconcursal”, en ROJO (Dir.), *La reforma de la Legislación Concursal*, Madrid, 2003).

*Alfredo Muñoz García*

### **13. EL DESARROLLO DE LA DIRECTIVA 2003/6/CE SOBRE EL ABUSO DE MERCADO POR EL REGLAMENTO (CE) NÚM. 2273 Y LAS DIRECTIVAS 2003/124/CE Y 2003/125/CE, DE LA COMISIÓN**

La regulación comunitaria del abuso de mercado —concepto que incluye tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación de mercado— ha seguido, en los dos últimos años, el método escalonado establecido en el Informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios (“Informe Lamfalussy”) de 15 de febrero de 2001. En él se señalaba la conveniencia de actuar en cuatro niveles sucesivos correspondientes al establecimiento de los principios marco (nivel 1), a la fijación de las medidas de aplicación de los anteriores principios (nivel 2), a la cooperación entre Estados y autoridades (nivel 3) y a la ejecución de las normas (nivel 4).

Así, en cuanto a la prevención y represión de las prácticas de abuso de mercado, los principios marco del nivel 1 se establecieron por la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (de la que dimos noticia en esta *RDBB*, núm. 91, 2003, pp. 332 y ss.). Siguiendo el método escalonado antes señalado, aquellos principios quedaron pendientes de concreción a través de las medidas de ejecución de la Comisión, que quedó expresamente facultada para ello en distintos preceptos de aquella Directiva, siguiendo el método previsto para el ejercicio de sus competencias en la Decisión 1999/468/CE, del Consejo, de 28 de junio de 1999 (art. 17.2).

En concreto, los principios marco que han sido desarrollados por normas de la Comisión son los siguientes:

1. El art. 8 de la Directiva 2003/6/CE dispuso que “las prohibiciones establecidas en la presente Directiva no se aplicarán a las operaciones con acciones propias en programas de recompra, ni a la estabilización de un instrumento financiero, siempre que la operación se realice de acuerdo con las medidas de ejecución adoptadas de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del art. 17”.

Dichas medidas de ejecución han sido adoptadas por el Reglamento (CE) núm. 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros (DOUE 23-12-2003, pp. L 336/36 y ss.). Este Reglamento, tras ocuparse de su objeto y de las definiciones en el capítulo I, regula los programas de recompra en su capítulo II (ocupándose de su objetivo, de las condiciones, de la información pública y de las restricciones precisas para acogerse a la exención prevista en el art. 8 de la Directiva 2003/6/CE) y la estabilización de un instrumento financiero en su capítulo III (que señala las condiciones temporales, en materia de publicidad y comunicación de la información, específicas de precios y de estabilización secundaria).

2. El punto 2 del art. 1 de la Directiva 2003/6/CE definía la manipulación de mercado y los tres primeros guiones del apartado 10 del art. 6 de la misma Directiva 2003/6/CE señalaban que “para tener en cuenta la evolución técnica de los mercados financieros y garantizar la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del art. 17, medidas de ejecución en lo que respecta a: — las modalidades técnicas de la apropiada divulgación pública de información privilegiada a que se refieren los apartados 1 y 2, — las modalidades técnicas del retraso de la divulgación pública de información privilegiada a que se refiere el apartado 2, — las modalidades técnicas para favorecer un enfoque común en la aplicación de la segunda frase del apartado 2”.

Las anteriores medidas de ejecución han sido adoptadas mediante la Directiva 2003/124/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (DOUE 24-12-2003, L339/70 y ss.). Esta Directiva se refiere a determinados extremos de los dos tipos de conductas irregulares: primero, en cuanto a la información privilegiada, define sus requisitos de precisión y efecto significativo en los precios (art. 1), establece los medios y plazos para la revelación pública de la información privilegiada (art. 2) y determina lo que puede entenderse por intereses legítimos para retrasar la revelación pública de información y los sistemas de confidencialidad que deben establecer en tales casos los emisores (art. 3). Segundo, en cuanto a la manipulación del mercado precisa los conceptos de comportamientos manipuladores

relacionados con señales falsas o engañosas y con el apoyo a los precios (art. 4) y los relacionados con el uso de dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio (art. 5).

3. El sexto guión del apartado 10 del art. 6 de la Directiva 2003/6/CE establecía —con ocasión de la difusión por los emisores de valores de la información privilegiada que les afecte— una habilitación a favor de la Comisión para que ésta pudiera adoptar medidas de ejecución sobre “las modalidades técnicas, para las diferentes categorías de personas a que se refiere el apartado 5, de la presentación correcta de los análisis y demás información en la que se recomienda una estrategia de inversión y de la revelación de sus intereses o conflictos de intereses según lo mencionado en el apartado 5. Dichas modalidades tendrán en cuenta las normas, incluida la autorregulación, aplicables a la profesión de periodista”.

Las anteriores medidas de ejecución han sido adoptadas mediante la Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (DOUE 24-12-2003, L 339/73 y ss.); de la que hemos dado noticia en el número anterior de esta misma *RDBB*.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

---

# BIBLIOGRAFÍA

---

## DERECHO BANCARIO

### — OBRAS GENERALES

BOOS, K.H./FISCHER, R./SCHULTE-MATTLER, H., *Kreditwesengesetz Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften*, 2.<sup>a</sup> ed., Munich (2004), 1.1550 pp.

CLAUSSEN, C.P., *Bank- un Börsenrecht*, 3.<sup>a</sup> ed., Munich (2003), 534 pp.

HERBST, G., *Gesetz über das Kreditwesen. Mit ergänzenden Vorschriften, amtlichen Verlautbarungen und Hinweisen*, 16.<sup>a</sup> ed., Stuttgart (2003), 662 pp.

SAPPIDEEN, R., “The Regulation of Credit, Market and Operational Risk Management under the Basel Accords”, en *The Journal of Business Law* (enero 2004), p. 59.

### — NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

BRANDI, “Die Europäische Aktiengesellschaft im deutschen und internationalen Konzernrecht”, en *NZG* núm. 19 (2003), p. 889.

HORN, N., *Europäisches Finanzmarktrecht. Entwicklungsstand und rechtspolitische Aufgaben*, Munich (2004), 163 pp.

VAN CAUTER, L., “A new EU legislation addressing the emergence of financial services groups: an introduction to the ‘Financial Conglomerates Directive’ of 16 December 2002”, en *Euredia* núm. 2 (2003), p. 165.

### — ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

MEYER-LÖWY, “Eigenkapitalersetzende Sicherheiten und Überschuldung”, en *ZIP* núm. 42 (2003), p. 1.920.

### BANCOS

BAYER/RIEDEL, “Kapitalbeteiligungen an Personengesellschaften und Anlegerschutz – Zugleich ein Beitrag zur Dogmatik der fehlerhaften stillen Gesellschaft”, en *NJW* núm. 36 (2003), p. 2.567.

### CAJAS DE AHORROS

HELMRICH/SCHICK, “Die beliebene Sparkassen-Holding AG – Ein Modell für die Zukunft”, en *BKR* núm. 22 (2003), p. 882.

### COOPERATIVAS DE CRÉDITO

CENTONZE, M., “Fallimento del socio di Banca Popolare e sistemi statutari di autotutela dei crediti della società verso il fallito”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 2.<sup>a</sup> parte (2003), p. 620.

ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

SCHREMPER, R., *Aktienrückkauf und Kapitalmarkt. Eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme*, Frankfurt (2003), 298 pp.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

LIAPPIS, D., *Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse*, Berlin (2003), 247 pp.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

HOFFMANN, J., “Elektronische Handelssysteme nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz – Von zu engen und zu weiten Regelungen”, en *WM* núm. 42 (2003), p. 2.025.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

BRÜCKNER, D., *Online Banking. Sphärenhaftung, Rechtsscheinhaftung, Verschuldenshaftung*, Berlin (2002), pp. IX-231.

MÜLLER, L., *Elektronisches Geld*, Baden-Baden (2002), 112 pp.

RECINE, F., “Legislative policies and standardised agreements in the financial sector: the European Master Agreement”, en *Euredia* núm. 2 (2003), p. 200.

REUTER, M., *Der Fernabsatz und seine rechtliche Ausgestaltung in die Europäischen Union. Die Richtlinie 97/7/EG über der Verbraucherschutz bei Vertragsschlüssen im Fernabsatz sowie der Vorschlag für eine Richtlinie über der Fer-*

*nabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher*, Frankfurt (2003), 269 pp.

RIESENHUBER, K., *System und Prinzipien des Europäischen Vertragsrechts*, Berlin (2003), 660 pp.

ROMAGNOLI, G., “Le clause vessatorie, professionisti, consumatori e contraenti non qualificati. Ipotesi interpretative alla prova dei fatti della giurisprudenza”, en *Nuova giur. civ. comm.*, II (2001), p. 577.

RUSSENSCHUCK, V., *Die Auszahlung von Bargeld an Automaten nach deutschem Zivilrecht*, Berlin (2002), 165 pp.

SALAMONE, L., “Polizze di carico elettroniche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 1.<sup>a</sup> parte (2003), p. 559.

VELTRI, S./ADAMS, M./TURNER, P., “Payments”, en *The Business Lawyer* núm. 4 (2003), p. 1.573.

WILLETT, C./MORGAN-TAYLOR, M./NAIDOO, A., “The Sale and Supply of Goods to Consumers Regulations”, en *The Journal of Business Law* (enero 2004), p. 94.

— **CUENTA CORRIENTE**

CAMPOBASSO, M., “Effetti recettizi ed effetti indiretti della comunicazione dell’estratto conto: sui limiti del principio di ricezione ex art. 1335 c.c.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 2.<sup>a</sup> parte (2003), p.595.

— **PRÉSTAMO**

MANNA, A., “Il delitto di usura nella prospettiva comparatistica: diritto penale interventista versus diritto penale neo-liberista?”, en *Riv. trim. dir. pen. econ.* (2001), p. 889.

TARDIVO, C.-M., “Divieto di anatocismo e mutui bancari. Riflessi per i finan-

ziamenti fondiari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 2.ª parte (2003), p. 520.

— **GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA**

BARNES, J./BYRNE, J., “Letters of Credit: 2002 Cases”, en *The Business Lawyer* núm. 4 (2003), p. 1.605.

MEYER, “Der IDW Prüfungsstandard für Comfort Letters – Ein wesentlicher Beitrag zur Weiterentwicklung des Emissionsgeschäfts in Deutschland”, en *WM* núm. 36 (2003), p. 1.745.

TEGEBAUER, I.-J., *Die Geldkarte. Ein neues Instrument des bargeldlosen Zahlungsverkehres*, Frankfurt (2002), 205 pp.

## DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA UE**

ASSMANN, H.-D./SCHNEIDER, U.H., *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, 3.ª ed., Colonia (2003), 1.498 pp.

BAUMS, T./THOMA, G., *WpÜG. Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Colonia (2003), 800 pp.

BENDER/VATER, “Lückenhaft und unverbindlich – Der Deutsche Corporate Governance Kodex lässt auch nach der Überarbeitung wichtige Kernprobleme der Unternehmensüberwachung ungelöst”, en *DStR* núm. 42 (2003), p. 1.807.

BENDER/VATER, “Überlegungen zur Konzeption von Audit Committees in deutschen Unternehmen”, en *KoR* núm. 11 (2003), p. 490.

BLOCK, “Neue Regelungen zur Corporate Governance gemäss Sarbanes-Oxley Act”, en *BKR* núm. 19 (2003), p. 774.

BÜCHELE, “Risikomanagement des Vorstand als Zeichen ‘gutter’ Corporate Governance”, en *GesRZ* núm. 4 (2003), p. 211.

CALLISON, J.W., “Changed Circumstances: Eliminating the Williamson Presumption that General Partnership Interests Are Not Securities”, en *The Business Lawyer* núm. 4 (2003), p. 1.373.

CARBONE, S.M., “La corporate governance della ‘società europea’ nel reg. N. 2157/2001: tra norme materiali uniformi e tecniche di diritto internazionale privato”, en *Dir. comm. int.* (2002), p. 133.

CULOT, H., “Risque et sécurité dans le nouveau droit du contrôle des marchés financiers: le rôle de l’information”, en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p.405.

DAL, G.-A., “Poursuites et recours: questions de procédure”, en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 295.

FLEISCHER, “Das Haffa-Urteil: Kapitalmarktstrafrecht auf dem Prüfstand”, en *NJW* núm. 36 (2003), p. 2.584.

GIGER, G., *Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht. Grundlagen sowie Anpassungsbedarf in den Bereichen Aktionärsrechte und Unternehmensleitung bei Publikums-gesellschaften*, Zurich (2003), 454 pp.

HUBER, S., *Haftung für Angebotsunterlagen nach dem Wertpapiererwerbs-*

*und übernahmengesetz*, Hamburgo (2002), 374 pp.

HUCKE, A., *Der deutsche Corporate Governance Kodex. Ein Praxis-Leitfaden für Unternehmen und Berater*, Herne (2003), 254 pp.

KERSTING, "Das Audit Committee nach dem Sarbanes-Oxley-Gesetz – Ausnahmeregelungen für ausländische Emittenten", en *ZIP* núm. 44 (2003), p. 2.010.

KEUTGEN, G./DARVILLE-FINET, C., "La réforme des marchés financiers: l'appréciation des entreprises", en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 349.

LETZEL, "Ad-hoc-Publizität: Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz", en *WM* núm. 36 (2003), p. 1.757.

MARTÍN, "Das U.S. Corporate Governance System – Verlust der Vorbildfunktion?", en *NZG* núm. 20 (2003), p. 948.

MÖSSLE, B., *Abschlussprüfer und Corporate Governance*, Frankfurt (2003), 446 pp.

PIJCKE, A.S., "La réforme des marchés financiers: le point de vue des marchés", en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 313.

PONNET, E., "La réforme des marchés financiers le point de vue des banques", en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 375.

PRENGEL, M., *Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet*, Wolfratshausen (2003), 144 pp.

REYNDERS, D., "Les enjeux de la réforme des marchés financiers", en *Revue*

*pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 245.

RIMLE, A., *Recht des schweizerischen Finanzmarktes. Ein Grundriss für die Praxis*, Zurich (2003), 350 pp.

STRAUCH, "Der Sarbanes-Oxley Act und die Entwicklungen im US-Aufsichtsrecht", en *NZG* núm. 29 (2003), p. 952.

STRUNK, G./KOLASCHNIK, H.F., *TransPug und Corporate Governance Kodex. Neue gesellschafts-, bilanz- und steuerrechtliche Anforderungen für die Unternehmenspraxis*, Berlin (2003), 212 pp.

VAN CAUWENBERGE, A., "L'organisation et la surveillance des marchés secondaires belges d'instruments financiers après la loi août 2002", en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 256.

VERHOEVEN, A., "La réforme des marchés financiers: le point de vue de NASDAQ Europe", en *Revue pratique des sociétés* (noviembre 2003), p. 333.

— **OTROS ÓRGANOS  
DE VIGILANCIA Y CONTROL**

MILLER, N., *Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten. Eine vergleichende Analyse*, Frankfurt (2003), 289 pp.

— **RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN  
DE LOS MERCADOS**

FLEISCHER, "Statthaftigkeit und Grenzen der Kursstabilisierung", en *ZIP* núm. 45 (2003), p. 2.045.

MITENTAL/ANDERS, "Erste Erfahrungen mit den neuen Aktienmarktsegment der Frankfurter Wertpapierbörse", en *DStR* núm. 44 (2003), p. 1.893.

WEILER/MEYER, "'Abgestimmtes Verhalten' gemäss Paragraph 30 WpÜG:

Neue Ansätze der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht?“, en *NZG* núm. 19 (2003), p. 909.

— **ADMISIÓN A LA COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN**

ABRAMCZYK, J./CINCILLA, J./HONAKER, J., “Going-Private ‘Dilemma’? – Not in Delaware”, en *The Business Lawyer* núm. 4 (2003), p. 1.351.

GLEISBERG, R., *Börsengang und Unternehmensentwicklung – der Einfluss veränderter Eigentums- und Kontrollstrukturen*, *Going Public Forschungsreihe Band 4*. Wolfratshausen: *Going Public Media AG 2003*, Basilea (2003), 224 pp.

OSTROWSKI, M., *Kapitalmarkt und Wirtschaftsprüfer. Eine empirische Analyse der Wahl des Prüfers bei IPO-Unternehmen und der Kapitalmarktreaktionen auf die Prüferwahl*, Frankfurt (2003), 381 pp.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

BANERJEA, “Due Diligence beim Erwerb von Aktien über die Börse”, en *ZIP* núm. 38 (2003), p. 1.738.

BARTELT, M., *Paragraff 23 WpÜG-Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots*, Frankfurt (2004), 316 pp.

FÖRSTER, H.H., *Die Prospekthafung der organisierten und grauen Kapitalmärkte*, Frankfurt (2002), 257 pp.

MARTENS, K.-P., “Die Unternehmensbewertung nach dem Brundsatz der Methodengleichheit oder dem Grundsatz der Meistbegünstigung”, en *Die AktienGesellschaft* núm. 11 (2003), p. 593.

MEYER, A., “Haftung für Research Reports und Wohlverhaltensregeln für Analysten”, en *Die AktienGesellschaft* núm. 11 (2003), p. 610.

V. BUTTLAR, “Directors’ Dealings: Änderungsbedarf auf Grund der Marktmissbrauchsrichtlinie”, en *BB* núm. 41 (2003), p. 2.133.

VENTORUZZO, M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d’America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milán (2002), pp. XV-308.

— **OPAs**

BLÄTTCHEN, W./WEGEN, G., *Übernahme börsennotierter Unternehmen. Strategie, Unternehmensbewertung, rechtliche Rahmenbedingungen, Steuern und Finanzkommunikation*, Stuttgart (2003), 376 pp.

BÜRIGERS/HOLZBORN, “Haftungsrisiken der Organe einer Zielgesellschaft im Übernahmefall, insbesondere am Beispiel einer Abwehrkapitalerhöhung”, en *ZIP* núm. 50 (2003), p. 2.273.

CÓRDOBA BUENO, M., *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*, Madrid (2003), 277 pp.

HELMIS, S., *Die Regulierung von Unternehmensübernahmen aus Ökonomischer Sicht. Eine Analyse des Übernahmerechts vor dem Hintergrund des institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland*, Lohmar (2003), 286 pp.

KIESEWETTER, “Befreiung vom Pflichtangebotsverfahren bei anschließenden Squeeze Out?”, en *ZIP* núm. 36 (2003), p. 1.638.

PRIESTER, “‘Squeeze-out’ durch Herabsetzung des Stammkapitals auf Null?”, en *DnotZ* núm. 8 (2003), p. 592.

ROTH, “Die übertragende Auflösung nach Einführung des Squeeze-out”, en *NZG* núm. 21 (2003), p. 998.

SEIBT, "Rechtsschutz im Übernahmerecht", en *ZIP* núm. 41 (2003), p. 1.865.

STREISSLE, "Insiderrechtliche Aspekte von Pflichtangeboten", en *BKR* núm. 19 (2003), p. 788.

THAETER, R./BRANDI, T.O., *Öffentliche Übernahmen. Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Munich (2003), 479 pp.

WIESBROCK, "Erfordernis eines Pflichtangebots nach WpÜG bei gleichzeitigem Vorliegen der Voraussetzungen eines Squeeze-out?", en *DB* núm. 48 (2003), p. 2.584.

— **RÉGIMEN DE LOS INSIDER**

BRAUN/ROTTER, "Können Ad-hoc-Mitteilungen Schadensersatzansprüche im Sinne der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung auslösen?", en *BKR* núm. 23 (2003), p. 918.

DONINI, M., "Struttura e offensività delle false comunicazioni sociali (art. 2621 e 2622 c.c.) dopo il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61", en *Cass. Pen.* (2002), p. 1240.

HILDNER, M., *Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen*, Berlin (2002), 199 pp.

LANG, N., *Zivilrechtliche Haftung von Discount-Brokern wegen Verletzung der Informationspflichten aus Paragraff 31 Abs.2 WphG Horzogenrath*, Shaker (2003), 168 pp.

LUNGHINI, G., "La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali", en *Riv. trim. dir. pen. econ.* (2001), p. 993.

OPPITZ, M., *Insiderrecht aus ökonomischer Perspektive*, Viena (2003), 104 pp.

ROTHENHÖFER, "Mitverschulden des unrichtig informierten Anlegers?" – Zur Frage, ob eine Verkaufs- oder Anzeigepflicht des geschädigten Anlegers besteht", en *WM* núm. 42 (2003), p. 2.032.

SPINDLER, "Prime Standard und General Standard – Die Börse als Ersatzgesetzgeber für Quartalsberichte", en *WM* núm. 43 (2003), p. 2.073.

STARKE, T.M., *Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, Baden-Baden (2002), 292 pp.

VÁZQUEZ CUETO, J.C., "Reflexiones críticas sobre la reforma del derecho de información del accionista introducida por la Ley 26/2003, de 17 de julio", en *Derecho de los Negocios* núm. 159 (2003), p. 1.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

BURLI-BORNER, S., *Anlegerschutz bei kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz*, Zurich (2003), 330 pp.

KOCH, P., *Die Haftung des Anlagevermittlers beim Vertrieb von geschlossenen Fonds und anderen Finanzanlagen des Nebenkapitalmarktes*, Frankfurt (2003), 236 pp.

OTT, "Der Ausstieg aus Immobilienfondsbeteiligungen nach neuer Rechtsprechung – Hoffnung für Kapitalanleger", en *DStR* núm. 47 (2003), p. 2.026.

WAGNER, K.-R./v. HEYMANN, "Umgang mit Not leidenden geschlossenen Immobilienfonds – Neuere Entwicklungen", en *WM* números 46 y 47 (2003), pp. 2.222 y 2.257, respectivamente.

## TÍTULOS VALORES

### — TÍTULOS VALORES. EN GENERAL

ELDERSON, F./PERASSI, M., “Collective action clauses in sovereign foreign bonds; towards a more harmonized approach”, en *Euredia* núm. 2 (2003), p. 239.

LAMANDINI, M., “Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 1.<sup>a</sup> parte (2003), p. 519.

REUSCHLE, “Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Recht in Bezug auf intermediar-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung”, en *IPRax* núm. 6 (2003), p. 495.

### — VALORES MOBILIARIOS

#### ACCIONES

ANNUSS/LEMBKE, “Aktienoptionspläne der Konzernmutter und arbeitsrechtliche Bindungen”, en *BB* núm. 42 (2003), p. 2.230.

BAUM, “Rückerwerbsangebote für eigene Aktien: übernahmerechtlicher Handlungsbedarf?”, en *ZHR* núm. 5 (2003), p. 580.

KILIAN, “Vom sinkenden Wert der ‘Goldenen Aktien’”, en *NJW* núm. 37 (2003), p. 2.653.

MIGNONE, G., “‘Tracking shares’ e ‘actions reflect’ como modelli per le nostre ‘azioni correlate’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 1.<sup>a</sup> parte (2003), p. 610.

NOTARI, M., “Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 1.<sup>a</sup> parte (2003), p. 542.

SACHI LODISPOTO, G., “Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 5, 2.<sup>a</sup> parte (2003), p. 541.

TAKAHASHI/KIRCHWEHMEN, “Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien in Japan”, en *RIW* núm. 10 (2003), p. 757.

TEBBEN, J., “Ausgleichszahlungen bei Aktienübergang”, en *Die Aktien-Gesellschaft* núm. 11 (2003), p. 600.

FONT GALÁN, Juan Ignacio, *El derecho de información de los administradores sociales (fundamentación y disciplina)*, prólogo de Manuel OLIVENCIA, editado por la Excma. Diputación Provincial de Córdoba (EPRINSA), Córdoba, 2002.

El complejísimo fenómeno poliédrico de la información encierra en sí un haz de funciones de enorme trascendencia para la vida societaria-empresarial. La información se erige, hoy, en un valor factorial de la propia empresa, un instrumento operativo en el mercado de valores, un instrumento de gestión y control de la empresa y de vigilancia del mercado financiero y, en fin, un medio de defensa para muy distintos núcleos de intereses e interesados (accionistas, obligacionistas, trabajadores, consumidores, etc.). Empero, de entre estos grupos de interesados en conocer lo que acontece *en* y *a* la sociedad, no todos reciben el mismo tratamiento legal. Es más, ni siquiera entre los partícipes de la realidad societaria (esto es, socios y administradores) se produce un trato paritario. Si bien es cierto que ambos —socios y administradores— tienen no ya simplemente un interés por informarse del acontecer societario, sino incluso obligación de dicho conocimiento para el buen ejercer de sus derechos y obligaciones societarias; en cuanto al reconocimiento del derecho de información se refiere, existe una gran asimetría, por cuanto que, mientras que para el socio se recoge expresamente en nuestro Derecho societario su derecho de información, respecto de los administradores la ley, ignominiosamente, calla.

Ahora bien, FONT GALÁN no ve en este silencio legal mera *anomia*, sino que, movido por su intuición de maduro jurista, busca y rebusca el reconocimiento y fundamento, implícito u oculto, del derecho de información de los administradores sociales. Y esto, por mor de la elaboración de un dictamen que, a la sazón, la *Empresa Provincial de Recaudación e Informática (EPRINSA)* —Sociedad anónima unipersonal de capital público perteneciente a la Excma. Diputación Provincial de Córdoba— solicitó al autor, dando origen a esta cuidada monografía.

A la luz de este Dictamen, el profesor FONT va profundizando en la naturaleza y objeto del interés que puedan tener aquéllos que, a título de derecho o facultad, deber u obligación, potestad o función pública, o incluso de responsabilidad, pretendan el amparo o protección jurídica para obtener informaciones sobre datos o asuntos de la sociedad. En el ánimo del autor por encontrar fundamento jurídico (y no ya meramente intuitivo derivado de la propia naturaleza de las cosas, de la naturaleza de la administración social) del derecho de información de los administradores sociales, acude a nuestros Códigos decimonónicos con el ánimo no de encontrar meros “*restos normativos arqueológicos*”, sino, muy al contrario, material normativo vivo, vigente y necesario para “*cubrir*

*lagunas y deshacer incertidumbres*". Así, en la profundidad de los códigos descubrirá, no sin asombro, el prerreconocimiento de este derecho en el artículo 308 del Código de comercio de 1829 (antecedente del artículo 133 del Código de 1885), precepto que reconoce formalmente a los socios colectivos no administradores el derecho de información que, por la naturaleza de las cosas, se le reconoce precedente y naturalmente a los administradores. Dicho con otras palabras, el verdadero significado e interpretación de este precepto estriba en extender a los socios colectivos el implícito y preexistente derecho de información de los administradores basado en su función gestora (*facultas agere* de su *officium*). Esto es, el derecho de información del socio trae causa de un primigenio y autónomo derecho del administrador, otorgado por razón del cargo, que se extiende a todos los colectivos (administradores natos *de iure*, aunque *de facto* no lo sean).

En verdad, el derecho de información no se vincula o concede genéricamente a la mera condición de socio, sino más bien, con carácter específico, a aquella clase o condición de socio legalmente facultado para administrar. Razón esta que explica que, en las sociedades capitalistas, el derecho de información del socio no responsable de las deudas sociales quede debilitado, restringido y remitido por normas dispositivas a los pactos sociales, a la par que se impone a los administradores sociales la obligación de informar sobre lo que se les presume informados, si bien se sigue manteniendo en silencio el derecho a estarlo.

Por lo tanto, se extrae como conclusión el efectivo reconocimiento, en la codificación española, de un derecho de información de los administradores (reverso del derecho del socio a obtenerla de ellos), velado y opaco, pero preconcebido y prefigurado, que el legislador de la segunda mitad del siglo XX no ha establecido formalmente, mientras que lo ha reconocido al socio como uno de sus derechos esenciales. Descubrimiento este que no sólo se halla en los Códigos decimonónicos, sino que, a su vez, se puede encontrar en la obligación de formular cuentas (arts. 37.3.º y 44.8.º C. de c.; 112 TRLSA; 51 LSRL); en la prohibición de competencia (arts. 132.2 TRLSA; 65 LSRL); en los derechos o facultades de información del Comisario del sindicato de obligacionistas (arts. 303 y 304 TRLSA); en la obligación de información de los administradores en caso de fusión o escisión de la sociedad (arts. 238.2 y 258 TRLSA); en el supuesto de conflicto de intereses que afecta a los consejeros de una cooperativa de crédito (art. 24.3 del Reglamento, R.D. 84/1993, de 22 de enero) e, incluso, aun extralimitándose del ámbito territorial de la legislación mercantil y adentrándose en la penal, encuentra FONT en el delito de negación o impedimento de los administradores, sin causa legal, del ejercicio por el socio de los derechos de información, participación en la gestión o control de la actividad

social (art. 293 C.p.) una huella palpable del derecho de información del administrador.

Pero esta obra aquí recensionada no sólo tiene profundidad en cuanto al tratamiento legislativo del derecho de información de los administradores sociales, sino también en cuanto a su evolución jurisprudencial. Y es que, según FONT GALÁN, se puede descubrir el paso desde un primer reconocimiento del derecho de información en aquellos supuestos en los que en la misma persona concurrían las cualidades de socio y administrador a la vez, hasta su afirmación autónoma, pasando por una etapa intermedia en la que se presumía *iuris tantum* el conocimiento informado del administrador social o consejero social.

La afirmación del derecho de información del administrador por parte del Tribunal Supremo nace por sentencia de 9 de mayo de 1986 a la luz de la negativa del administrador ejecutivo a rendir cuentas de su actuación ante los demás administradores, en el supuesto de administración solidaria. La jurisprudencia descubre que el *derecho-facultad*, así como su correspondiente *obligación-deber* de información del administrador social (propio del *officium gestor*), anida en la *obligación de rendición de cuentas* inherente al cargo de administrador, cuyo fundamento legal último se encuentra ni más ni menos que en el abstracto y genérico deber de diligencia (arts. 79 de la LSA de 1951 y 127 del TRLSA).

Mas la labor del Prof. FONT no consiste sólo en buscar, recabar y encontrar sino, además, en crear. El autor, no contento sólo con las respuestas y argumentos jurisprudenciales, realiza un alarde doctrinal, construyendo de forma ordenada y coherente una fundamentación original del derecho de información de los administradores sociales. Así, el derecho de información de los administradores puede y debe encuadrarse sistemáticamente en una doble estructura legal típica del Derecho de sociedades mercantiles, esto es, el estatuto jurídico del administrador o consejero (más concretamente, dentro de los deberes legales de los administradores sociales —artículo 127 de la LSA, deber de diligencia y lealtad—), por un lado, y, por otro, el estatuto jurídico del Consejo de Administración (principio de colegialidad), cobijado bajo la sombra de la *colaboración social*, causa del contrato de sociedad.

La reclamación insistente y unánime de reconocimiento legal expreso del derecho de información para los administradores da cuenta, precisamente, de la crisis del modelo legal de gestión y control de la sociedad mercantil. Crisis que desde las últimas décadas del siglo pasado ha ocasionado una reacción globalizada, conocida por la terminología inglesa *Corporate Governance*, habiendo práctica unanimidad en erigir el derecho de información de los administradores en instrumento decisivo con vistas a alcanzar objetivos fundamentales de la política jurídica. Resumidamente, se puede señalar como dichos objetivos fun-

damentales el reequilibrio de poderes en el órgano de administración; la potenciación de la autenticidad y eficacia de la colegialidad del Consejo de administración, a base de incrementar la participación activa de los consejeros no ejecutivos y de incrementar los supuestos de responsabilidad de los administradores; el reforzamiento de la transparencia y control de la gestión social; y la progresiva vertebración del estatuto del administrador o consejero de la sociedad y del propio Consejo de administración necesarios para promover y asegurar la más plan, eficaz y segura realización del interés de la empresa societaria y la consecución de sus fines particulares de conformidad con los postulados del moderno Derecho de sociedades. Todo lo cual trae como consecuencia la imposición de una intensa obligación de información y el reconocimiento del derecho del consejero a recabar la necesaria para el desempeño de sus funciones.

Quizás sea necesario llamar la atención de la falta en esta monografía de los recientísimos Códigos surgidos en Europa (especialmente, entre otros, el informe Aldama), cuya ausencia no es fruto ni del olvido ni de desidia por el autor, sino por la disfuncionalidad temporal habida entre la elaboración de la obra (invierno de 2001) y su fecha de publicación.

En suma, nos encontramos, sin ningún género de duda, ante un trabajo artesano de obligada referencia, en el que, con la belleza formal y argumentativa con la que el profesor FONT impregna a todas sus obras, entra de lleno, sin miedos ni tapujos, en un tema capital en el régimen de las sociedades, configurador de las fuerzas de poder que laten en su seno.

*José Manuel Serrano Cañas*  
*Universidad de Córdoba*