

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- La insolvencia de las empresas de servicios de inversión. *Rita Largo Gil* 7
- El Reglamento de la Junta General en la Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas (Art. 113 LMV). *Luis Fernández del Pozo* 55
- Los créditos privilegiados en la nueva Ley Concursal. *Abel B. Veiga Copo* 117

CRÓNICA

- La Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido. *Alberto Javier Tapia Hermida* 175
- La supresión (parcial) del secreto bancario en el ámbito de la Unión Europea. *María Jesús Peñas Moyano* 221

JURISPRUDENCIA

- La comisión mercantil: responsabilidad de la entidad comisionista por impago de los valores emitidos por tercero. *Trinidad Vázquez Ruano* 239
- La información de trascendencia tributaria y el secreto profesional de los auditores de cuentas. *Carmen Fernández Rodríguez* ... 267

NOTICIAS

1. Ley de modificación y adaptación a la normativa comunitaria de la legislación de seguros privados. <i>M.^a Rocío Quintáns Eiras</i> ...	287
2. La Directiva 2003/125/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	293
3. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i>	296
4. Desarrollos jurisprudenciales recientes en los EE.UU. sobre el alcance de la responsabilidad del consejo de administración en relación con la retribución e indemnización de sus integrantes y de altos directivos de la compañía. <i>Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo</i>	299
5. La Directiva 2003/71/CE sobre el folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> ..	306
6. Nuevas oportunidades para la segregación de activos en Italia. <i>Eduardo García García</i>	313
7. Cajas de ahorros: informe de gobierno corporativo e información sobre hechos relevantes. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	316
8. Nota informativa sobre la 36. ^a sesión del plenario de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho mercantil internacional (CNUDMI-UNCITRAL). <i>Pilar Barres Benlloch</i>	319
9. Aprobados los Códigos de Conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	332
10. El concepto de “acción concertada” en la normativa alemana sobre opas: la decisión del BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) de 23 de enero de 2004 en el asunto “Beiersdorf”. <i>Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo</i>	334
11. Aprobado el régimen simplificado para la contabilidad de pequeñas y medianas empresas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	336
12. Publicidad del Registro de operaciones sobre acciones propias. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	338

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	341
--------------------	-----

ARTÍCULOS

LA INSOLVENCIA DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN (*)

RITA LARGO GIL

*Profesora Titular de Derecho Mercantil
Facultad de Derecho
Universidad de Zaragoza*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

- 1. Delimitación del tema objeto de análisis.**
- 2. Breves consideraciones sobre el impacto en las Empresas de Servicios de Inversión del repunte de la desconfianza de los inversores en los mercados a comienzos del siglo XXI.**
- 3. Panorámica normativa.**

II. TRATAMIENTO DE LAS SITUACIONES DE CRISIS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN. ESPECIALIDADES.

- 1. Soluciones posibles. Exclusión del régimen general sobre la insolvencia. Sujeción al régimen general, pero con especialidades.**

(*) Este trabajo constituye mi participación en el Libro Homenaje al Profesor Olivencia.

2. Una opción. Especialidades del procedimiento concursal de las Empresas de Servicios de Inversión.

- A) La legitimación activa para solicitar la declaración de concurso.
 - a) *Consideraciones previas. Los presupuestos del concurso.*
 - b) *La legitimación de la CNMV para solicitar la declaración de concurso.*
- B) Los órganos concursales. La administración concursal.

III. ESPECIALIDADES CONCURSALES EN RELACIÓN A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS.

- 1. Consideraciones previas.**
- 2. Régimen de las garantías constituidas en favor de la Sociedad de sistemas.**

- A) El especial derecho de separación.
- B) La exclusión de las acciones de reintegración de la masa.

3. Algunas medidas para la tutela de los inversores.

- A) El especial derecho de separación de los valores.
- B) El privilegio de los inversores.

IV. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

1. Delimitación del tema objeto de análisis

En el marco de la presente obra sobre *Derecho Concursal* dedicada, en merecido homenaje, al Profesor Olivencia, en nuestro trabajo abordamos las especialidades previstas en el ordenamiento jurídico español para el supuesto de que el sujeto afectado por el estado de insolvencia sea una Empresa de Servicios de Inversión (se cita ESI). Esta delimitación subjetiva comporta que nos afecte no solo la reforma del denominado Derecho concursal actuada por la Ley 22/2003, de 9 de julio (BOE de 10 de julio), Concursal (se cita LC), sino también la modificación del Derecho del mercado financiero producida por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (BOE de 23 de noviembre), de Medidas de

Reforma del Sistema Financiero (citada Ley 44/2002). Ha habido que acompañar ambos sectores del ordenamiento, lo que se ha hecho de forma consecutiva, casi simultánea, hecho éste que no es casual si atendemos a la realidad del tráfico, que una vez más ha reclamado la intervención del legislador para afrontar las exigencias del mercado⁽¹⁾. Al menos, por lo que hace a los mercados de valores, inmersos, como es sabido, en una intensa marejada desde mediados del año 2002, al compás del afloramiento a comienzos del siglo XXI de graves abusos de los dirigentes de grandes empresas estadounidenses, quienes en vistas a una mayor capitalización bursátil maquillaron sus cuentas, en lo que se conoce como contabilidad creativa, lo que despertó la desconfianza de los inversores en el mercado que desembocó en una contracción de las inversiones, con las consiguientes pérdidas en las ESI⁽²⁾. De ello dejamos constancia, al

(1) En relación a las entidades de crédito y a las entidades aseguradoras ya se habían introducido especialidades concursales en la década de los ochenta, con reformas en los noventa (en la doctrina véanse, entre otros, LARGO GIL, R., “La tutela de los depositantes ante las crisis financieras de las entidades de crédito. En particular, el supuesto de las cuentas con varios titulares”, *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Tomo III, coordinado por Juan Luis Iglesias Prada, Madrid, 1996, pp. 3325 y ss.; y AA.VV., *Estudios y comentarios sobre la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*, Mapfre, Madrid, 1997, con respecto a los artículos 31.2 y 31.3 de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados). Reformas que es previsible que continúen, a instancias de la necesaria implementación de Directivas comunitarias en vigor y otras en preparación [como la Directiva 2001/17/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros (Diario Oficial n.º L 110 de 20 de abril de 2001), y la nueva Propuesta de Directiva relativa a las ESI, presentada por la Comisión el 19 de noviembre de 2002 y aprobada por el Parlamento Europeo el pasado 30 de marzo].

(2) Véase, en *El País* del 14 de agosto de 2002, una noticia de la agencia EFE rubricada “Las firmas de Bolsa ganan un 15,6% menos”. Según ésta, las sociedades y agencias de valores que operan en la Bolsa de Madrid percibieron 363,54 millones de euros por comisiones en el primer semestre del año, un 15,6% menos que en los mismos meses de 2001. Esa disminución se achaca a la retracción en la inversión ocasionada por la crisis en Argentina y otros países latinoamericanos en los que hay importantes inversiones de empresas españolas y también a la desconfianza generada por los continuos fraudes descubiertos en los últimos meses en grandes empresas estadounidenses. La crisis continúa y aun se acrecienta después del verano dada la concurrencia de dos factores mortales para el sector: la caída de las comisiones, dada la guerra de precios por la saturación del mercado y la competencia interna, y el decrecimiento del volumen de negocio; esto condujo a que a mediados de 2002 el 36% del sector estuviese en situación de pérdidas, lo que obligó a reforzar la vigilancia por parte de la CNMV para recuperar o al menos evitar que siguiera creciendo la desconfianza de los inversores en el mercado (véase el editorial de *El País* de 15 de septiembre “Los intermediarios de la Bolsa entran en crisis”). La percepción de desconfianza en el mercado es confirmada por D. Blas Calzada, presidente de la CNMV, en las declaraciones a *El País* de 1 de septiembre de 2002 bajo el título “La CNMV trata de recuperar su prestigio”, al incluir los menores beneficios de los intermediarios junto a los escándalos contables de EE.UU. y la consiguiente pérdida de confianza de los inversores, como el escenario en el que ha tenido que desenvolverse la CNMV durante el año 2002. Una

menos, en el apartado siguiente, lo que explica la evolución del sector y las medidas legislativas adoptadas en relación al sistema financiero⁽³⁾.

Para el presente trabajo analizamos el régimen jurídico aplicable según la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal y la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero⁽⁴⁾. Nos ocupamos de las especialidades concursales relativas a las ESI, con las oportunas invocaciones al régimen común contenido en la LC. Asimismo, estimamos necesario apelar a la realidad del tráfico, determinante una vez más de los cambios normativos operados en el sistema financiero.

Las especialidades en el ámbito concursal se explican en atención a la índole particular de los sujetos afectados y del sector en el que actúan. El sector es el mercado de valores, necesitado de normas que hagan posible una actuación dinámica y rápida⁽⁵⁾. Los sujetos son las ESI, categoría instaurada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores (citada Ley 37/1998), por la que se implementa en el ordenamiento jurídico español la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables⁽⁶⁾, desarrollada, a

referencia al impacto en el mercado de los escándalos aquí mencionados puede verse en ESTEBAN VELASCO, G., “EL gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n.º 35, septiembre, 2001, pp. 11 y ss., esp. pp. 77-79. Es de rigor advertir que el número de la revista de referencia ha sido publicado con dos años de retraso, por lo que el autor se ha visto obligado a insertar una addenda en la que hace referencia a los fenómenos y a los acontecimientos más actuales.

(3) Véase en SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (“Las llamadas *Stock Options* y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica”, en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen II, Madrid, 2002, pp. 1485-1539) una crítica y llamada de atención sobre los riesgos de ciertas prácticas adoptadas en las sociedades cotizadas.

(4) Con la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE de 10 de julio) ha prosperado la reforma del Derecho concursal español, tan largamente esperada y auspiciada desde todos los sectores. Nos centraremos en la nueva Ley, aun cuando su entrada en vigor, como es sabido, se remite al 1 de septiembre de 2004 (Disposición Final trigésima quinta); sin perjuicio de las oportunas referencias al régimen todavía vigente, a título comparativo.

(5) Vid. en este sentido, SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales recogidas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1998, del Mercado de Valores: una primera aproximación”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 2, 1999, pp. 581 y ss. (p. 582).

(6) Como es sabido, con la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, se llevó a cabo la transposición al ordenamiento español de la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, donde se regula el pasaporte comunitario. Supuso un esfuerzo de homogeneización de la normativa financiera, al buscar el máximo paralelismo de la regulación de las ESI con respecto a la de las entidades de crédito.

su vez, por el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, por el que se aprueba el Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión (en adelante, RD 867/2001). En el Título V de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (se cita LMV), redactado según la Ley 37/1998, se determina que las ESI son Entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros (artículo 62.1 LMV y artículo 1.1 RD 867/2001⁽⁷⁾). Dentro de la categoría de ESI se incluyen las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras (artículo 64 LMV y artículo 1.2 RD 867/2001). Las entidades de crédito no son ESI, aunque la Ley 37/1998 les permite realizar todo tipo de servicios de inversión (artículo 65 LMV). Es sabido que la discriminación entre las socie-

Explicable si consideramos que la Ley 37/1998 permite a las entidades de crédito realizar todo tipo de servicios de inversión, pero no son ESI (artículo 65 LMV). Hemos de recordar que el 19 de noviembre de 2002 la Comisión presentó la propuesta de una nueva Directiva relativa a los servicios de inversión y los mercados regulados; su objetivo es proteger a los inversores y facilitar a las empresas de inversión el desarrollo de su actividad a escala comunitaria. El Comisario Frits BOLKESTEIN la calificó como “la piedra angular del Plan de acción en materia de servicios financieros”, tendente a instaurar un auténtico mercado interior para los servicios financieros. La Directiva propuesta sustituirá a la Directiva de 1993, basada en gran medida en el reconocimiento mutuo y que en la práctica no ha resultado suficiente para garantizar que las sociedades de inversión puedan funcionar a escala comunitaria partiendo de la aprobación en su país de origen. La intensificación de la vinculación entre los mercados financieros nacionales ha supuesto que la Directiva de 1993 ya no preste la protección adecuada al inversor ni garantice suficientemente la eficacia del mercado. La propuesta consiste en una Directiva-marco conforme al acuerdo de febrero de 2002 con el Parlamento Europeo con vistas a modernizar la reglamentación de los mercados de valores de la UE, tras las recomendaciones del Comité de expertos presidido por Alexandre LAMFALUSSY (véase IP/02/195). Por consiguiente, se limita a la exposición de las obligaciones genéricas de alto nivel que las autoridades del Estado miembro deberán aplicar.

(7) Se consideran servicios de inversión (artículo 63.1 LMV) y actividades complementarias (artículo 63.2 LMV) los que siguen, según el artículo 2 del RD 867/2001, “Servicios de inversión y actividades complementarias”:

“1. Las Empresas de Servicios de Inversión, conforme a su régimen jurídico específico, podrán realizar los siguientes servicios de inversión:

- a) La recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.
- e) La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.
- f) El aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta.

2. Las Empresas de Servicios de Inversión, conforme a su régimen jurídico específico, podrán realizar las siguientes actividades complementarias:

- a) El depósito y administración de los instrumentos previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto, comprendiendo la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.

dades de valores y las agencias de valores atiende a la amplitud de los servicios de inversión que pueden realizar y al modo de hacerlo⁽⁸⁾, lo que repercute en el respectivo estatuto jurídico, más exigente en relación a las primeras, lo que no se traslada al plano concursal, con idéntico tratamiento para ambas. En todo caso, hay que convenir en que el sector financiero, dada su singularidad, requiere de ciertas particularidades con respecto al tratamiento de las situaciones de crisis de los sujetos que actúan en el mismo; esto es, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras y las entidades de servicios de inversión aunque sometidas al régimen concursal común, son objeto de ciertas excepciones por lo que

b) El alquiler de cajas de seguridad.

c) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo

d) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.

e) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.

f) El asesoramiento sobre inversión en uno o varios instrumentos de los previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto.

g) La actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión”.

Y en el artículo 3 se indican los “Instrumentos” del modo que sigue: “Los servicios de inversión y, en su caso, las actividades complementarias se prestarán sobre los siguientes instrumentos:

a) Los valores negociables, en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión.

b) Los instrumentos del mercado monetario que sean valores negociables.

c) Los instrumentos del mercado monetario que no sean valores negociables.

d) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

e) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus subyacentes sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

f) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”.

(8) Las sociedades de valores son ESI que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias previstas en el artículo 63 LMV/artículo 2 RD 867/2001. Las agencias de valores son ESI que profesionalmente sólo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella y que podrán realizar los servicios de inversión y las actividades complementarias previstas en el artículo 63 LMV, con excepción de los previstos en el número 1, apartados c) y f), y en el número 2, apartado c) (vid. supra en nota n.º 7).

hace al tratamiento de sus situaciones de insolvencia ⁽⁹⁾/⁽¹⁰⁾. Al respecto, hay que recordar que las entidades de crédito y las entidades aseguradoras cuentan

(9) Así resulta de la polémica Disposición Adicional Segunda de la LC, en la que, bajo la rúbrica “Régimen especial aplicable a entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras”, se dispone lo siguiente: “1. En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal. 2. Se considera legislación especial, a los efectos de la aplicación del apartado 1, la regulada en las siguientes normas:

a) Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (artículo 14 y artículo 15, modificado por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria), así como las normas reguladoras de otros valores o instrumentos a los que legalmente se atribuya el mismo régimen de solvencia que el aplicable a las cédulas hipotecarias.

b) Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo (artículo 16).

c) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en lo que respecta al régimen aplicable a los sistemas de compensación y liquidación en ella regulados, y a las entidades participantes en dichos sistemas, y en particular los artículos 58 y 59).

d) Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (Disposición Adicional quinta).

e) Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España (por lo que respecta al régimen aplicable a las garantías constituidas a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo o de otros Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea, en el ejercicio de sus funciones).

f) Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (disposiciones adicionales décima y duodécima).

g) Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (Disposición Adicional tercera).

h) Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (Disposición Adicional tercera).

i) Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.

j) Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (artículo 68).

k) Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados (artículos 25 a 28, 35 a 39 y 59), y Ley 21/1990, de 19 de diciembre, para adaptar el derecho español a la Directiva 88/357/CEE, sobre libertad de servicios en seguros distintos al de vida y actualización de la legislación de seguros privados (artículo 4).

3. Las normas legales mencionadas en el apartado anterior se aplicarán con el alcance subjetivo y objetivo previsto en las mismas a las operaciones o contratos que en ellas se contemplan y, en particular, las referidas a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, operaciones dobles, operaciones con pacto de recompra o se trate de operaciones financieras relativas a instrumentos derivados”.

El apartado 3 de la presente disposición adicional segunda de la Ley Concursal, ha sido introducido por la Ley 36/2003, de 11 de noviembre (BOE núm. 271, miércoles 12 de noviembre de 2003), de medidas de reforma económica, en su Disposición adicional tercera —“Modificación de la Ley Concursal”—. Esta modificación e la LC, auspiciada desde las instancias financieras, se introduce cuando el presente comentario ya estaba en la fase de composición. Nos limitamos a incorporar el nuevo apartado señalado que atiende a las exigencias formuladas desde el sector financiero, de las que como se verá, nos hacíamos eco.

(10) Acerca de la Disposición Adicional Segunda de la LC, antes de la incorporación a la misma de un apartado 3 por la Disposición adicional tercera de la ley 36/2003, de 11 de noviembre

con ese régimen especial desde hace más tiempo⁽¹¹⁾. Y es que la LMV en su redacción inicial de 1988 no introdujo especialidades concursales para los sujetos regulados en ella. Se introducen con la Ley 37/1998, después de muchos vaivenes⁽¹²⁾, siguiendo la tendencia aproximadora en el tratamiento de los sujetos del sistema financiero. La Ley Concursal de 2003, dentro de la orientación unificadora a la que responde, respeta, de forma discutible, esas especialidades, como queda puesto de relieve a continuación⁽¹³⁾. No obstante, y como se verá,

(BOE núm. 271, de 12 de noviembre), de medidas de reforma económica, véanse DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal sobre el sistema financiero”, *Diario La Ley*, número 5825, 16 de julio de 2003, pp. 1-5; y LARGO GIL, Rita, “Comentario de la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal”, en la obra colectiva *Comentario de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*, coord. por Alberto Alonso Ureba, Juana Pulgar Ezquerro y otros, Madrid, 2003.

(11) Las entidades de crédito y las entidades aseguradoras cuentan con ese régimen especial desde los años ochenta: RD Ley 18/1982, sobre Fondos de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito artículos 31 y ss. de la Ley 26/1988 de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y artículo 31 de la Ley 30/ 1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, y ya en la anterior Ley 33/1984, de Ordenación del Seguro Privado. Instauran las especialidades en el ámbito concursal y aun preconcursal de las entidades financieras; es decir, medidas preventivas y de saneamiento. Véase al respecto FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Sobre la preconcursalidad y la prevención de la insolvencia. El mecanismo de alerta preconcursal”, en VV.AA., *La Reforma de la Legislación Concursal. Jornadas sobre la Reforma de la Legislación Concursal*, Madrid, 6 a 10 de mayo de 2002, dir. por Ángel Rojo, Madrid, 2003, pp. 9 y ss. Del mismo autor, *Posibilidad y contenido de un Derecho preconcursal*, Madrid, 2001, pp. 51 y ss. se refiere a los procedimientos paraconcursoales previstos en la legislación bancaria y de seguros o la del mercado de valores —como la intervención administrativa de la entidad o la intervención o sustitución de sus administradores— bajo la supervisión de un organismo público —Comisión Nacional del Mercado de Valores (se cita CNMV), Banco de España y Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones— se explican en atención a la índole de los sujetos afectados y del sector en el que actúan: los mercados de valores, el mercado del crédito y el sector asegurador.

(12) Las especialidades concursales aparecieron y desaparecieron en los diversos borradores de la posterior Ley 37/1998. Constaban en el Anteproyecto de Ley de 1 de noviembre de 1994 (BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, op. cit., se ocupa de ellas); desaparecen del Proyecto de Ley de 26 de diciembre de 1995, que no prosperó, dada la disolución de las Cortes Generales y tampoco figuraban, esas especialidades, en el Proyecto de Ley de 1997, pero se introducen por vía de enmiendas.

(13) Lo que es coherente con el propósito que se propugna en la Exposición de Motivos de la LC, apdo. I, párrafos séptimo y octavo, donde se dice lo siguiente: “La reforma no supone una ruptura con la larga tradición concursal española, pero sí una profunda modificación del derecho vigente, en la que se han tenido en cuenta las aportaciones doctrinales y prelegislativas realizadas en el ámbito nacional y las más recientes concreciones producidas en la legislación comparada, así como los instrumentos supranacionales elaborados para la unificación y la armonización del Derecho en esta materia. // El resultado de esa delicada tarea es un texto legal que se propone corregir las deficiencias del anterior derecho con soluciones en las que puede apreciarse

con la Disposición Adicional Segunda de la LC se quiebra en cierta medida el fundamento de las especialidades aquí referidas; esto es: se trata de “inmunizar” en la medida de lo posible al mercado de valores de las “intrusiones” del Derecho concursal ⁽¹⁴⁾.

A la orientación unificadora, ya señalada, y de prevención de la nueva LC responde la definición de la “insolvencia”, configurada como presupuesto objetivo para la declaración en concurso de, en nuestro caso, una ESI (vid. infra II). De este modo, quedan superados los problemas que se planteaban para la definición del presupuesto objetivo de la quiebra con el régimen jurídico anterior.

En todo caso, anticipamos ya que en el tema objeto de nuestra atención no se produce con la LC una reducción considerable del apartado de las especialidades. Así se constata mediante la comparación del artículo 76 bis de la LMV según la redacción dada por la Ley 37/1998 y las disposiciones de la LC que nos interesan (vid. infra 3).

el propósito de coordinar la originalidad del nuevo sistema concursal con su armónica inserción en el conjunto de nuestro ordenamiento, preocupación a la que responde el cuidado puesto en las disposiciones adicionales, transitorias, derogatoria y finales que cierran la presente Ley”. Y por lo que hace a las disposiciones adicionales, en el apdo. XII se afirma lo que sigue: “La profundidad de la reforma tiene su más clara expresión en las disposiciones adicionales... se pretende así armonizar el derecho vigente con la reforma introducida por esta ley y, al propio tiempo, limitar el ámbito de ésta a la materia concursal...”. En todo caso, y por lo que nos interesa, se mantiene que “La Ley ha respetado la legislación específica aplicable a las entidades de crédito, a las aseguradoras y a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de compensación de valores o instrumentos financieros derivados, en gran parte impuesta por el Derecho de la Unión Europea, y que afecta a determinados aspectos del concurso. Sólo en defecto de normas especiales y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza de aquellos sistemas, se aplicarán en esta materia las de esta Ley”. Lo cierto es que este último párrafo no es coherente con la Disposición Adicional Segunda de la LC (vid. supra en nota n.º 9). Se mantiene desde el texto del Anteproyecto de LC, de 2001, en cuya Disposición Adicional Tercera —la actual Disposición Adicional Segunda— con la misma rúbrica que en el texto final, en su primer apartado establecía que la Ley Concursal se aplicará *con carácter supletorio* en aquellas materias que estuvieren reguladas por legislación especial, con lo que se mantenía la vigencia de tales normas en tanto que legislación especial, sin limitaciones de índole subjetiva, esto es, no sólo para las entidades de crédito, las entidades aseguradoras y las empresas de servicios de inversión, como sucede con el tenor literal del texto final de la Disposición Adicional Segunda.

⁽¹⁴⁾ Ese es el objetivo de las especialidades, según SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales recogidas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1998, del Mercado de Valores: una primera aproximación”, *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 2, 1999, pp. 581 y ss., p. 583. Pero la Disposición Adicional Segunda de la LC (véase transcrita en nota n.º 9) está llamada a provocar unos efectos indeseables en el sistema financiero, tal como señalan DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal sobre el sistema financiero”, *Diario La Ley*, número 5825, 16 de julio de 2003, pp. 1-5.

2. Breves consideraciones sobre el impacto en las Empresas de Servicios de Inversión del repunte de la desconfianza de los inversores en los mercados a comienzos del siglo XXI

Desde inicios del año 2002 todos los medios de comunicación han ido poniendo de relieve los fraudes producidos en grandes empresas estadounidenses, lo que ha provocado una gran desconfianza de los inversores en los mercados de valores con la consiguiente retracción de la inversión⁽¹⁵⁾. Y es que la contabilidad de esas empresas no se correspondía con el valor real de las mismas y, por tanto, estaban sobrevaloradas en Bolsa. Esto pudo ser posible por la connivencia de los auditores de las firmas afectadas con los directivos de esas grandes empresas⁽¹⁶⁾, quienes, deseosos de satisfacer sus intereses personales (por ejemplo, a través de *Stock Options*) recurrieron a estrategias contables para presentar a sus respectivas empresas ante el mercado en situación saneada, con lo que resultaron defraudados miles de inversores y el mercado de valores estadounidense (Wall Street) sufrió una gran sacudida que provocó la intervención de la *Securities and Exchange Commission* (SEC)^{(17)/(18)} y también la

(15) Véase como muestra, en *El País*, de 20 de julio de 2002, “El pánico vendedor hunde las bolsas por los escándalos y los resultados empresariales. Wall Street pierde el 4,64%, la mayor caída desde el 11-S, y arrastra al resto de mercados mundiales”. Y en *El País*, de 29 de agosto de 2002, el editorial de Rafael VIDAL, “Crisis de confianza”, en la que afirma lo siguiente: “Los mercados de valores han perdido la batalla de la confianza, tanto en Estados Unidos como en Europa, y las cotizaciones caen con fuerza a uno y otro lado del Atlántico”.

(16) Mencionamos algunas de las grandes empresas de auditoría incursas en los escándalos: ANDERSEN. Auditor de Enron, Global Crossing y WorldCom, fue procesado en marzo por obstrucción a la justicia en el “caso Enron”, lo que desencadenó un éxodo de clientes, socios internacionales y propietarios al que dio el empujón final el veredicto de culpabilidad dictado el 15 de junio de 2002. La sentencia fue dictada el 11 de octubre de 2002, pero la firma dejó de auditar compañías cotizadas el 31 de agosto, aunque ya era historia.

MERRILL LYNCH. El primer broker de Estados Unidos aceptó el 21 de mayo pagar 100 millones de dólares de multa e introducir cambios en su modo de operar tras probarse que sus analistas recomendaban en público inversiones que despreciaban en privado. Eliot Spitzer, el fiscal general de Nueva York que sancionó a Merrill Lynch, investiga a otros bancos de inversiones por análogos conflictos de intereses entre analistas y bancarios.

(17) En apenas siete meses se destaparon irregularidades contables en más de una decena de grandes corporaciones. Desde principios del año 2002 han transcendido bombazos financieros de muy diverso tipo (hinchamiento de balances, abuso de información privilegiada, evasión de impuestos, conflictos de intereses...) (vid. en *El País* de 8 de julio de 2002 “Los escándalos de las empresas en EE.UU.”).

(18) Vid. en *El País* de 28 de julio de 2002 (“La contabilidad creativa es el puro engaño”), las declaraciones de Blas CALZADA, Presidente de la CNMV: “La contabilidad creativa es el puro engaño. Cuando hay millones de accionistas, evitar las malas prácticas contables es fundamental para que el sistema legal funcione. Lo mismo que la buena auditoría. Además no hay nada que lo pueda suplantar. Cuando se dijo que las empresas de Internet se analizaban de una manera diferente fue un error grave, que ha llevado a la situación actual”.

adopción de medidas legislativas por la Cámara de Representantes y el Senado de EE.UU. (la nueva ley contra el fraude empresarial)⁽¹⁹⁾. Son muchos los supuestos que podríamos traer a este lugar, pero como muestra cabe citar estos⁽²⁰⁾: paradigmático fue el caso de la empresa energética Enron, y luego siguieron, entre otros, el de la telefónica WorldCom, de Global Crossing, de Adelphia, de Tyco, de Xerox, de AOL Time Warner⁽²¹⁾, etc.

(19) Véase *El País* de 25 de julio de 2002. George W. BUSH mostró su disposición a firmarlo. El consenso político permite elevar a 20 años las condenas de cárcel para los directivos acusados de fraude empresarial. Se crea también un organismo para investigaciones contables que será independiente en su funcionamiento, pero trabajará en coordinación con la Comisión del Mercado de Valores (SEC). Los empresarios tendrán que desvelar inmediatamente la venta de sus acciones. De hecho, el 29 de agosto entró en vigor la nueva normativa contable de la SEC, la denominada ley Sarbanes-Oxley, que busca mejorar la calidad de la información que facilitan las empresas al organismo supervisor de los mercados bursátiles para devolver la confianza a los inversores, después de los recientes escándalos financieros de compañías estadounidenses como Enron y WorldCom. La normativa obliga a que consejeros delegados y directores financieros certifiquen, bajo juramento, la veracidad de las cuentas que presentan a la SEC.

Asimismo, se reducen los plazos para la presentación de los resultados. Aquellos correspondientes al trimestre se deberán aportar como máximo 35 días (antes 45) después del cierre del período, y los semestrales a los 60 días (antes 90). También los ejecutivos deberán informar en dos días de la compraventa de acciones que realicen de su compañía (véase la noticia en *El País* de 29 de agosto de 2002). Y dentro del marco del reforzamiento de la transparencia del mercado financiero y tal como estaba previsto en el Título I (Section 101-109) de la *Sarbanes-Oxley Act* en EE.UU. ha sido instituido el *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), organismo de vigilancia dedicado exclusivamente a controlar la actividad y el funcionamiento de las sociedades de auditoría (véase la noticia en *Riv. soc.*, marzo-junio, 2003, pp. 649-650).

La SEC ha dictado en enero de 2003 nuevas disposiciones, con base en la *Sarbanes-Oxley Act* (véase la noticia en *Riv. soc.*, enero-febrero, 2003, pp. 301-304).

(20) Véase *El País* de 8 de julio de 2002.

(21) Véase *El País* 20 de julio de 2002 bajo la rúbrica: "Demanda contra AOL por engaño a los accionistas". AOL Time Warner se enfrenta a una demanda colectiva presentada ante un tribunal de Nueva York en la que se le acusa de engañar a sus accionistas con promesas no cumplidas, según anunció el gabinete de abogados Milberg Weiss, que realiza la acusación. La acción judicial se lleva a cabo horas después de que se conociera un supuesto caso de fraude contable de America Online. La denuncia comprende el período del 18 de abril de 2001 al 24 de abril de este año, fecha en que la compañía anunció pérdidas récord por valor de 54.400 millones de dólares (unos 53.600 millones de euros). Según el gabinete, los responsables de AOL Time Warner hicieron en varias ocasiones declaraciones 'falsas y engañosas con respecto a la empresa (...) y a la proyección de resultados'. El brillante futuro de imparable crecimiento e incontables sinergias entre las tecnologías de Internet y los productores clásicos de contenidos que prometía la fusión de AOL y Time Warner ha recibido su certificado de defunción. Tras la salida de Robert Pittman, director gerente y ex presidente de AOL, y la reestructuración de la cúpula de la primera compañía de comunicación del mundo, el control queda en manos de dos veteranos procedentes de Time Warner, que no gustaban de la centralización que pretendía Pittman ni de la palabra sinergia.

En la más reciente historia del sistema financiero español, como es sabido también se han producido algunos escándalos que han afectado a la confianza de los inversores en los mercados de valores y a la credibilidad de la CNMV, en tanto que órgano supervisor de los mismos⁽²²⁾. El caso AVA, en 1993 (agencia de valores) y el caso Gescartera, en el 2001 (“Gescartera Dinero, agencia de valores, S.A.”) resuenan en nuestros oídos por sus repercusiones políticas y penales, además de por los efectos legislativos que, no sin polémica (recordemos la polémica sobre la retroactividad del sistema de garantía de los inversores⁽²³⁾), propiciaron⁽²⁴⁾ y todavía, propi-

AOL, la estrella más rutilante de Internet, pactó la compra de Time Warner, un clásico de los viejos medios de comunicación, en enero de 2000, cuando la capitalización bursátil conjunta llegaba a los 319.000 millones de dólares (190.000 de AOL y 129.000 de Time). Pittman, con el apoyo de Steve Case, el fundador de AOL, presentó aquella fusión como un complemento natural destinado a crear la que sería la primera compañía del futuro, con integraciones de todo tipo y crecimientos anuales por encima del 20%. La crisis económica de 2001, con sus efectos sobre la publicidad, se llevó por delante los planes de crecimiento. Además, las culturas de Internet y de los viejos medios no casaban. Time Warner no aceptó los intentos centralizadores de Pittman, director gerente del nuevo grupo, sancionados por Gerald Levin, el presidente de Time Warner que lo fue de AOL Time Warner hasta el pasado mes de mayo. Desde el promotor 2000 hasta el pasado jueves, AOL Time Warner ha estado deslizándose por el tobogán hasta los 55.000 millones de capitalización bursátil, valor que los analistas atribuyen casi en su totalidad a la parte Time Warner, lo que deja a AOL con un valor próximo a cero. Ayer perdió un 9,96% de su cotización. Richard Parsons, sucesor de Levin y también procedente de Time Warner, ha decidido dar un golpe de timón, tras inducir la salida de Pittman.

(22) Véanse algunas referencias en las declaraciones de Blas CALZADA, sustituto de Pilar VALIENTE en la presidencia de la CNMV a raíz del escándalo Gescartera (*El País* de 28 de julio de 2002).

(23) Lo que trasciende al Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, que, vigente desde el 5 de agosto de 2001, retrotrae la cobertura de los Fondos de Garantía de Inversores al 1 de julio de 1993 (vid. Disp. Final Cuarta), con lo que se extendía a los afectados por el caso AVA.

(24) Refiriéndonos a Gescartera, recordemos que la intervención de la agencia de valores Gescartera el 14 de junio de 2001 destapó una estafa de grandes dimensiones, con derivaciones políticas y judiciales. Las primeras provocaron las dimisiones de Enrique GIMÉNEZ-REYNA como secretario de Estado de Hacienda, y de Pilar VALIENTE como presidenta de la CNMV, además de la constitución de una comisión parlamentaria de investigación. En el plano judicial, la juez de la Audiencia Nacional Teresa PALACIOS, decretó el ingreso en prisión de Antonio CAMACHO, propietario de Gescartera, y de Pilar GIMÉNEZ-REYNA, presidenta de la agencia, si bien esta última quedaba en libertad bajo fianza el 27 de febrero de 2002, tras permanecer 162 días en prisión. Gescartera ha dejado un agujero calculado en algo más de 108 millones de euros, unos 18.000 millones de pesetas.

cian⁽²⁵⁾. El más reciente es el asunto “EUROBANK”, todavía en plena ebullición.

3. Panorámica normativa

En la Unión Europea no hay una normativa específica sobre la insolvencia de las ESI, aunque parece que se opta por su exclusión del régimen concursal común⁽²⁶⁾. En todo caso, sí que hay un conjunto normativo, en vigor o en fase de proyecto, que se refiere al tema, de manera directa o colateral. Así es, existen varias Directivas en vigor, algunas ya implementadas en nuestro ordenamiento y en los de los demás países miembros, relativas a medidas preventivas —la denominada supervisión preventiva⁽²⁷⁾— y a otras medidas consecutivas —como es la garantía de

(25) No de manera directa, pero sin duda en evitación de la repetición de nuevos escándalos en el sistema financiero español, y dentro del marco mundial, sensibilizado ante los escándalos estadounidenses, ha sido adoptada con gran celeridad la Ley 26/2003, de 17 de julio (BOE de 18 de julio), por la que se modifican la LMV y la Ley de sociedades anónimas con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

(26) Así resulta del Reglamento (CE) n.º 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia (DOCE n.º L 160, de 30 de junio de 2000). En su considerando 9 dice lo siguiente: “El presente Reglamento debería ser aplicable a los procedimientos de insolvencia, independientemente de que el deudor sea una persona física o jurídica, un comerciante o un particular. La lista de los procedimientos de insolvencia para los que el presente Reglamento es de aplicación figura en los anexos. Los procedimientos de insolvencia relativos a empresas de seguros, entidades de crédito, organismos de inversión que posean fondos o valores negociables de terceros y organismos de inversión colectiva deberían estar excluidos del ámbito de aplicación del presente Reglamento. Dichos organismos no deberían estar contemplados en el presente Reglamento dado que están sujetos a regímenes especiales y que, en parte, las autoridades nacionales de control disponen de amplias competencias de intervención”. De aquí que en su artículo 1 —Ámbito de aplicación— establezca lo que sigue: “1. El presente Reglamento se aplicará a los procedimientos colectivos fundados en la insolvencia del deudor que impliquen el desapoderamiento parcial o total de este último y el nombramiento de un síndico. 2. El presente Reglamento no se aplicará a los procedimientos de insolvencia relativos a las empresas de seguros y a las entidades de crédito, *ni a las empresas de inversión que presten servicios* que impliquen la posesión de fondos o de valores negociables de terceros, ni a los organismos de inversión...”.

(27) Mencionamos la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, DOCE n.º L 141 de 11 de junio de 1993, pp. 0027-0046 [Acerca de su recepción por los Estados miembros véase WYMEERSCH, E., “Il recepimento delle Direttive europee sui servizi di investimento nell’ordinamento degli Stati Membri”, *Riv. soc.*, núms. 2-3 (1997), pp. 400 y ss.]; y la Directiva 2002/87/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión

los inversores⁽²⁸⁾—; asimismo, hay una Directiva sobre los abusos en el mercado de valores⁽²⁹⁾ y luego otra en proyecto, que afecta a alguna vigente, tendente, en general, a propiciar la competencia entre las empresas de inversión y la tutela de los intereses de los inversores⁽³⁰⁾.

En España la normativa vigente está contenida en el artículo 76 bis de la Ley del Mercado de Valores, según redacción de la Ley 37/1998⁽³¹⁾. Ese pre-

de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, DOCE n.º L 35/1, de 11 de febrero de 2003.

(28) Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, DOCE n.º L 084 de 26 de marzo de 1997, pp. 0022-0031.

(29) 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), DOCE n.º L 96, de 12 de abril de 2003.

(30) Propuesta de una nueva Directiva relativa a los servicios de inversión y los mercados regulados, presentada por la Comisión el 19 de noviembre de 2002, dirigida a la modernización de la Directiva sobre servicios de inversión. Ha sido aprobada por el Parlamento Europeo el pasado 30 de marzo.

(31) El artículo 76 bis Ley Mercado de Valores, según redacción de la Ley 37/1998, establece lo siguiente:

“1. Cuando una ESI se presente en suspensión de pagos con arreglo a la Ley de 26 de julio de 1922, el nombramiento de interventores habrá de recaer en personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en otras personas propuestas por la misma. A tal efecto, el Juzgado oficiará a la citada Comisión Nacional, que comunicará la identidad de las personas que hayan de ser nombradas.

De igual modo se realizará la designación de la persona o personas que hayan de actuar como administradores, cuando se den los supuestos del primer párrafo del artículo 6 de la citada Ley de Suspensión de Pagos y se proceda a la suspensión y sustitución de los órganos de administración de la entidad suspensa.

La retribución de los interventores o administradores podrá ser anticipada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando concurren circunstancias excepcionales y ésta sea la única manera de asegurar la continuación ordenada del procedimiento. La Comisión Nacional del Mercado de Valores no gozará de privilegio especial para el cobro de las cantidades que hubiese anticipado.

2. Cuando una ESI sea formalmente declarada en estado de quiebra, de conformidad con las normas del Código de Comercio y la Ley de Enjuiciamiento Civil, el nombramiento de comisario y depositario habrá de recaer en personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en otras personas propuestas por la misma. A tal efecto, el Juzgado oficiará a la citada Comisión Nacional, que comunicará la identidad de las personas que han de ser nombradas. El nombramiento de al menos uno de los síndicos será hecho por el juez, a propuesta de la sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones, una vez que éste haya satisfecho sus indemnizaciones.

Lo dispuesto en el número anterior sobre retribución de los Interventores y administradores de las entidades suspensas será aplicable a los comisarios y depositarios de las entidades en quiebra.

cepto es objeto de una nueva redacción con la LC ⁽³²⁾, en coherencia con el planteamiento unificador que subyace a la misma, pero como se verá se conservan las especialidades más relevantes introducidas en la LMV con la Ley 37/1998, bien que dispersas dentro de la LC y no concentradas en el mencionado artículo 76 bis LMV. Entre esas especialidades mencionamos las siguientes: la legitimación activa de la CNMV para solicitar la declaración en estado de insolvencia de una ESI y la colaboración de la citada Comisión con la autoridad

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para solicitar la declaración de estado de quiebra de las ESI, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por la misma, resulte que el pasivo de la compañía es superior a su activo y que ésta se encuentre en una situación de incapacidad para hacer frente a sus acreedores.

Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubiese acordado la sustitución del órgano de administración de la entidad, los administradores provisionales podrán solicitar tanto la declaración de quiebra, como la de suspensión de pagos de la entidad.

En ninguno de los casos mencionados en los párrafos anteriores será necesaria la ratificación de la solicitud por parte de la Junta General de la entidad, y los administradores provisionales designados, en su caso, podrán ser nombrados comisarios, depositarios, síndicos o interventores.

4. Con carácter previo a la declaración de estado de quiebra de una ESI, tanto si ha sido solicitada por la propia entidad como por acreedor legítimo, el Juzgado ante el que se siga el procedimiento solicitará informe a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la situación de la entidad. El informe deberá emitirse en el plazo máximo de siete días hábiles y basarse tanto en los estados contables que periódicamente deben remitir a la misma las citadas entidades, como en cualquier otra documentación o información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Junto con el citado informe se remitirá al Juzgado copia de los estados contables, públicos y reservados, de las cuentas anuales y de los informes de auditoría correspondientes a los dos últimos ejercicios, salvo que la entidad no los haya remitido o fuera de reciente creación, en cuyo caso se remitirá la información que, referida al plazo indicado, esté disponible en ese momento. El Juzgado, cuando lo considere necesario para adoptar su resolución, podrá solicitar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores le remita información contable relativa a períodos anteriores al indicado.

5. La regulación prevista en este artículo será también de aplicación cuando se trate de sucursales en España de empresas de servicios extranjeras, y se dé alguno de los supuestos de hecho contemplados en este sentido. Ello se entiende sin perjuicio de las competencias que tengan atribuidas las autoridades judiciales y administrativas extranjeras y de la colaboración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y demás autoridades españolas”.

(32) Según la Disposición final decimoctava.5 de la Ley Concursal el artículo 76 bis LMV queda reducido al siguiente tenor: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para solicitar la declaración de concurso de las ESI, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por los servicios de la propia Comisión, resulte que se encuentran en estado de insolvencia conforme a lo establecido en la Ley Concursal”.

judicial en distintos momentos del procedimiento⁽³³⁾. Asimismo hay que contar con el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores y el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, por el que se aprueba el Régimen Jurídico de las ESI.

II. TRATAMIENTO DE LAS SITUACIONES DE CRISIS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN. ESPECIALIDADES

1. Soluciones posibles. Exclusión del régimen general sobre la insolvencia. Sujeción al régimen general, pero con especialidades

La situación de crisis de las ESI puede ser abordada desde el régimen concursal general, aunque con ciertas especialidades dada la índole de los suje-

(33) Vid. artículo 21.5, párrafo 2.º de la LC, teniendo en cuenta antes el régimen común contenido en el punto 2 del mencionado precepto: “El auto producirá sus efectos de inmediato, abrirá la fase común de tramitación del concurso, que comprenderá las actuaciones previstas en los cuatro primeros títulos de esta ley, y será ejecutivo aunque no sea firme”. En el apartado 5 se dispone: “El auto se notificará a las partes que hubieren comparecido. Si el deudor no hubiera comparecido, la publicación de los edictos a que se refiere el artículo 23 producirá, respecto de él, los efectos de notificación del auto. *Si el concursado fuera una entidad de crédito o una ESI participante en un sistema de pagos y de liquidación de valores o instrumentos financieros derivados, el auto se notificará, en el mismo día de su fecha, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al gestor de los sistemas a los que pertenezca la entidad afectada, en los términos previstos en la legislación especial a que se refiere la Disposición adicional segunda*”.

Y también en relación a la constitución de la administración concursal en el artículo 27.2, bajo la rúbrica “Condiciones subjetivas para el nombramiento de administradores concursales”, se dispone lo siguiente:

“1. La administración concursal estará integrada por los siguientes miembros:

- 1.º Un abogado con experiencia profesional de, al menos, cinco años de ejercicio efectivo.
- 2.º Un auditor de cuentas, economista o titulado mercantil colegiados, con una experiencia profesional de, al menos, cinco años de ejercicio efectivo.
- 3.º Un acreedor que sea titular de un crédito ordinario o con privilegio general, que no esté garantizado. El Juez procederá al nombramiento tan pronto como le conste la existencia de acreedores en quienes concurran esas condiciones. (...)

2. *Por excepción a lo dispuesto en el apartado primero:*

1.º En caso de concurso de una entidad emisora de valores o instrumentos derivados que se negocien en un mercado secundario oficial, de una entidad encargada de regir la negociación, compensación o liquidación de esos valores o instrumentos, *o de una ESI*, en lugar del economista, auditor o titulado mercantil, *será nombrado administrador concursal personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otra persona propuesta por ésta de similar cualificación, a cuyo efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al Juez la identidad de aquella*. El abogado y el miembro de la administración concursal representante del acreedor serán nombrados por el Juez a propuesta del fondo de garantía al que esté adherida la entidad o quien haya asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores”. (La cursiva es nuestra).

tos, o bien desde un régimen concursal particular de las empresas de inversión, con sustracción de tales empresas de los procedimientos concursales generales ⁽³⁴⁾. Tal como hemos indicado, esta segunda parece ser la opción del Reglamento comunitario sobre insolvencias y de algunos ordenamientos nacionales (como el italiano y el portugués); al respecto, se argumenta que las autoridades nacionales de control disponen de amplias competencias de intervención ⁽³⁵⁾. Lo que no es definitivo para la exclusión de las ESI del régimen concursal general, dado el riesgo de que esas autoridades incurran en comportamientos irregulares, con el consiguiente perjuicio de los inversores, de lo que la reciente historia financiera española nos deja ejemplos destacables (AVA y Gescartera, como más notables por el escándalo social que generaron). Es indudable que esto ha podido pesar en el legislador español al aprobar la LC. Lo que se impone es coordinar la apertura de un procedimiento concursal de las ESI con el control público al que están sometidas ⁽³⁶⁾.

Nuestra presentación del apartado I ya denota que el legislador español ha realizado una opción en cuanto al tratamiento normativo de la insolvencia de las ESI. Esto es, ha optado por someterla al régimen concursal general, pero con algunas especialidades significativas, de las que nos ocupamos. En puridad, responde a una postura continuista, dado que no se introducen innovaciones relevantes, como pudiera ser la configuración de un auténtico estatuto concursal particular para el sector financiero. Se sigue con la solución mixta, en el sentido de combinar medidas paraconcursoales (el Fondo de Garantía de Inversiones) con otras concursales ⁽³⁷⁾. Todavía se deja sentir el peso de los escándalos (AVA y Gescartera) vividos en el sector. No era el momento para grandes cambios.

2. Una opción. Especialidades del procedimiento concursal de las Empresas de Servicios de Inversión

Ya ha quedado expuesto que en nuestro ordenamiento no existe un régimen concursal particular de las ESI. Siguiendo la tradición inmediata ⁽³⁸⁾, la LC

(34) Vid. BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “Régimen concursal de las empresas de inversión”, AA.VV., *La reforma del Mercado de Valores*, SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J./ TAPIA HERMIDA (coord.), Madrid, CDBB, 1996, págs. 244 y ss.

(35) Vid. *supra* en nota n.º 26.

(36) BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, p. 246, lo presenta como uno de los problemas a resolver en las crisis de las ESI, pero no exclusivo de ellas.

(37) Así se pronunció SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, p. 583, en relación a la LMV, según la Ley 37/1998.

(38) Incluso la LMV de 1988 no introdujo un auténtico régimen concursal de las ESI; tampoco se instauró por vía de la reforma de la LMV de 1998 (véase BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, pp. 244-246, quien analiza las especialidades de la suspensión de pagos y de la

se aplica al concurso de las ESI, con las especialidades establecidas al efecto en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal. Esta es la dicción de la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal⁽³⁹⁾, en cuya tramitación parlamentaria se produjo un cambio importante, no meramente literal⁽⁴⁰⁾, puesto que acarrearba una modificación sustancial de nuestro ordenamiento, con relevantes repercusiones prácticas, indeseables para nuestro sistema financiero^{(41)/(42)}. De aquí que antes de la entrada en vigor de la LC se procediera a incorporar un

quiebra de las ESI inicialmente previstas en el Borrador del Proyecto de Reforma de la LMV de 1 de noviembre de 1994 y en el sucesivo Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de 17 de abril de 1995. Pero tales disposiciones sobre los aspectos concursales de las ESI fueron suprimidas en el Proyecto de Ley, lo que fue especialmente grave, dada la insuficiencia, llamativa en nuestro caso, del régimen concursal todavía en vigor. Es con la Ley 37/1998 que se introducen, y el tema se ha retomado con la reforma global del derecho concursal español.

(39) Véase en nota número 9 transcrita la Disposición Adicional Segunda: *Régimen especial aplicable a entidades de crédito, ESI y entidades aseguradoras*.

(40) En el Anteproyecto de LC, la que aparecía como Disposición Adicional Tercera, con la misma rúbrica que el texto final, en su primer apartado establecía que la Ley se aplicará *con carácter supletorio* en aquellas materias que estuvieren reguladas por legislación especial, y como tal era considerada la LMV (artículos 54, 58 y 59) y la Ley 37/1998 (Disposiciones adicionales décima y duodécima), así como la prevista para las ESI. Véase la crítica de DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal sobre el sistema financiero”, *Diario La Ley*, número 5825, 16 de julio de 2003, pp. 1-5 (pp. 2-3).

(41) Tal como ponen de relieve DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal...”, op. cit., el cambio acaecido en la actual Disposición Adicional segunda en el tránsito de Anteproyecto —donde era la Disp. Adicional tercera— a Proyecto de Ley (BOCG, Congreso de los Diputados, 23 de julio de 2002, n.º 101-1) fue intencionado y determina la limitación de su ámbito de aplicación a los procedimientos concursales de ciertas entidades financieras especiales, entre ellas las ESI, junto a las entidades de crédito y las entidades aseguradoras. Esta delimitación subjetiva del ámbito de aplicación, unida a la Disposición derogatoria única, conduce a que se actúe en nuestro régimen concursal especial una modificación sustancial; en concreto, la modificación se produce en lo relativo a la protección de ciertos aspectos de nuestros mercados de valores, operaciones con instrumentos financieros derivados y formas de financiación, como el “factoring”, y es que todas las salvedades establecidas a tales efectos de protección verán limitada su aplicación únicamente a las entidades de las cuales son legislación especial las normas que se mencionan. Con ello se producen unos efectos indeseables en el sistema financiero español en el sentido de que se provoca “una involución fundamental en la seguridad jurídica de nuestros mercados de valores y nuestro sistema financiero”. Estos son algunos de esos efectos, identificados por DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., pp. 3-5: —Reducción del ámbito de aplicación del *netting*, mecanismo básico para el control del riesgo elevado que generan las operaciones financieras de derivados; como es sabido, se trata de un acuerdo en virtud del cual la empresa de crédito o ESI queda facultada en un supuesto de incumplimiento o de concurso a resolver anticipadamente todas las operaciones, liquidarlas a precio de mercado, quedando la ESI o la entidad de crédito deudora o acreedora de la contrapar-

nuevo apartado a la Disposición Adicional Segunda de la misma con el objeto de expresar lo que se imponía desde la razón⁽⁴³⁾.

te por el importe neto que se derive de tal liquidación global. La Disposición Adicional Segunda LC determina que el *netting* sólo será aplicable a los acuerdos entre entidades financieras, por lo que las demás empresas españolas resultarán afectadas ya que no encontrarán entidades financieras dispuestas a operar con ellas sobre derivados, dada la no operatividad del *netting* en caso de insolvencia de las mismas. Por lo demás, tal efecto entra en conflicto con la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, cuyo ámbito no se restringe a los acuerdos de *netting* entre entidades de crédito. —Otro de los efectos indeseables se proyecta sobre el *factoring*, ya que la Disposición Adicional Segunda LC viene a comportar la derogación de una serie de medidas que tienen por objeto proteger a las entidades financieras que lleven a cabo *factoring* frente al concurso del cedente o del deudor cedido; así es, la Disposición Adicional Tercera de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras, prevé que en caso de quiebra del cedente no cabe declarar la retroacción absoluta respecto de las cesiones reguladas, siempre que cumplan ciertos requisitos y constase la certeza de la fecha de la cesión y además, los pagos realizados por el deudor cedido no están sujetos a revocación en caso de quiebra del mismo, salvo que la administración concursal pruebe que el cedente o el cesionario conocían el estado de insolvencia del deudor cedido. —Y por último, y más relevante efecto, es el que se refiere a la supresión de ciertas medidas tendentes a la eliminación de los riesgos sistémicos relacionados con los sistemas de compensación y liquidación de valores; en concreto, la firmeza en la liquidación, prevista en la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, implementada en nuestro ordenamiento mediante la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, y también en la LMV. Con la Disposición Adicional Segunda de la LC la Ley 41/1999 se aplicará como legislación especial sólo a los concursos de las entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación, lo que plantea un grave problema dado que, como es sabido, una parte importante de la negociación en los mercados de valores la realizan personas físicas o jurídicas que no son ni miembros de los mercados oficiales de valores ni entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, y es que éstos actúan como meros comisionistas o representantes de los clientes o inversores finales, cuyo concurso podrá determinar la reintegración a la masa activa, la revocación o la no cancelación de la operación.

(42) Y ello aun cuando en la Exposición de Motivos de la LC (XII, párr. Tercero) se sigue manteniendo el mismo tenor que en el Anteproyecto; esto es: “La ley ha respetado la legislación específica aplicable a las entidades de crédito, a las aseguradoras y a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de compensación de valores o instrumentos financieros derivados, en gran parte impuesta por el derecho de la Unión Europea, y que afecta a determinados aspectos del concurso. Sólo en defecto de normas especiales y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza de aquellos sistemas, se aplicarán en esta materia las de esta ley”.

(43) Se ha introducido un apartado 3 en la disposición adicional segunda de la Ley Concursal (Véase reproducido en la nota núm. 9, por la Disposición adicional tercera —“Modificación de la Ley Concursal”— de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre (BOE núm. 271, de 12 de noviembre), de medidas de reforma económica.

Por lo que nos interesa, como se verá con la LC se conservan las especialidades más relevantes introducidas en la LMV con la Ley 37/1998, bien que ahora ya no están concentradas en un precepto largo y complejo como el artículo 76 bis LMV en su inicial dicción, sino dispersas dentro de la LC, lo que requiere de una tarea de interpretación previa. Estas son las especialidades más destacables: la legitimación activa de la CNMV para solicitar la declaración en estado de insolvencia de una ESI y la colaboración de la citada Comisión con la autoridad judicial en distintos momentos del procedimiento (como es el momento en que con el auto se produce la apertura de la tramitación de la fase común del concurso, y en particular por lo que se refiere a la constitución y el funcionamiento de la administración concursal). En lo demás, hay que atenerse a la legislación específica (donde se prevén ciertas medidas especiales en relación a la Sociedad de sistemas, que redundan en una tutela particular en favor de los inversores) y al régimen concursal general previsto en la LC.

A) La legitimación activa para solicitar la declaración de concurso

a) *Consideraciones previas. Los presupuestos del concurso*

Como es sabido, la apertura de un procedimiento concursal requiere de la concurrencia de varios presupuestos, son los presupuestos del concurso: el presupuesto subjetivo y el presupuesto objetivo. El primero se refiere a la condición del deudor. La LC generaliza el concurso al deudor común, esto es, sea comerciante o no y se trate de persona física o de persona jurídica (artículo 1 LC). El concurso afecta a cualquier clase de deudor⁽⁴⁴⁾, con lo que se supera la diversidad de instituciones concursales, que llevaba a que la quiebra y la suspensión de pagos quedasen reservadas para los comerciantes (artículo 874 CCom). Responde al principio de unidad de la LC. La unidad de procedimiento impone la configuración de un presupuesto objetivo para la apertura del concurso; es el estado de insolvencia del deudor, entendida como aquella situación en la que el deudor no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles (artículo 2 LC)⁽⁴⁵⁾. Su

(44) Reforma esta muy acertada, véase por todos, en relación al Anteproyecto de LC, de 2001, GARCÍA VILLAYERDE, R., "El presupuesto subjetivo de la apertura del concurso", en VV.AA., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001*, dir. por R. García Villaverde, A. Alonso Ureba y J. Pulgar Ezquerra, Madrid, 2002, pp. 41 y ss.

(45) En relación al Anteproyecto LC, 2001, PULGAR EZQUERRA, J., "Insolvencia: conservación versus liquidación", en VV.AA., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001*, pp. 67 y ss. En relación al Proyecto de Ley, 2002, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La preconcursalidad y la prevención de la insolvencia. El mecanismo de alerta preconcursal", en VV.AA., *La Reforma de la Legislación Concursal. Jornadas sobre la Reforma de la Legislación Concursal*, Madrid, 6 a 10 de mayo de 2002, dir. por Ángel Rojo, Madrid, 2003, pp. 9 y ss. y en la misma obra, ROJO, A., "La reforma del Derecho concursal español", pp. 88 y ss., en pp. 113 y ss., se ocupa del presupuesto objetivo y el problema de la apertura oportuna del concurso de acreedores.

fijación, por lo que se refiere a las ESI, ha de hacerse en atención al incumplimiento de sus obligaciones profesionales; en concreto, cuando los inversores no puedan obtener de una empresa de inversión el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquélla tiene en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión o de la actividad complementaria de depósito y registro de valores o instrumentos financieros⁽⁴⁶⁾. Por lo demás, este es el supuesto de hecho que actúa como desencadenante para que los inversores afectados puedan exigir la indemnización establecida en el RD 948/2001⁽⁴⁷⁾, y ello aunque la ESI no haya sido declarada insolvente judicialmente. Esto es, su operatividad no se limita a los

(46) Se incardinaría entre los indicios del denominado concurso necesario (artículo 5 —“Deber de solicitar la declaración de concurso”, por el deudor—), establecidos en el artículo 2.4, LC de la manera que sigue: “Si la solicitud de declaración de concurso la presenta un acreedor, deberá fundarla en título por el cual se haya despachado ejecución o apremio sin que del embargo resultasen bienes libres bastantes para el pago, o en la existencia de alguno de los siguientes hechos: 1.º El sobreseimiento general en el pago corriente de las obligaciones del deudor. 2.º La existencia de embargos por ejecuciones pendientes que afecten de una manera general al patrimonio del deudor. 3.º El alzamiento o la liquidación apresurada o ruinosa de sus bienes por el deudor. 4.º El incumplimiento generalizado de obligaciones de alguna de las clases siguientes: las de pago de obligaciones tributarias exigibles durante los tres meses anteriores a la solicitud de concurso; las de pago de cuotas de la Seguridad Social, y demás conceptos de recaudación conjunta durante el mismo período; las de pago de salarios e indemnizaciones y demás retribuciones derivadas de las relaciones de trabajo correspondientes a las tres últimas mensualidades”.

(47) Recordemos que en el RD 948/2001, en desarrollo del artículo 77, de la LMV se instaure un sistema de indemnización de los inversores, implementando así la Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores. En concreto, el artículo 2 del RD 948/2001 —“Creación de los fondos, número, naturaleza jurídica y gestión”—, dispone lo siguiente: “1. Las sociedades y agencias de valores crearán y se adherirán obligatoriamente a un Fondo de Garantía de Inversiones en los términos previstos en este Real Decreto. Este fondo agrupará también a las sucursales de ESI, autorizadas o no en otros Estados Miembros de la Unión Europea, que decidan o deban adherirse a un Fondo de Garantía de Inversiones español. 2. Una vez creado el fondo previsto en el apartado anterior, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores, cuando así lo acuerden y se adhiera un número suficiente de entre ellas, podrán crear un segundo Fondo de Garantía de Inversiones que las agrupe. De crearse este segundo fondo, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores podrán optar por uno u otro. 3. Las sociedades y agencias de valores adheridas, en su caso, a cada uno de los Fondos de Garantía de Inversiones previstos en los dos apartados anteriores están obligadas a cumplir con el régimen económico regulado en el artículo 8 de este Real Decreto, de forma que el Fondo de Garantía correspondiente pueda cumplir con las obligaciones frente a los inversores impuestas en esta norma. 4. Cada fondo se constituirá como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una Sociedad Gestora, en los términos previstos en el presente Real Decreto”.

supuestos de insolvencia declarada judicialmente —declaración de concurso— sino también cuando la ESI sea declarada insolvente por vía administrativa, es decir, por la CNMV (artículos 1.2, 4.2 y 5 RD 948/2001)⁽⁴⁸⁾, que a su vez, quedará investida de la legitimación para solicitar la declaración judicial de con-

Y según el artículo 3, “Entidades adheridas”: “1. Serán entidades adheridas a los Fondos de Garantía de Inversiones las ESI contempladas en el artículo 64.1 de la Ley del Mercado de Valores, con excepción de las Sociedades Gestoras de Carteras.”

Asimismo, en el artículo 4.1 se establece lo que sigue: “La cobertura contemplada en el presente Real Decreto será de aplicación a las actividades que a continuación se relacionan, realizadas por las ESI adheridas a alguno de los fondos previstos en esta norma:

a) Los servicios previstos en el apartado 1 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, prestados en la Unión Europea por la ESI cuando den lugar a que ésta tenga en depósito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes.

b) La actividad complementaria prevista en el párrafo a) del apartado 2 del mencionado artículo 63, cuando el depósito y registro de los valores o instrumentos pertenecientes a los clientes sea prestado por la ESI en territorio de la Unión Europea.

c) Los servicios y actividades complementarias mencionados en los párrafos a) y b) anteriores realizados fuera del territorio de la UE, con excepción de los realizados en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV”.

(48) En los artículos 1.2, 1.3, 4.2 y 4.3 del RD 948/2001 se delimita el ámbito de operatividad de la cobertura a los inversores —indemnización, dentro de los límites que se fijan— frente al incumplimiento de las ESI de sus obligaciones por razón de su insolvencia declarada judicialmente o por la CNMV, pero no las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito. Esto es lo establecido en el artículo 1: 2. Estos sistemas de indemnización tendrán como finalidad ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión o de la actividad complementaria de depósito y registro de valores o instrumentos financieros en los términos y con los límites establecidos en el presente Real Decreto. 3. Para dar cumplimiento a las previsiones de los apartados anteriores, se establecen dos sistemas de indemnización de los inversores: a) Uno que se instrumenta, mediante uno o dos Fondos de Garantía de Inversiones, de nueva creación, para las sociedades y agencias de valores, así como para las sucursales en España de ESI extranjeras. b) Otro que se instrumenta mediante los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito ya existentes.

Y en el artículo 4, “Ámbito territorial y cobertura garantizada”, se dice lo siguiente: “2. El fondo cubrirá la no restitución por parte de sus entidades adheridas, como consecuencia de una situación de insolvencia de las previstas en el artículo 5, del dinero o de los valores o instrumentos financieros vinculados a las actividades mencionadas en el apartado precedente, que pertenezcan a sus clientes. 3. La cobertura del fondo no alcanzará a las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito”. Y en el apartado 4, entre otros, declara excluidos de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados por determinados inversores —los considerados inversores profesionales—.

Y más significativo es el artículo 5, ya que, bajo la rúbrica “Declaración de incumplimiento y derechos de los inversores”, establece lo que sigue: “1. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la

curso (artículo 76 bis LMV). Por tanto, el presupuesto objetivo y la competencia para su fijación se ajustan al régimen concursal común. Ni aquél se anticipa ni se

restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la ESI haya sido declarada *en estado de quiebra*, o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto para iniciar su desembolso, se levantase la suspensión mencionada.

b) Que la CNMV declare que la ESI no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento la propia Comisión y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores.

Para que la CNMV pueda realizar esta declaración será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:

1.^a Que el inversor hubiera solicitado a la entidad adherida la devolución de los fondos o valores que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintidós días hábiles por parte de aquélla.

2.^a Que la entidad adherida no se encuentre en una de las situaciones previstas en el párrafo a) de este artículo.

3.^a Que se dé previa audiencia a la entidad adherida, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Cuando la afectada fuese una sucursal de una empresa de inversión con sede social en otro Estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se adoptará con la colaboración de la autoridad competente de dicho Estado.

2. Una vez producida alguna de las declaraciones a que se refiere el apartado anterior, los inversores tendrán derecho a reclamar del fondo, con el límite cuantitativo establecido en el artículo 6, el reembolso de los recursos dinerarios y la devolución del valor dinerario de todo valor o instrumento financiero que tengan depositado o registrado en la ESI, cuando estos activos estén vinculados a servicios o actividades de los comprendidos en el ámbito definido en el artículo 4 de este Real Decreto”.

En el artículo 6 del RD 948/2001 se fija el importe garantizado y se establece el límite cuantitativo de la indemnización por inversor; esto es: “1. Los fondos garantizarán que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros. La expresada cantidad podrá ser actualizada por el Ministro de Economía previo informe de la CNMV, de conformidad con la normativa vigente de la Unión Europea. 2. La determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas o posiciones abiertas a su nombre en una ESI, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación, hasta establecer su posición acreedora global frente a dicha empresa. El cálculo de esta posición se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los valores o instrumentos que le pertenezcan a la fecha de las declaraciones previstas en el artículo 5.1 (...). 3. El importe garantizado se aplicará por inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de cuentas de dinero, valores o instrumentos financieros, en que figure como titular en la misma ESI. 4. Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el correspondiente contrato de prestación de servicios, depósito o registro celebrado con la ESI y, en su defecto, a partes iguales”.

limita, ni tampoco se atribuye a la CNMV una cualificación especial, sin perjuicio de que, dada la supervisión que le compete sobre la empresa de inversión afectada, de hecho, la intervención de este organismo público facilite al juez del concurso su tarea de determinar si concurre o no el presupuesto objetivo del mismo. En todo caso, el juez no puede actuar de oficio en cuanto a la declaración del concurso de una ESI; de conformidad con el régimen concursal general la declaración de concurso ha de ser solicitada por el propio deudor, por cualquiera de sus acreedores o por la CNMV⁽⁴⁹⁾, siempre que, por lo que hace a esta, se den las condiciones fijadas en el artículo 76 bis LC.

b) *La legitimación de la CNMV para solicitar la declaración de concurso*

Por aplicación del régimen concursal común, la solicitud de declaración de concurso de una ESI podrá presentarla la propia entidad, por decisión de su órgano de administración o de liquidación, y cualesquiera de sus acreedores (artículo 3.1 y Disposición Adicional Segunda.1, LC)⁽⁵⁰⁾. Asimismo, y como especialidad, “La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para solicitar la declaración de concurso de las ESI, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por los servicios de la propia Comisión, resulte que se encuentran en estado de insolvencia conforme a lo establecido en la Ley Concursal” (artículo 76 bis,

(49) Sin perjuicio de la intervención del Ministerio Fiscal cuando se trate de delitos contra el patrimonio o el orden socioeconómico, lo que puede suceder en el ámbito de las crisis de las ESI. En otro caso, la intervención del Ministerio público se limita a la sección sexta, de calificación del concurso, cuando proceda su apertura. Así se establece en el artículo 4 LC, “De la intervención del Ministerio Fiscal”, en el que se establece lo que sigue: “Cuando en actuaciones por delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico se pongan de manifiesto indicios de estado de insolvencia de algún presunto responsable penal y de la existencia de una pluralidad de acreedores, el Ministerio Fiscal instará del juez que esté conociendo de la causa la comunicación de los hechos al juez de lo mercantil con competencia territorial para conocer del concurso del deudor, a los efectos pertinentes, por si respecto de éste se encontrase en tramitación un procedimiento concursal. Asimismo, instará el Ministerio Fiscal del juez que conozca de la causa la comunicación de aquellos hechos a los acreedores cuya identidad resulte de las actuaciones penales en curso, a fin de que, en su caso, puedan solicitar la declaración de concurso o ejercitar las acciones que les correspondan”.

(50) Al respecto, hay que tomar en consideración el régimen concursal común relativo al deber de solicitar el concurso por parte del deudor y lo atañente a la necesidad de fundamentar o no la solicitud, según quien la presente —el propio deudor o un acreedor legítimo—. Véanse artículos 5, 6 y 7 de la LC.

LMV, según la Disposición final decimoctava de la LC⁽⁵¹⁾). Hay que precisar que la única especialidad en relación al régimen concursal común es que para la solicitud de declaración de concurso de una ESI está legitimada la CNMV. Nada más. No se altera el presupuesto objetivo del concurso, ni la atribución de la competencia para decidir acerca de la concurrencia del mismo, que le corresponde en exclusiva al Juez de lo mercantil (artículo 8 LC).

Por lo que se refiere al aspecto que analizamos, en la nueva redacción del artículo 76 bis de la LMV por la LC se mantiene en parte de lo dispuesto en el artículo 76 bis.3 de la LMV⁽⁵²⁾. Como es obvio, no hay distinguos entre quiebra y suspensión de pagos, dada la unidad de procedimiento actuada con la LC, por lo que desaparecen algunas de las dudas de interpretación que se planteaban con la redacción original del referido artículo 76 bis de la LMV. Esto es, los presupuestos son únicos para todo deudor, tanto el subjetivo —deudor común, en todo caso— como el objetivo. El presupuesto subjetivo no planteó nunca problema, dada la condición de empresario mercantil por el tipo (sociedad anónima) de toda ESI. Era en relación al presupuesto objetivo que se planteaba alguna duda, ante la dicción del precepto que nos ocupa, en el sentido de que la CNMV sólo pudiera solicitar la quiebra de una ESI cuando esta estuviese en una situación de desbalance, esto es, que su pasivo fuese superior a su activo. Lo que llevó a pensar que se alteraba el presupuesto objetivo común de la quiebra, debatido por lo demás, pero en realidad, no se actuaba tal cambio. Se refería, y aún se refiere, a la legitimación activa de la CNMV para solicitar la quiebra (el concurso, según la LC): únicamente cuando “...de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por la

(51) Para un breve comentario de la Disposición final decimoctava de la LC véase PALA LAGUNA, Reyes, en la obra colectiva *Comentario de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*, coord. por Alberto Alonso Ureba, Juana Pulgar Ezquerro y otros, Madrid, 2003 (en prensa).

(52) El artículo 76 bis.3 de la Ley Mercado de Valores, introducido por la Ley 37/1998, establece lo siguiente:

“3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para solicitar la declaración de estado de quiebra de las ESI, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por la misma, resulte que el pasivo de la compañía es superior a su activo y que ésta se encuentra en una situación de incapacidad para hacer frente a sus acreedores.

Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubiese acordado la sustitución del órgano de administración de la entidad, los administradores provisionales podrán solicitar tanto la declaración de quiebra, como la de suspensión de pagos de la entidad.

En ninguno de los casos mencionados en los párrafos anteriores será necesaria la ratificación de la solicitud por parte de la Junta General de la entidad, y los administradores provisionales designados, en su caso, podrán ser nombrados comisarios, depositarios, síndicos o interventores”.

misma, resulte que el pasivo de la compañía es superior a su activo y que ésta se encuentre en una situación de incapacidad para hacer frente a sus acreedores". En definitiva, se sigue manteniendo la misma configuración restrictiva de la legitimación de la CNMV para solicitar la declaración del concurso de una ESI⁽⁵³⁾. La CNMV debería poder solicitar la declaración de concurso desde el momento en que detecte las primeras dificultades en una ESI, con lo que operaría de manera preventiva, en aras de la defensa de los intereses de los inversores, quienes, en otro caso, en muchas ocasiones, tendrán que conformarse con la indemnización prevista en el RD 948/2001, con los límites cuantitativos que se fijan. En realidad, la nueva dicción del artículo 76 bis LMV, adecuada a la configuración del presupuesto objetivo del concurso actuada por la LC, se coordina con la delimitación del supuesto de hecho activador de la indemnización de los inversores llevada a cabo en el RD 948/2001, susceptible de reducción a una situación única: la situación de "insolvencia" de la empresa de inversión afectada, en cuanto que no puede cumplir con las obligaciones contraídas con los inversores⁽⁵⁴⁾. Lo que debería ser suficiente para activar la declaración del concurso de una ESI, con los efectos oportunos; entre otros: la CNMV queda facultada para revocar la autorización a la ESI [artículo 73.h) LMV⁽⁵⁵⁾], de modo que desde que se le notifique la revocación la empresa no podrá realizar nuevas operaciones (artículo 74.3 LMV). Esto es, separándose del régimen concursal común, la decisión de continuar o no la empresa no queda, pues, en manos de los órganos concursales, sino que quien decide es la autoridad administrativa —la CNMV—, que puede revocar la autorización, con o sin disolución forzosa de la entidad, adoptando las medidas oportunas en cada caso, en

(53) Lo que sorprende, dadas las reservas hechas al respecto por la doctrina (véase BELTRÁN, E., "Régimen concursal...", pp. 250-251, en relación al Anteproyecto de Ley de reforma de la LMV, que contenía una redacción idéntica del actual artículo 76 bis LMV, quien consideraba que la legitimación de la CNMV tendría un valor muy residual, dada la subordinación de la misma a las circunstancias señaladas y además, por el dato de que quien decide si concurre o no el presupuesto objetivo es el juez. En el mismo sentido crítico SALINAS ADELANTADO, "Las especialidades concursales...", p. 591).

(54) El artículo 5 del RD 948/2001 (vid. supra en nota n.º 48) hay que leerlo a la luz de la LC, de modo que allí donde se diga "declaración en estado de quiebra o que se tenga por solicitada judicialmente la suspensión de pagos" hay que entender "declaración del concurso", esto es, declaración judicial del estado de insolvencia de la ESI, junto a la insolvencia declarada por la CNMV [artículo 5.1.b) RD 948/2001].

(55) Afectado por la LC, únicamente para sustituir la quiebra o la suspensión de pagos por la declaración judicial en concurso de la ESI (vid. Disposición final decimoctava.4, LC).

vistas a la tutela de los intereses de los inversores afectados y del funcionamiento regular de los mercados de valores (artículo 74.4 y 5 LMV⁽⁵⁶⁾).

La colaboración de la CNMV con el juez del concurso permanece a lo largo del procedimiento concursal, lo que sin duda facilita las funciones del juez (por ejemplo, en la determinación de si concurre el presupuesto objetivo del concurso), dada la documentación y la información (contable, sobre todo) de la que dispone la CNMV sobre la ESI afectada, en atención a los deberes de ésta con respecto a aquélla en tanto que órgano de supervisión⁽⁵⁷⁾.

Puede decirse que hay abierto un canal de comunicación que opera en dos sentidos: de la CNMV hacia el juez del concurso y desde éste hacia la CNMV. El interés es recíproco. Por un lado, la CNMV es el órgano de control público de la ESI afectada por la insolvencia y, por ello, tal empresa está sujeta a rigurosas obligaciones de información para con la CNMV, que se mantienen durante la tramitación del concurso; por otro lado, el juez de lo mercantil es la

(56) La liquidación de la empresa de inversión, en caso de revocación de la autorización por la CNMV con disolución forzosa de aquella, o en otro caso la liquidación de las operaciones pendientes, comportará la adopción de las medidas cautelares que se estimen oportunas (como la intervención de la liquidación de las operaciones pendientes); todo ello se realiza en interés, de los inversores ya que no en interés de la masa pasiva del concurso, puesto que el dinero y los valores de los inversores están en poder de la empresa de inversión en concepto de depósito y por tanto componen un patrimonio separado, esto es, de ajena pertenencia (SÁNCHEZ CALE-RO GUILARTE, J., “La separación del patrimonio de los clientes en los servicios de inversión”, en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Tomo III, coordinados por Juan Luis Iglesias Prada, Madrid, 1996, pp. 3443 y ss.). Por lo demás en el artículo 54, párrafo noveno de la LMV se prevén dos técnicas de tutela de los inversores; estas son: un especial derecho de separación de los valores y un privilegio absoluto de los inversores.

(57) Ya en el artículo 76 bis.4 LMV se disponía lo siguiente: “Con carácter previo a la declaración de estado de quiebra de una ESI, tanto si ha sido solicitada por la propia entidad como por acreedor legítimo, el Juzgado ante el que se siga el procedimiento solicitará informe a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la situación de la entidad. El informe deberá emitirse en el plazo máximo de siete días hábiles y basarse tanto en los estados contables que periódicamente deben remitir a la misma las citadas entidades, como en cualquier otra documentación o información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Junto con el citado informe se remitirá al Juzgado copia de los estados contables, públicos y reservados, de las cuentas anuales y de los informes de auditoría correspondientes a los dos últimos ejercicios, salvo que la entidad no los haya remitido o fuera de reciente creación, en cuyo caso se remitirá la información que, referida al plazo indicado, esté disponible en ese momento. El Juzgado, cuando lo considere necesario para adoptar su resolución, podrá solicitar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores le remita información contable relativa a períodos anteriores al indicado”.

única autoridad competente para declarar el concurso de una ESI⁽⁵⁸⁾. De ahí todas las especialidades concursales vistas y las que siguen. En todo caso, hay que poner de relieve que la nueva redacción del artículo 76 bis LMV introduce un cambio substancial en relación con la actuación del juez ante el que se solicita la declaración de concurso, ya que se elimina la obligación de que el juez solicite información a la CNMV⁽⁵⁹⁾.

Presentada la solicitud, el Juez del concurso la examinará y proveerá sobre su admisión en atención, primero, a que haya sido presentada por el deudor o por un acreedor u otro legitimado y segundo, dependiendo de que el juez estime que la solicitud o la documentación que la acompaña están completas o adolecen de

(58) Por lo demás, el juez del concurso contará con el informe de la administración concursal, en los términos del Capítulo I del Título IV de la LC. En el artículo 74 —“Plazo de presentación”—, se establece lo siguiente: “1. El plazo para la presentación del informe de los administradores concursales será de dos meses, contados a partir de la fecha en que se produzca la aceptación de dos de ellos. 2. Este plazo podrá ser prorrogado por el juez, por tiempo no superior a un mes, a solicitud de la administración concursal, presentada antes de su expiración y fundada en circunstancias extraordinarias. 3. Además de la responsabilidad y de la causa de separación en que hubieren podido incurrir conforme a los artículos 36 y 37, los administradores concursales que no presenten el informe dentro del plazo perderán el derecho a la remuneración fijada por el juez del concurso y deberán devolver a la masa las cantidades percibidas. Contra la resolución judicial que acuerde imponer esta sanción cabrá recurso de apelación”.

Y en el artículo 75 LC se fija la “Estructura del informe”, de la manera que sigue: “1. El informe de la administración concursal contendrá: 1.º Análisis de los datos y circunstancias del deudor expresados en la memoria a que se refiere el número 2.º del apartado 2 del artículo 6. 2.º Estado de la contabilidad del deudor y, en su caso, juicio sobre las cuentas, estados financieros, informes y memoria a que se refiere el apartado 3 del artículo 6. Si el deudor no hubiese presentado las cuentas anuales correspondientes al ejercicio anterior a la declaración de concurso, serán formuladas por la administración concursal, con los datos que pueda obtener de los libros y documentos del deudor, de la información que éste le facilite y de cuanta otra obtenga en un plazo no superior a quince días. 3.º Memoria de las principales decisiones y actuaciones de la administración concursal. 2. Al informe se unirán los documentos siguientes: 1.º Inventario de la masa activa. 2.º Lista de acreedores. 3.º En su caso, el escrito de evaluación de las propuestas de convenio que se hubiesen presentado. 3. El informe concluirá con la exposición motivada de los administradores concursales acerca de la situación patrimonial del deudor y de cuantos datos y circunstancias pudieran ser relevantes para la ulterior tramitación del concurso”.

(59) Recordemos que la nueva LC “concede al juez del concurso una amplia discrecionalidad en el ejercicio de sus competencias, lo que contribuye a facilitar la flexibilidad del procedimiento y su adecuación a las circunstancias de cada caso” (Exposición de Motivos, IV, 7.º párr.).

algún defecto (artículos 13, 14 y 15 LC⁽⁶⁰⁾). Esto es, en los casos en los que se solicita la declaración de concurso por persona distinta del deudor y de la propia CNMV (vid. artículo 3 LC), el Juez del concurso ya no está obligado legalmente a solicitar informe a la CNMV sobre la situación de la entidad. Dictará auto admitiendo a trámite la solicitud y emplazará al deudor conforme a lo previsto en el artículo 184 LC, para que comparezca en el plazo de 5 días (artículo 15 LC). El Juez, al tiempo de proveer sobre la solicitud de concurso, la comunicará a la

(60) Se reproducen los artículos 13, 14 y 15 de la LC. “Artículo 13. Plazo para proveer.

1. En el mismo día o, si no fuera posible, en el siguiente hábil al de su reparto, el juez examinará la solicitud de concurso y, si la estimara completa, proveerá conforme a los artículos 14 ó 15.

Si la solicitud se refiere a una entidad de crédito o a una ESI, el juez, al tiempo de proveer sobre ella, la comunicará al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y solicitará la relación de los sistemas de pagos y de liquidación de valores o instrumentos financieros derivados a los que pertenezca la entidad afectada y la denominación y domicilio de su gestor, en los términos previstos en la legislación especial aplicable.

El juez también comunicará la solicitud a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones si se refiere a una entidad aseguradora; al Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, si se refiere a una mutua de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales, y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si se refiere a una sociedad que tenga emitidos valores o instrumentos financieros negociados en un mercado secundario oficial.

2. Si el juez estimara que la solicitud o la documentación que la acompaña adolecen de algún defecto, señalará al solicitante un plazo de justificación o subsanación, que no podrá exceder de cinco días. Justificado o subsanado dentro del plazo, el juez en el mismo día o, si no fuera posible, en el siguiente hábil proveerá conforme a los artículos 14 ó 15. En otro caso, el juez dictará auto que declare no haber lugar a la admisión de la solicitud. Esta resolución será susceptible de recurso de reposición”.

“Artículo 14. Provisión sobre la solicitud del deudor.

1. Cuando la solicitud hubiere sido presentada por el deudor, el juez dictará auto que declare el concurso si de la documentación aportada, apreciada en su conjunto, resulta la existencia de alguno de los hechos previstos en el apartado 4 del artículo 2, u otros que acrediten la insolvencia alegada por el deudor.

2. Si el juez estimara insuficiente la documentación aportada, señalará al solicitante un plazo, que no podrá exceder de cinco días, para que complemente la acreditación de la insolvencia alegada.

3. Contra el auto desestimatorio de la solicitud de concurso sólo cabrá recurso de reposición”.

“Artículo 15. Provisión sobre la solicitud de otro legitimado y acumulación de solicitudes.

1. Cuando la solicitud hubiera sido presentada por cualquier legitimado distinto al deudor, el juez dictará auto admitiéndola a trámite y ordenando el emplazamiento del deudor conforme a lo previsto en el artículo 184, con traslado de la solicitud, para que comparezca en el plazo de cinco días, dentro del cual se le pondrán de manifiesto los autos y podrá formular oposición a la solicitud, proponiendo los medios de prueba de que intente valerse.

2. Admitida a trámite la solicitud, las que se presenten con posterioridad se acumularán a la primeramente repartida y se unirán a los autos, teniendo por comparecidos a los nuevos solicitantes sin retrotraer las actuaciones”.

CNMV y solicitará la relación de los sistemas de pagos y de liquidación de valores o instrumentos financieros derivados a los que pertenezca la entidad afectada y la denominación y domicilio de su gestor, “en los términos previstos en la legislación aplicable” (artículo 13.1.2.º párr. LC). En definitiva, la obligación de solicitar información a la CNMV se reduce a los documentos señalados en el artículo 13.1, 2.º párr. de la LC. Por lo demás, cuando la solicitud de concurso se realiza a instancia de acreedor, no hay que olvidar que éste tiene acceso a toda la documentación en materia contable, a través del Registro mercantil y a través de la CNMV (incluido el informe de auditoría), con excepción, en este último caso, de los estados reservados de las ESI (v. artículo 92 LMV y Circular 5/1990, de 28 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las Sociedades y Agencias de Valores).

Una vez dictado el auto declarando el concurso, se notificará, en el mismo día de su fecha, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al gestor de los sistemas a los que pertenezca la entidad afectada, en los términos previstos en la legislación especial a que se refiere la Disposición Adicional Segunda (artículo 21.5, párr. 2.º, LC⁽⁶¹⁾).

Declarado judicialmente el concurso, subsiste para las ESI la obligación de formular y auditar las cuentas anuales, inclusive las primeras cuentas anuales que se preparen mientras esté en funciones la administración concursal (artículo 46, LC⁽⁶²⁾).

(61) El artículo 21.5, párrafo 2.º de la Ley Concursal, teniendo en cuenta antes el régimen común contenido en el punto 2 del mencionado precepto, establece lo que sigue: “5. El auto se notificará a las partes que hubieren comparecido. Si el deudor no hubiera comparecido, la publicación de los edictos a que se refiere el artículo 23 producirá, respecto de él, los efectos de notificación del auto. Si el concursado fuera una entidad de crédito o una ESI participante en un sistema de pagos y de liquidación de valores o instrumentos financieros derivados, el auto se notificará, en el mismo día de su fecha, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al gestor de los sistemas a los que pertenezca la entidad afectada, en los términos previstos en la legislación especial a que se refiere la Disposición Adicional Segunda”.

(62) Es lo que se deduce del artículo 46 LC —“Cuentas anuales del deudor”—, si bien, en lugar de formularla como una obligación en forma positiva, es decir como una afirmación, se configura como una excepción a la excepción, de la manera que sigue:

“1. Declarado el concurso, subsistirá la obligación de formular y la de auditar las cuentas anuales. No obstante, se exime a la sociedad concursada de realizar la auditoría de las primeras cuentas anuales que se preparen mientras esté en funciones la administración concursal, excepto que esta sociedad tenga sus valores admitidos a negociación en mercados secundarios de valores o esté sometida a supervisión pública por el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. La formulación de las cuentas anuales durante la tramitación del concurso corresponderá al deudor bajo la supervisión de los administradores concursales, en caso de intervención, y a estos últimos en caso de suspensión”.

B) Los órganos concursales. La administración concursal

Entre las novedades más significativas introducidas por la LC mencionamos la simplificación de la estructura orgánica del concurso. Como se indica en la Exposición de Motivos (apdo. IV) sólo el juez y la administración concursal constituyen órganos necesarios en el procedimiento. La reducción de los órganos concursales tiene como lógica consecuencia la atribución a éstos de amplias e importantes competencias.

Por lo que nos interesa, en el concurso de una ESI se aplica el régimen común relativo a la composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal, pero con destacadas especialidades en atención a la particular condición del concursado, ahora previstas en la propia LC (véase Exposición de Motivos, IV y Disposición Adicional Segunda, LC) ^{(63)/ (64)}. Esta es la

(63) En la Exposición de Motivos (apdo. IV) de la LC se pone de relieve la relevancia de la administración concursal y el fundamento de las excepciones previstas: “La administración concursal se regula conforme a un modelo totalmente diferente del hasta ahora en vigor y se opta por un órgano colegiado en cuya composición se combina la profesionalidad en aquellas materias de relevancia para todo concurso —la jurídica y la económica— con la presencia representativa de un acreedor que sea titular de un crédito ordinario o con privilegio general, que no esté garantizado. *Las únicas excepciones al régimen de composición de este órgano vienen determinadas por la naturaleza de la persona del concursado —cuando se trate de entidad emisora de valores cotizados en bolsa, ESI, entidad de crédito o aseguradora— (...).* A la administración concursal se encomiendan funciones muy importantes, que habrá de ejercer de forma colegiada, salvo las que el juez atribuya individualizadamente a alguno de sus miembros. Cuando la complejidad del procedimiento lo exija, el juez podrá autorizar la delegación de determinadas funciones en auxiliares. La ley prevé la reglamentación mediante arancel de la retribución de los administradores concursales y fija como criterios los de cuantía del activo y del pasivo y la previsible complejidad del concurso. En todo caso, compete al juez aprobar la retribución. Se regula el régimen de responsabilidad de los administradores frente al deudor y a los acreedores y el de su separación por justa causa. Son funciones esenciales de este órgano las de intervenir los actos realizados por el deudor en ejercicio de sus facultades patrimoniales o sustituir al deudor cuando haya sido suspendido en ese ejercicio, así como la de redactar el informe de la administración concursal al que habrán de unirse el inventario de la masa activa, la lista de acreedores y, en su caso, la evaluación de las propuestas de convenio presentadas.

(64) Así resulta de la ya mencionada Disposición Adicional Segunda de la LC, *Régimen especial aplicable a entidades de crédito, ESI y entidades aseguradoras*: “1. En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, ESI y entidades aseguradoras (...) se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, *salvo* las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal”. Lo cierto es que la salvedad resulta innecesaria por lo que se refiere a las ESI, dada la nueva redacción del artículo 76 bis LMV por la Disposición final decimoctava de la LC, con la supresión de las particularidades relativas a los órganos concursales. Es suficiente con la aseveración según la cual en el concurso de las ESI, por lo que se refiere a la composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal, se aplican la especialidades previstas en la LC.

principal innovación: la inclusión de las especialidades en la LC. Por lo demás, se corresponden con las especialidades introducidas en la LMV por la Ley 37/1998, bien que referidas a la quiebra y a la suspensión de pagos, y en adelante concentradas en la LC, con el consiguiente vaciamiento de parte del contenido del artículo 76 bis LMV ⁽⁶⁵⁾.

En cuanto al nombramiento de los miembros de la administración concursal, se establecen ciertas excepciones al régimen común (artículo 27.2.1.º LC ⁽⁶⁶⁾); estas son por lo que se refiere a las personas legitimadas para ser nombradas, en cuanto al procedimiento de nombramiento mismo y por lo que hace a su retribución.

Así, será nombrado administrador concursal, en lugar del economista, auditor o titulado mercantil, personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otra persona propuesta por ésta de similar cualificación, a cuyo efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al juez la identidad de aquélla, sin que sea necesaria la aceptación ante el juez de aquél que haya sido nombrado por la Comisión (artículo 69.4 LC). El abogado y el miembro de la administración concursal representante del acreedor serán nombrados por el juez a propuesta del fondo de garantía al que esté adherida la entidad o quien haya asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores ⁽⁶⁷⁾.

(65) En relación a los órganos concursales, véase en nota n.º 31 lo dispuesto en el artículo 76 bis.1 LMV, según la Ley 37/1998.

(66) La administración concursal es un órgano colegiado, en general, y de carácter profesional. De aquí la fijación en el artículo 27 LC de las condiciones subjetivas de los potenciales administradores concursales. Y en el artículo 27.2 de la LC —“Condiciones subjetivas para el nombramiento de administradores concursales”—, se establece lo siguiente: “Por excepción a lo dispuesto en el apartado 1: 1.º *En caso de concurso* de una entidad emisora de valores o instrumentos derivados que se negocien en un mercado secundario oficial, de una entidad encargada de regir la negociación, compensación o liquidación de esos valores o instrumentos, o de una ESI, en lugar del economista, auditor o titulado mercantil, será nombrado administrador concursal personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otra persona propuesta por ésta de similar cualificación, a cuyo efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al juez la identidad de aquélla. El abogado y el miembro de la administración concursal representante del acreedor serán nombrados por el juez a propuesta del fondo de garantía al que esté adherida la entidad o quien haya asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores”.

(67) Téngase en cuenta que en el artículo 28.5 de la LC —“Incapacidades, incompatibilidades y prohibiciones”— se dispone lo siguiente: “Se aplicarán a los representantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de los fondos de garantía de depósitos, del Consorcio de Compensación de Seguros y de cualesquiera Administraciones públicas acreedoras, las normas contenidas en este artículo, con excepción de las prohibiciones por razón de cargo o función pública, de las contenidas en el párrafo segundo del apartado 4 de este artículo y de las establecidas en el apartado 2.2.º del artículo 93”.

El fundamento para encomendar a la CNMV la competencia para proponer como uno de los miembros cualificados de la administración concursal a alguien de su personal técnico o a otra persona de similar cualificación profesional radica en la especial complejidad que, por lo general, presentan las situaciones concursales de las ESI⁽⁶⁸⁾. Y lo mismo en relación al nombramiento de los otros miembros de la administración concursal, a propuesta del fondo de garantía al que esté adherida la entidad o quien haya asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores. Convenimos en que la CNMV y en su caso, el fondo de garantía de inversiones están dotados de una especial cualificación profesional para el ejercicio de tales funciones. Por lo demás, al tratar aquí de los órganos concursales ya no se discrimina según se trate de suspensión de pagos —interventores— o quiebra —comisario, depositario y síndicos—⁽⁶⁹⁾. El procedimiento concursal en único y, por lo que nos interesa, también la composición del órgano concursal⁽⁷⁰⁾.

(68) SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, p. 589, da esa justificación a las especialidades introducidas por la Ley 37/1998 en la LMV.

(69) SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, pp. 589-591, ajustándose al artículo 76 bis LMV, según Ley 37/1998, analiza las especialidades de referencia discriminando según se trate de la suspensión de pagos o de la quiebra de una ESI.

(70) Por lo que se refiere a la composición de la administración concursal como órgano colegiado no procede una simplificación en caso de concurso de una ESI. En el artículo 27.2.3.º, LC, se prevé la excepción siguiente: “Cuando se aplique el procedimiento abreviado previsto en los artículos 190 y 191, la administración concursal podrá estar integrada por un único miembro, que deberá ser abogado, auditor de cuentas, economista o titulado mercantil que reúna los requisitos previstos en el apartado 1”.

Recordemos que el artículo 190 —“Ámbito de aplicación”— establece lo siguiente: “1. El juez podrá aplicar un procedimiento especialmente simplificado cuando el deudor sea una persona natural o persona jurídica que, conforme a la legislación mercantil, esté autorizada a presentar balance abreviado y, en ambos casos, la estimación inicial de su pasivo no supere 1.000.000 de euros. 2. En cualquier momento de la tramitación de un concurso ordinario en el que quede de manifiesto la concurrencia de los requisitos mencionados en el apartado anterior, el juez del concurso podrá, de oficio o a instancia de parte, ordenar la conversión al procedimiento abreviado sin retrotraer las actuaciones practicadas hasta entonces. También podrá, con idénticos presupuestos y efectos, ordenar la conversión inversa cuando quede de manifiesto que en un procedimiento abreviado no concurre alguno de los requisitos exigidos”.

Y en el artículo 191 —“Contenido”— se prevé lo que sigue: “1. Con carácter general, acordado el procedimiento abreviado, los plazos previstos en esta ley se reducirán a la mitad, redondeada al alza si no es un número entero, salvo aquellos que, por razones especiales, el juez acuerde mantener para el mejor desarrollo del procedimiento. En todo caso, el plazo para la presentación del informe por la administración concursal será de un mes a contar desde la aceptación del cargo y sólo podrá autorizarse una prórroga por el juez del concurso no superior a quince días. 2. En el procedimiento abreviado la administración concursal estará integrada por un único miembro de entre los previstos en el punto 3.º del apartado 2 del artículo 27, salvo que el juez, apreciando en el caso motivos especiales que lo justifiquen, resolviera expresamente lo contrario”.

La retribución de los miembros de la administración concursal designados por la CNMV no puede realizarse con cargo a la masa ⁽⁷¹⁾ ⁽⁷²⁾. No se consideran deudas de la masa, por lo que éstos serán tratados como acreedores ordinarios ⁽⁷³⁾. Nada más se indica al respecto en la LC. A pesar de lo cual hay que entender que la CNMV podrá anticipar la retribución a los administradores concursales por ella designados, convirtiéndose ella misma en acreedor ordinario ⁽⁷⁴⁾.

(71) En el artículo 34 de la LC se excluye hacerlo con cargo a la masa, a diferencia de lo que sucede en cuanto a los administradores concursales, según el régimen común, configurada su remuneración como deudas de la masa, conforme a un sistema de arancel único para todo el territorio nacional, siguiendo al Anteproyecto de Ley Concursal de 1983. Esta es la dicción del artículo 34 de la LC —“Retribución”—: “1. Los administradores concursales tendrán derecho a retribución con cargo a la masa, salvo cuando se trate del personal de las entidades a que se refieren los párrafos 1.º y 2.º del apartado 2 del artículo 27. 2. Un arancel reglamentará la retribución correspondiente a la administración concursal, atendiendo a la cuantía del activo y del pasivo y a la previsible complejidad del concurso. Las participaciones de los profesionales designados administradores concursales en dicha retribución serán idénticas entre sí, y de doble cuantía que la del administrador concursal acreedor cuando se trate de persona natural y no designe profesional que actúe en su representación conforme a lo previsto en el último párrafo del apartado 1 del artículo 27. 3. El juez, previo informe de la administración concursal, fijará por medio de auto y conforme al arancel la cuantía de la retribución, así como los plazos en que deba ser satisfecha. 4. En cualquier estado del procedimiento, el juez, de oficio o a solicitud de deudor o de cualquier acreedor, podrá modificar la retribución fijada, si concurriera justa causa y aplicando el arancel a que se refiere el apartado 2 de este artículo. 5. El auto por el que se fije o modifique la retribución de los administradores concursales será apelable por cualquiera de éstos y por las personas legitimadas para solicitar la declaración de concurso”.

(72) En todo caso, hay que poner de relieve que en la práctica no supone nada nuevo, ya que tradicionalmente el personal de la CNMV no había percibido emolumentos por su participación en los órganos de la suspensión de pagos o de la quiebra (PALÁ, Reyes, comentario a la disposición final decimoctava de la LC, en *Comentario ...*, ob. cit.).

(73) Esto es, no se considera que tal remuneración sean gastos prededucibles: a cobrar al margen del procedimiento concursal y con preferencia absoluta. Puede explicarse por el hecho de la vinculación de tales administradores concursales con la CNMV y también por lo gravoso que esos gastos pueden ser para el adecuado desarrollo del procedimiento, ya que pueden vaciar el patrimonio concursal e impedir la continuación del procedimiento, o al menos, reducir de manera considerable el porcentaje de satisfacción de los acreedores concursales (BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, ob. cit., p. 255).

(74) Así estaba previsto en el artículo 76 bis LMV, según Ley 37/1998: “1.III. La retribución de los interventores o administradores podrá ser anticipada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando concurren circunstancias excepcionales y ésta sea la única manera de asegurar la continuación ordenada del procedimiento. La Comisión Nacional del Mercado de Valores no gozará de privilegio especial para el cobro de las cantidades que hubiese anticipado”. Y 2.II. “Lo dispuesto en el número anterior sobre retribución de los Interventores y administradores de las entidades suspensas será aplicable a los comisarios y depositarios de las entidades en quiebra”. Estos párrafos desaparecen en la nueva redacción del artículo 76 bis LMV por la

III. ESPECIALIDADES CONCURSALES EN RELACIÓN A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS

1. Consideraciones previas

Con la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (BOE de 23 de noviembre de 2002), de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (se cita Ley 44/2002) se adoptan diversas medidas para imprimir una mayor eficiencia y competitividad al sistema financiero español. Entre ellas destaca la integración de los diferentes sistemas de compensación y liquidación de valores existentes en uno solo⁽⁷⁵⁾; se crea la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y

Disposición final decimoctava, LC, pero como queda puesto de relieve, no se reproducen en el artículo 34 de la LC. En todo caso, a pesar de que el sistema de anticipo facultativo de la remuneración por la CNMV carece de cobertura bajo la vigencia de la LC, hay que estimar que, como tal facultad, bien que excepcional, podrá seguir operando a efectos de propiciar el normal desarrollo del procedimiento. Y ello sin perjuicio de que, al ser tratada como acreedor ordinario en relación a las cantidades anticipadas, es posible que no pueda recuperar todo su importe (SALINAS ADELANTADO, “Las especialidades concursales...”, p. 590, en relación al artículo 76 bis, LMV, según la Ley 37/1998).

⁽⁷⁵⁾ Se explica en la Exposición de Motivos, apdo. II, de la Ley 44/2002, de la manera que sigue: “En el mercado español los principales procesos de compensación y liquidación se han venido realizando por la Central de Anotaciones de Deuda Española (en adelante, CADE) para la negociación de Deuda Pública, y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, SCLV) para los valores admitidos a negociación en Bolsa y en AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (mercado secundario oficial de renta fija privada). Además, al amparo del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia han creado sus propios servicios de compensación y liquidación para los valores admitidos a negociación en sus respectivas Bolsas de Valores.

Esta multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España ha venido dificultando el proceso de integración de los mercados de valores españoles con los de sus homólogos europeos. En efecto, la introducción del euro ha dado lugar a un notable movimiento de fusión y coordinación de los mercados de valores comunitarios, tanto en el área de la negociación como en el de la compensación y liquidación. Por ello, es necesario dar la oportunidad a los sistemas españoles de negociar desde una posición única, a la vez que el aprovechamiento de las economías de escala resultantes del proceso de consolidación permitirá ofrecer un mejor servicio a menor coste y sobre todo facilitar la operativa desde el exterior. Para solucionar esta situación, la Ley establece en su articulado las modificaciones legales para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación existentes. Al efecto se diseña un régimen jurídico flexible y abierto en el cual se creará la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de sistemas), mediante un proceso de fusión del SCLV y la CADE. En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países”.

Liquidación de Valores (en adelante, Sociedad de sistemas), por vía de la transformación de la sociedad “Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.”, a su vez, fruto de la integración del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)⁽⁷⁶⁾ y la Central de Anotaciones de Deuda Española (CADE) (artículo 44 bis LMV)⁽⁷⁷⁾ ⁽⁷⁸⁾. Dado el perentorio plazo de seis meses impuesto por la citada disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, para que la Sociedad de sistemas asuma sus funcio-

(76) Conviene recordar que el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España constituyeron el 7 de junio de 2000 la compañía “Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.”. Y el 1 de abril de 2003 se constituye la Sociedad de Sistemas, que actúa en el tráfico como “Iberclear”, con el objeto de estudiar y promover los cambios legales, organizativos y técnicos que sean precisos para unificar los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en los mercados de ámbito nacional, de modo que su gestión pase a corresponder a una única entidad nueva.

(77) Con el artículo 1. Segundo de la Ley 44/2002 se introdujo un nuevo artículo 44 bis en la LMV, donde se fijan las funciones de la Sociedad de sistemas. Señalamos que los apdos. 8 y 9 son redactados de nuevo por la Disposición final decimoctava de la LC, al efecto de adaptar la terminología a la nueva LC, tal como se transcriben en la nota n.º 82. A continuación transcribimos la redacción de tales apdos. 8 y 9 según la Ley 44/2002: “8. En caso de declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas, esta última gozará de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en los sistemas gestionados por aquella. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del participante. 9. Declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad participante en los sistemas a que se refiere este artículo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, 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. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por la Sociedad de sistemas de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores.

A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta”.

(78) Hay que tener en cuenta que en la Disposición transitoria primera. Segundo de la Ley 44/2002 —“Régimen transitorio de la gestión de los sistemas de compensación y liquidación de valores”— se dispone lo que sigue: “La Sociedad de sistemas se creará mediante la transformación de la sociedad ‘Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.’, que con la participación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España se haya constituido”.

nes, en el apartado quinto de la disposición transitoria primera de la misma se prevé que continúen en vigor las disposiciones aplicables que rigen los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados con anterioridad por el Banco de España y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores ⁽⁷⁹⁾ ⁽⁸⁰⁾.

Por lo que nos interesa, con la LC se mantienen las medidas concursales especiales en relación a la Sociedad de sistemas introducidas en la LMV por la Ley 37/1998, con ciertos retoques de la Ley 44/2002, si bien ya no están concentradas en la LMV sino que se disgregan entre ésta y la LC. En todo caso, las finalidades siguen siendo estas ⁽⁸¹⁾: una, facilitar la liquidación de las operaciones realizadas, de ahí la obligación de las entidades adheridas de prestar garantías, afectas a la liquidación de las mismas, lo que impone un régimen especial de reducción y de reintegración de la masa; y otra, la protección del pequeño inversor, para lo que se conceden facultades particulares a la CNMV y a los inversores mismos. Estas son, pues, las medidas concursales especiales con respecto a la Sociedad de sistemas: un derecho de separación en favor de la

Y que en la Disposición transitoria segunda —“Régimen transitorio de las funciones asumidas por la Sociedad de sistemas”— se establece lo que sigue: “El artículo 54 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, quedará derogado en el momento en que, de conformidad con lo dispuesto en la disposición transitoria primera, se produzca la efectiva asunción de las funciones que el artículo 44 bis de la mencionada Ley confiere a la Sociedad de sistemas, todo ello, sin perjuicio del mantenimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del referido artículo 44 bis, respecto a los servicios creados en las Comunidades Autónomas con competencias en la materia”.

⁽⁷⁹⁾ En atención a las previsiones referidas de la Disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, se ha estimado conveniente, inicialmente, aprobar mediante Orden del Ministerio de Economía de 26 de marzo de 2003 (BOE del 28) un Reglamento, que figura como Anexo, que sirve para reiterar la plena vigencia de las normas que actualmente regulan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, declarada por el apartado quinto de la Disposición transitoria primera de Ley 44/2002, de 22 de noviembre; para precisar las funciones de algunas de las instituciones y entidades que intervienen en estos sistemas; y para establecer ciertas disposiciones que complementarán su régimen jurídico. El Reglamento entró en vigor el 1 de abril de 2003. Posteriormente, con la experiencia adquirida en sus pasos iniciales, se darán las condiciones para aprobar un nuevo Reglamento de la Sociedad de sistemas (véase nota n.º 83).

⁽⁸⁰⁾ Considerando que el proceso ha de realizarse con la máxima seguridad jurídica y bajo el principio de continuidad en el buen funcionamiento de los sistemas, dada su trascendencia para los Mercados de Valores en general, y en particular por las novedades que supone para el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

⁽⁸¹⁾ BELTRÁN, E. “Régimen concursal...”, pp. 265 y ss., en relación al Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV, cuyas previsiones, después de muchos vaivenes político-legislativos, son los que se llevaron a la LMV mediante la Ley 37/1998 y se siguen manteniendo, prácticamente inmutables, a pesar de las críticas y de las consideraciones vertidas por la doctrina.

Sociedad de sistemas (artículo 44 bis.8 LMV ⁽⁸²⁾/ ⁽⁸³⁾) y la exclusión de las

(82) Como se ha indicado, con la Disposición final decimoctava.1 de la LC se da nueva redacción a los apartados 8 y 9 del artículo 44 bis LMV, que quedan redactados de la forma siguiente:

“8. Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas, esta última gozará de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en los sistemas gestionados por aquella. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa activa del concurso del participante.

9. Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas a que se refiere este artículo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, 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. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por la Sociedad de sistemas de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores. A estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta.”

(83) Era en el artículo 54 de la LMV donde se preveían estas medidas concursales especiales para el SCLV. Con la Ley 44/2002 se introdujo el artículo 44 bis que vino a sustituir al anterior, de conformidad con la previsiones que siguen, ya mencionadas en el texto: en la Disposición transitoria segunda —“Régimen transitorio de las funciones asumidas por la Sociedad de sistemas”— se establece lo siguiente: “El artículo 54 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, quedará derogado en el momento en que, de conformidad con lo dispuesto en la disposición transitoria primera, se produzca la efectiva asunción de las funciones que el artículo 44 bis de la mencionada Ley confiere a la Sociedad de sistemas, todo ello, sin perjuicio del mantenimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del referido artículo 44 bis, respecto a los servicios creados en las Comunidades Autónomas con competencias en la materia”.

Y en la Disposición transitoria primera —“Régimen transitorio de la gestión de los sistemas de compensación y liquidación de valores”— de la Ley 44/2002 se prevé lo que sigue: “Primero. Hasta tanto la nueva sociedad a que se refiere el apartado 1 del artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, asuma efectivamente las funciones que en el mismo se le atribuyen, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España, en cuanto gestores de los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en los mercados que tienen encomendados, seguirán ostentando las mismas competencias que tuvieran a la entrada en vigor de la presente Ley. (...) Quinto. En tanto la Sociedad de sistemas no establezca otras disposiciones y decisiones en el ejercicio de las funciones de dirección, administración y ordenación que le atribuye la Ley del Mercado de Valores, continuarán en vigor las disposiciones y decisiones que en la fecha de asunción efectiva de sus funciones por la Sociedad de sistemas rijan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados hasta entonces por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y por el Banco de España.

La Sociedad de sistemas y el Banco de España mantendrán la debida coordinación a fin de sustituir la normativa vigente por las reglas de la Sociedad de sistemas que se aprueben en el futuro”.

acciones de reintegración de la masa⁽⁸⁴⁾. Asimismo, hay ciertas medidas concursales que comportan una extraordinaria tutela de los (pequeños) inversores; estas son: un derecho especial de separación de los valores y un privilegio

Asimismo, y en cumplimiento de lo ahora expuesto, se aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de sistemas), que figura como anexo a la Orden del Ministerio de Economía de 26 de marzo de 2003 (BOE de 28 de marzo de 2003). Según la Orden del Ministerio de Economía mencionada y el Reglamento que aprueba, las menciones al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores efectuadas en las disposiciones vigentes se entenderán hechas a la Sociedad de sistemas. Las menciones a la Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España se entenderán hechas a la Sociedad de sistemas en los casos en que dichas menciones se refieren a la Central de Anotaciones como gestor del sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

En el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro Compensación y Liquidación de Valores, en vigor desde el 1 de abril de 2003, entre otras previsiones, se dispone lo que sigue: “Primero.—La Sociedad de sistemas se rige por la Ley del Mercado de Valores y, en lo que le sean de aplicación, por lo dispuesto en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, en el Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, y demás normas concordantes.

Será Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación (la Sociedad de sistemas), el Reglamento de Organización y Funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (el ‘ROF’), con las adiciones y modificaciones que se establecen a continuación.

Junto al ROF, la Sociedad de sistemas aplicará la normativa que venía rigiendo hasta ahora el sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el cual se ajustará a tal normativa en tanto no se produzca el proceso de sustitución previsto en el apartado quinto de la Disposición transitoria primera de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. (...) Cuarto.—1. Las entidades que participen en las actividades de registro, compensación y liquidación estarán obligadas a cumplir cuantas disposiciones y decisiones adopte la Sociedad de sistemas en el marco de las funciones que le atribuyen las normas vigentes y, en particular, su Reglamento. Quinto.—1. Las entidades que a la entrada en vigor de este Reglamento ostenten la condición de entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores serán entidades participantes en la Sociedad de sistemas sin solución de continuidad en sus respectivas funciones, derechos u obligaciones frente al gestor del sistema de registro, compensación y liquidación.

2. Las entidades que a la entrada en vigor de este Reglamento ostenten, o que adquieran en el futuro, la condición de Entidad Gestora o de Titular de Cuenta del Mercado de Deuda Pública serán entidades participantes en la Sociedad de sistemas sin que en esta condición se produzca solución de continuidad en sus respectivas funciones, derechos u obligaciones frente al gestor del sistema de registro, compensación y liquidación.

3. Las menciones a las entidades adheridas recogidas en el ROF y en cualquier otra disposición o decisión emitida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores quedan sustituidas por menciones a las entidades participantes”.

(84) En el artículo 71.5 de la LC —“Acciones de reintegración”—, siguiendo la postura doctrinal que preconizaba la interpretación flexible del artículo 878.2 del Código de Comercio, se establece lo que sigue:

“1. Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta. (...) 5. En ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales, ni los actos comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados”. A

absoluto del inversor. En puridad, son muy escasas las innovaciones introducidas por la LC al respecto, aparte de los lógicos cambios terminológicos impuestos por los nuevos principios inspiradores del procedimiento concursal único. De ahí que abordemos de manera sintética los extremos ahora señalados.

2. Régimen de las garantías constituidas en favor de la Sociedad de sistemas

A) El especial derecho de separación

Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas⁽⁸⁵⁾, esta última gozará de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes⁽⁸⁶⁾. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa activa del concurso del participante (artículo 44 bis.8 LMV, según la Disposición final decimoctava.1 de la LC). Se mantienen las previsiones del artículo 54.VIII LMV, según la Ley 37/1998, siguiendo literalmente a la Disposición Adicional 7.^a de la Ley 3/1994, de Transposición de la Segunda Directiva Bancaria, respecto de las garantías ofrecidas por los

estos efectos, hay que invocar la Disposición Adicional segunda de la LC, que prevé lo que sigue: “1. En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, ESI y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica (...). 2. Se considera legislación especial, a los efectos de la aplicación del apartado 1, la regulada en las siguientes normas: (...) c) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en lo que respecta al régimen aplicable a los sistemas de compensación y liquidación en ella regulados, y a las entidades participantes en dichos sistemas, y en particular los artículos 58 y 59)”.

(85) Las menciones a las “entidades adheridas” recogidas en el ROF y en cualquier otra disposición o decisión emitida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores quedan sustituidas por menciones a las “entidades participantes” (véase la nota n.º 83).

(86) Las ESI participantes en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas han de constituir garantías —“fianza colectiva”, según el artículo 54.VI LMV— en relación a la liquidación de las operaciones bursátiles; esto es, en garantía de que el comprador reciba los valores pactados y el vendedor, el precio. Para paliar el riesgo de que el vendedor no entregue los valores o el comprador el precio se establecen ciertas medidas, entre las cuales se encuentra esta garantía, que puede ser una fianza, una prenda de valores o saldos, o también un aval e, incluso, un seguro de caución, tal como resulta del artículo 62.3 RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (véase ZUNZUNEGUI, F., “Garantías en la liquidación de las operaciones bursátiles”, en *Derecho de los Negocios*, n.º 37, 1993, pp. 10 y ss.).

miembros y los clientes de los mercados de futuros y opciones, en caso de quiebra. En definitiva, continúan entremezcladas normas sobre reintegración y reducción de la masa en caso de concurso de una ESI participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas ⁽⁸⁷⁾.

Se trata de impedir que formen parte de la masa del concurso los bienes y los derechos sobre los que se materializan las garantías aportadas a la Sociedad de sistemas. Hay un derecho de separación muy especial para cuyo ejercicio se legitima a la Sociedad de sistemas —que no es acreedor en el concurso, ni titular de los bienes o derechos— sino un gestor de esas garantías, de las que resultan beneficiarios las entidades participantes del sistema y, más en concreto, la entidad que no haya cumplido con su obligación, de entrega, en la concreta operación ⁽⁸⁸⁾. Es, pues, un supuesto especial de reducción de la masa, en relación a unos bienes y derechos cuyo destino está fijado legalmente. No es un derecho de ejecución separada, a pesar de que se diga que “el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa activa del concurso del participante”, al modo del artículo 918.III del Código de Comercio para el derecho de ejecución separada del acreedor pignoraticio.

B) La exclusión de las acciones de reintegración de la masa

Habiéndose prescindido en la LC del sistema de retroacción absoluta (antiguo artículo 878.2 del Código de Comercio) ⁽⁸⁹⁾, una vez declarado el concurso de una ESI participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de sistemas, en ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos comprendidos en el ámbito de *leyes especiales* reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados (artículo 71.5 de la LC

(87) Ya lo puso de relieve BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, p. 266, con respecto al Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV.

(88) Pero no se trata de un verdadero derecho de separación de los titulares de los bienes o derechos encontrados en poder del deudor, ni tampoco de un derecho de ejecución separada, atribuido a determinados acreedores (BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, p. 267, con respecto al Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV).

(89) No obstante, recordemos que en el inciso final del artículo 54.VIII de la LMV, según la Ley 37/1998, se disponía lo que sigue: “Las mencionadas garantías sólo serán impugnables al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución de la Garantía”. En la línea de desactivación de la previsión del artículo 878 del Código de Comercio.

Véase en BELTRÁN, “Régimen concursal...”, pp. 268-269, una referencia sintética sobre los intentos de interpretación flexibilizadora del sistema de retroacción absoluta sancionado en el artículo 878 del Código de Comercio.

—“Acciones de reintegración”—⁽⁹⁰⁾ y Disposición adicional segunda LC ⁽⁹¹⁾). Hay que entender que quedan excluidas del sistema de acciones de reintegración de la masa los bienes y derechos objeto de las garantías constituidas en favor de la Sociedad de sistemas; al margen, pues, de la presunción absoluta de perjuicio y de la presunción relativa de fraude, sancionadas en el artículo 71.1 y 2 LC ⁽⁹²⁾. Y ello porque en el artículo 44 bis.VIII LMV, en la redacción de la Disposición final decimoctava.1 de la LC, se ha mantenido la dicción introduci-

⁽⁹⁰⁾ Hay que tener a la vista el artículo 71, 1 y 5, de la LC —“Acciones de reintegración”— que dispone lo siguiente: “1. Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta. (...) 5. *En ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales, ni los actos comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados*”(la cursiva es nuestra). A este respecto, la LMV es “legislación especial”, tal como resulta de la Disposición adicional segunda de la LC, y más en concreto los artículos 44 bis —se corresponde con el artículo 54—, 58 y 59.

⁽⁹¹⁾ Con la Ley 36/2003, de 11 de noviembre (BOE núm. 271, de 12 de noviembre), de medidas de reforma económica, en su Disposición adicional tercera —“Modificación de la Ley Concursal”— se incorpora un nuevo apartado 3 a la Disposición Adicional Segunda, LC (véase en nota núm. 9). Con ello se trató de salvar las disfunciones que hubiesen podido generarse en el sistema financiero de mantenerse la redacción inicial. Así había sido puesto de relieve por DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal...”, op. cit., pp. 3-5 quienes, a los efectos ahora considerados, estimaban que, con la Disposición Adicional Segunda de la LC, en su redacción anterior, la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores se aplicaría como legislación especial sólo a los concursos de las entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación, lo que planteaba un grave problema dado que, como es sabido, una parte importante de la negociación en los mercados de valores la realizan personas físicas o jurídicas que no son ni miembros de los mercados oficiales de valores ni entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, y es que éstos actúan como meros comisionistas o representantes de los clientes o inversores finales, cuyo concurso podrá determinar la reintegración a la masa activa, la revocación o la no cancelación de la operación. De aquí que como más relevante efecto indeseado de la Disposición Adicional segunda sobre nuestro sistema financiero los autores mencionaban el que se refiere a la supresión de ciertas medidas tendentes a la eliminación de los riesgos sistémicos relacionados con los sistemas de compensación y liquidación de valores; en concreto, la firmeza en la liquidación, prevista en la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, implementada en nuestro ordenamiento mediante la Ley 41/1999.

⁽⁹²⁾ Se discrepa acerca de la integración de esta medida en la LC. GARCÍA-CRUCES, J.A., “La reintegración de la masa activa en la Ley Concursal”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, 11 de septiembre de 2003, p. 5, se manifiesta favorable al pronunciamiento de la LC sobre el tratamiento como una excepción del extremo expuesto; en cambio BELTRÁN, E., “Algunas consideraciones sobre la composición del patrimonio concursal”, en VV.AA. *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001*, dir. por R. García Villaverde, A. Alonso Ureba y J.

da por la Ley 44/2002, en la que se prescindió del inciso final del artículo 54.VIII LMV, redactado por la Ley 37/1998 y según el cual las garantías sólo podrían ser impugnadas mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, demostrando la existencia de fraude en la constitución de la garantía, con lo que ya se había avanzado en la línea interpretativa superadora de la nulidad absoluta prescrita por el artículo 878.2 del Código de Comercio ⁽⁹³⁾.

3. Algunas medidas para la tutela de los inversores

Con la LC se mantienen las medidas adoptadas en defensa de los intereses del pequeño inversor ⁽⁹⁴⁾. Como hemos indicado, con la Disposición final decimoctava. 1 de la LC, el apartado 9 del artículo 44 bis de la LMV queda redactado como sigue: “Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas a que se refiere este artículo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, 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. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por la Sociedad de sistemas de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores. A estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta”. Se trata de una facultad de traspaso de los valores propiedad de los clientes y el privilegio de los inversores sobre el efectivo procedente del ejercicio o venta de sus derechos anotados.

Pulgar Ezquerro, Madrid, 2002, pp. 153-175, en p. 174, discrepa sustancialmente, por la amplitud con la que está configurada la excepción y también formalmente, ya que estima que este extremo debía haberse contemplado en la legislación especial reconocida en la Disposición Adicional Segunda de la LC.

⁽⁹³⁾ Véase SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, pp. 585-586, con respecto a las medidas introducidas por la Ley 37/1998.

⁽⁹⁴⁾ Medidas adoptadas por la Ley 37/1998, en el artículo 54 de la LMV, y luego mantenidas en el artículo 44 bis LMV, introducido por la Ley 44/2002. Al respecto, véanse: BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, pp. 269-273, con respecto al Anteproyecto de Ley de reforma de la LMV; y SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, pp. 586-587, en relación a las especialidades introducidas en la LMV por la Ley 37/1998.

A) El especial derecho de separación de los valores

Cuando se declare el concurso de una ESI, la CNMV, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, 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. A estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso.

Con esta medida se afrontó la colisión de intereses planteada ante algunas quiebras de entidades adheridas al SCLV entre el derecho de separación de los titulares de los valores anotados —y su disponibilidad inmediata— y los de la quiebra de la entidad a proceder a una correcta determinación de la masa activa⁽⁹⁵⁾.

Se trata de un derecho de separación especial por ser extraconcursal y extrajudicial. Esto es, para el ejercicio del mismo se legitima a la CNMV y, en su caso, al Banco de España, que de oficio procederán al traslado de los registros contables a otra entidad, sin perjuicio de que el titular decida un ulterior traslado. Todo ello sin coste alguno para el inversor, pero sin que se prevea quién asume los gastos ocasionados⁽⁹⁶⁾. Además, se actúa sin intervención de los órganos concursales. En definitiva, es tanto como si el concurso de

(95) Como pone de relieve RECALDE CASTELLS, A., “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”, *RDBB*, n.º 54, 1994, pp. 520-524, no se discutía el derecho de separación de los valores por parte de sus titulares, ya que tales valores son de titularidad ajena y además, porque de ello dependía la confianza en el mercado de valores, que desaparecería en el caso de que los inversores no solo tuviesen que soportar el riesgo de insolvencia del emisor de los valores, sino también, el del gestor de la cuenta. Los órganos concursales procedían a inmovilizar las anotaciones, mediante las reglas concursales relativas a la inhabilitación y ocupación de los bienes del quebrado, a efectos de que los perjudicados ejerciesen su derecho de separación (véase también BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, pp. 270-271).

(96) No se concreta si el coste del traspaso de los valores se considera una deuda de la masa, o si lo asume la entidad participante en el sistema que recibe los registros o el Fondo de Garantía de Inversiones. SALINAS ADELANTADO, C., “Las especialidades concursales...”, pp. 586-587, se manifestó a favor de que fuese el Fondo, ya que la primera opción supondría un agravamiento de la situación de la entidad en concurso y la opción segunda vendría a desincentivar a las potenciales entidades receptoras de los registros objeto de traspaso.

la ESI no afectase a los valores en posesión de la entidad declarada en concurso ⁽⁹⁷⁾.

Para el supuesto de que ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por la Sociedad de sistemas de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores.

B) El privilegio de los inversores

Como otra medida concursal para la tutela de los inversores, en el artículo 44 bis, IX, inciso final de la LMV se dispone lo que sigue: “La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta” ⁽⁹⁸⁾. Se trata de un privilegio absoluto en favor de los titulares de valores; esto es, el crédito del inversor, por las cantidades adeudadas por la entidad por la gestión realizada (como la venta de los valores) no se somete al régimen común del concurso. Se ejecutará por vía extrajudicial y de modo extraconcursal por la Sociedad de sistemas, sin autorización alguna del juez del concurso. En caso de que el inversor no pueda satisfacer su derecho directamente, podrá instar al Fondo de Garantía de Inversiones (artículo 77.7 LMV ⁽⁹⁹⁾). No cabe, pues, la superposición de las dos medidas de tutela del inversor.

(97) BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, p. 272, puso de relieve, en relación al Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV, que el problema expuesto era de alcance general y que debería afrontarse como tal, previendo un procedimiento de separación rápido, con independencia de la índole del deudor. En la LC, se mantiene el traspaso de los valores tal como se expone en el texto y en general, después de sancionar el principio de universalidad (artículo 79), dentro del capítulo relativo a la determinación de la masa activa, en el artículo 80 —“Separación”— se dispone lo siguiente: “1. Los bienes de propiedad ajena que se encuentren en poder del concursado y sobre los cuales éste no tenga derecho de uso, garantía o retención serán entregados por la administración concursal a sus legítimos titulares, a solicitud de éstos. 2. Contra la decisión denegatoria de la administración concursal podrá plantearse incidente concursal”. Cabe recordar que en el Anteproyecto de Ley Concursal de 1983 se preveía que la separación se acordaría por auto, dictado sin trámites, por el juez del concurso, a la vista de la solicitud de sus respectivos titulares informada favorablemente por el síndico (artículo 266.I, *in fine*).

(98) BELTRÁN, E., “Régimen concursal...”, p. 273, en relación al Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV —cuya dicción se mantuvo en el texto final del artículo 54 LMV, según la Ley 37/1998—, tachó dicho inciso de “frase poco técnica, pero muy clara”.

(99) En el artículo 77.7 de la LMV —según redacción de la Ley 37/1998—, se dispone lo que sigue:

“Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida a un Fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la Sociedad Gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el Fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

Lo cierto es que se trata de un privilegio que no parece coordinar con el criterio de reducción en el que se inspira la LC al abordar la regulación de la clasificación de los créditos⁽¹⁰⁰⁾. Tal vez sería más lógico que la tutela del inversor se canalizara, con carácter exclusivo, a través del Fondo de Garantía de Inversiones⁽¹⁰¹⁾.

IV. CONCLUSIONES

Es indudable que las últimas intervenciones del legislador en materia del tratamiento concursal de las ESI vienen condicionadas por las exigencias del mercado, castigado por grandes escándalos que comportan una retracción de la confianza de los inversores en él. Pero no siempre la opción adoptada al respecto es la más conveniente. En concreto, la exclusión de las ESI del régimen concursal común, invocando la fuerte intervención pública a que están sometidas, tal como se alega en el Reglamento comunitario sobre insolvencias. Lo que se impone es coordinar la apertura de un procedimiento concursal de las ESI con el control público al que están sometidas.

a) Que la entidad haya sido declarada en *estado de quiebra*.
b) *Que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad*.

c) Que la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la ESI no puede, aparentemente y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, siempre que los inversores hubieran solicitado a la ESI la devolución de fondos o valores que le hubieran confiado y no hubieran obtenido satisfacción por parte de la misma en un plazo máximo de 21 días hábiles.

Una vez hecha efectiva la garantía por el Fondo, éste se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la ESI, hasta un importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la ESI fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago del importe garantizado por el fondo, éste podrá resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si el valor de los que haya que restituir fuese mayor que la diferencia entre el de los que fueron confiados a la ESI y el importe pagado al inversor. A tal fin, está facultado a enajenarlos en la cuantía que resulte procedente, conforme a las prescripciones que se establezcan reglamentariamente”.

(100) Tal como pone de relieve la Exposición de Motivos de la LC (apdo. V), la regulación de la materia de la clasificación de los créditos es una de las que introduce innovaciones más importantes “porque reduce drásticamente los privilegios y preferencias a efectos del concurso... Se considera que el principio de igualdad de tratamiento de los acreedores ha de constituir la regla general del concurso y que sus excepciones han de ser muy contadas y siempre justificadas”. El privilegio que contemplamos no está previsto en la LC —en la sección relativa a la clasificación de los créditos— sino en la LMV, que se aplica en tanto que legislación especial (Disposición adicional segunda LC).

(101) RECALDE CASTELLS, A., “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”, *RDBB*, n.º 54, 1994, pp. 520-524, op. cit.

El legislador español ha optado por someter el tratamiento normativo de la insolvencia de las ESI al régimen concursal general, pero con algunas especialidades significativas, respecto a las cuales la Ley Concursal denota una postura continuista, dado que no se introducen innovaciones relevantes. Esto es, no se procede a la configuración de un auténtico estatuto concursal particular para el sector financiero. Se sigue con la solución mixta, en el sentido de combinar medidas paraconcursoales (el Fondo de Garantía de Inversiones) con otras concursales. Tal vez el peso de los escándalos más recientes (AVA y Gescartera) han empujado al legislador a adoptar una postura prudente, lo que trasciende a la configuración de las especialidades.

Estas son las especialidades más destacables: la legitimación activa de la CNMV para solicitar la declaración en estado de insolvencia de una ESI y la colaboración de la citada Comisión con la autoridad judicial en distintos momentos del procedimiento (como es el momento en que con el auto se produce la apertura de la tramitación de la fase común del concurso y en particular, por lo que se refiere a la constitución y el funcionamiento de la administración concursal). En lo demás, hay que atenerse a la legislación específica (donde se prevén ciertas medidas especiales en relación a las Sociedad de sistemas, que redundan en una tutela particular en favor de los inversores) y al régimen concursal general previsto en la LC.

El presupuesto objetivo y la competencia para su fijación se ajustan al régimen concursal común. Ni aquél se anticipa ni se limita, ni tampoco se atribuye a la CNMV una cualificación especial, sin perjuicio de que, dada la supervisión que le compete sobre la empresa de inversión afectada, de hecho, la intervención de este organismo público facilite al juez del concurso su tarea de determinar si concurre o no el presupuesto objetivo del mismo.

Lo cierto es que en el artículo 76 bis LMV se sigue manteniendo la misma configuración restrictiva de la legitimación de la CNMV para solicitar la declaración del concurso de una ESI, cuando la CNMV debería poder solicitar la declaración de concurso desde el momento en que detectase las primeras dificultades en una ESI, lo que operaría de manera preventiva, en aras de la defensa de los intereses de los inversores. Cabe entender que la nueva dicción del artículo 76 bis LMV, adecuada a la configuración del presupuesto objetivo del concurso actuada por la LC se coordina con la delimitación del supuesto de hecho activador de la indemnización de los inversores llevada a cabo en el RD 948/2001, susceptible de reducción a una situación única: la situación de “insolvencia” de la empresa de inversión afectada, en cuanto que no puede cumplir con las obligaciones contraídas con los inversores.

En relación a la administración concursal la principal innovación, por lo que hace a las ESI, es esta: la inclusión de las especialidades en la LC. Por lo demás, se corresponden con las especialidades introducidas en la LMV por la

Ley 37/1998, bien que referidas a la quiebra y a la suspensión de pagos, y en adelante concentradas en la LC, con el consiguiente vaciamiento de parte del contenido del artículo 76 bis LMV. Así, será nombrado administrador concursal, en lugar del economista, auditor o titulado mercantil, personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otra persona propuesta por ésta de similar cualificación. Sus retribuciones no son consideradas como deudas de la masa, por lo que serán tratados como acreedores ordinarios.

Con la LC se mantienen las medidas concursales especiales en relación a la Sociedad de sistemas introducidas por la Ley 37/1998 en la LMV, con ciertos retoques de la Ley 44/2002, si bien ya no están concentradas en la LMV sino que se disgregan entre ésta y la LC. Lo cierto es que después de muchos vaivenes político-legislativos se llevaron a la LMV mediante la Ley 37/1998 las medidas concursales previstas en el Anteproyecto de Ley de Reforma de la LMV y se siguen manteniendo, prácticamente inmutables, a pesar de las críticas y de las consideraciones vertidas por la doctrina. Estas son las medidas concursales especiales con respecto a la Sociedad de sistemas: un derecho de separación en favor de la Sociedad de sistemas (artículo 44 bis.8 LMV) y la exclusión de las acciones de reintegración de la masa. Además, hay ciertas medidas concursales que comportan una extraordinaria tutela de los (pequeños) inversores; estas son: un derecho especial de separación de los valores y un privilegio absoluto del inversor.

Ciertamente, las innovaciones introducidas por la LC en el ámbito que nos ocupa son muy escasas, aparte de los lógicos cambios terminológicos impuestos por los nuevos principios inspiradores del procedimiento concursal único. Lo más llamativo es la integración de la normativa concursal sobre las ESI al propio texto de la LC, desgajando algunos extremos de los preceptos de la LMV, donde se siguen regulando otros temas de alcance concursal. Y lo discutible, por ambiguo, es el criterio adoptado para tal proceso de aligeramiento de los artículos de la LMV, más aún si tenemos en cuenta que se trata de legislación específica, vigente, pues, según la Disposición adicional segunda LC.

Lo más destacable tal vez sea lo que no se ha hecho, dada la postura ya señalada, prudente en exceso, adoptada por el legislador español al abordar la fijación del régimen concursal de las ESI.

EL REGLAMENTO DE LA JUNTA GENERAL EN LA LEY DE TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS (ART. 113 LMV) (*)

LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO

*Registrador Mercantil
Economista*

SUMARIO

- I. HISTORIA DE LA NORMA LEGAL Y DERECHO COMPARADO.
- II. EL PRESUPUESTO DE LA NORMA. EL RECONOCIMIENTO DE LA POSTESTAD REGLAMENTARIA DE LA JUNTA.
- III. LA FINALIDAD DE LA NORMA. EL PROPÓSITO DE LA REFORMA.
- IV. LA TÉCNICA REGULATORIA Y LOS LÍMITES DE LA REFORMA.
- V. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA Y EL PROCEDIMIENTO DE APROBACIÓN DEL REGLAMENTO DE JUNTA (ART. 113.1 INCISO PRIMERO LMV).

(*) El presente artículo es una primera versión del comentario del autor al artículo 113 de la LMV en un futuro libro colectivo que llevará el título “Comentario a la ley de Transparencia”, dirigido por A. Rojo Fernández-Río. El autor acepta de antemano agradecido los comentarios y sugerencias en su dirección de correo: lfernandez@registradores.org

RDBB núm. 93 / Enero-Marzo 2004

VI. EL CONTENIDO DEL REGLAMENTO DE JUNTA (ART. 113.1 *IN FINE* LMV).

1. **Previsiones reglamentarias sobre convocatoria de la Junta.**
2. **La autorregulación sobre la fijación del orden del día de la Junta. La hipotética disciplina reglamentaria de las “propuestas alternativas”.**
3. **Previsiones reglamentarias sobre legitimación para la asistencia a la Junta.**
4. **Previsiones reglamentarias relativas a la acreditación de la condición de accionista para el ejercicio de sus derechos sociales.**
5. **Previsiones reglamentarias sobre representación del accionista.**
6. **Previsiones reglamentarias sobre delegación y voto “a distancia”.**
7. **Previsiones reglamentarias que desarrollan lo previsto en materia de derecho de información (art. 112 LSA).**
8. **Previsiones reglamentarias sobre el portal corporativo.**
9. **Previsiones reglamentarias sobre el contenido y la puesta a disposición de los socios del informe anual de gobierno corporativo (art. 116 LMV).**
10. **Previsiones reglamentarias sobre la celebración y desarrollo de la Junta.**

VII. LA PUBLICIDAD LEGAL DEL REGLAMENTO DE JUNTA: COMUNICACIÓN A LA CNMV E INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO MERCANTIL (ART. 113.2 LMV).

VIII. EFICACIA JURÍDICA DEL REGLAMENTO DE JUNTA.

I. HISTORIA DE LA NORMA LEGAL Y DERECHO COMPARADO

La nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas añade, como es sabido, todo un título, el que lleva el ordinal X, a la Ley del Mercado de Valores. Dicho nuevo título X, arts. 111 a 117 LMV, pasa a intitularse “De las sociedades cotizadas”. Su capítulo III está dedicado a “los órganos sociales”. El primero de los artículos de ese capítulo reza así:

Artículo 113. De la junta general de accionistas.

1. La junta general de accionistas de la sociedad anónima con acciones admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, constituida con el quórum del artículo 102 de la Ley de Sociedades Anónimas o el superior previsto a este propósito en los estatutos, aprobará un reglamento específico para la junta general. En dicho reglamento podrán contemplarse todas aquellas materias que atañen a la junta general, con respeto de las materias reguladas en la ley y los estatutos.

2. Dicho reglamento será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia del documento en que conste. Una vez efectuada esta comunicación se inscribirá en el Registro Mercantil con arreglo a las normas generales.

La Ley de Transparencia ha sido, a su vez, objeto de desarrollo reglamentario por Orden del Ministerio de Economía 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre informe anual de gobierno corporativo en que se detalla el contenido de dicho informe en relación, entre otras cosas, al funcionamiento de la Junta General con descripción de su Reglamento [Primero.1.e)]. En su apartado Cuarto, la OM desarrolla también la Ley de Transparencia en punto al contenido mínimo de la web corporativa que, en lo que a nosotros interesa, incluye la difusión en el portal en Internet del Reglamento de la Junta General [Cuarto.1.b)] así como otro tipo de informaciones: documentos relativos a Juntas Generales; información sobre el desarrollo de Junta y sobre los “cauces de comunicación con los accionistas”, representación del accionista en Junta General; voto a distancia [cfr. apartados f) a j) de la misma disposición]⁽¹⁾.

El precepto que nos ocupa de la Ley de Transparencia incorpora al Derecho positivo de sociedades una recomendación contenida en el “Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas” (en adelante: “Informe Aldama”): que mediante un soporte normativo adicional a la legislación existente se impusiera a las cotizadas la “obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo” que comprende, junto al del consejo, de un “Reglamento de la Junta General” (cap. IV, 1.3).

El contenido de un tal reglamento se esboza en el mismo “Informe Aldama” en su apartado 1.3 (“Reglamento de la Junta General”) del capítulo IV (“Los órganos de gobierno”). Tanto el anterior “Informe Olivencia” —con su visión harto pesimista de las posibilidades de revitalización de la junta general— como la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles del Ministerio de Justicia —decididamente favorecedora de ese propósito— desconocieron la institución.

(1) La circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV detalla aún más todo lo relativo al informe anual de gobierno corporativo y el contenido mínimo obligatorio de las páginas web. En el modelo de informe anual del anexo I se incluye un apartado, el encuadrado en el epígrafe “E. Junta General” que obliga, entre otras cosas, a informar sobre las modificaciones introducidas en el reglamento de la junta general y sobre “las medidas adoptadas para fomentar la participación de los accionistas en las juntas generales”; las adoptadas para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la junta general y las “políticas seguidas por la sociedad referente a las delegaciones de voto en la junta general”. No está muy claro cuál sea la razón de detallar tales cuestiones en el informe anual si han de tener reflejo normativo en el reglamento.

Sin embargo, la Propuesta de Código incluía ciertas especialidades en materia de organización y funcionamiento de la Junta General de las sociedades cotizadas en una batería muy meditada de normas (arts. 386-415), que sin duda fueron tenidas en cuenta por los expertos de la “Comisión Aldama”: algunas de las “medidas” allí contenidas son inspiradoras de ciertas indicaciones sobre el posible contenido del reglamento obligatorio según el “Informe Aldama”. Donde aquélla pretendió regulación imperativa, ésta prefiere la “autorregulación”, de suerte que el Reglamento se elabore y difunda *“integrando o completando, según se estimara precedente, los estatutos sociales”*.

La tramitación parlamentaria de la Ley apenas “mejoró” la redacción primitiva del proyecto: la superflua remisión a los “requisitos generales” de la publicidad registral del reglamento se añadió en el Senado que, sin embargo, desaprovechó la ocasión para resolver la conveniencia/necesidad de la existencia de un “Reglamento de la Asamblea” de las Cajas de Ahorro, sujetas ahora a un régimen de transparencia específico ⁽²⁾.

En *Derecho comparado* es bien sabido que ciertas de las sugerencias o “medidas” tendentes a la potenciación del papel de la Junta General y de la protección del socio minoritario avanzadas por la doctrina y los prácticos han sido abordadas en el marco de las diferentes reformas legislativas que recientemente han sacudido los Derechos positivos de sociedades con el propósito de tratamiento normativo de algunos de los temas de la “corporate governance” y, también, de la profundización de la transparencia de las cotizadas. No obstante, precepto similar al que comentamos sólo se encuentra, que yo sepa, en Derecho positivo comparado en el § 129 AktG en la redacción dada por la KonTraG (Ley alemana para el control y la transparencia en el ámbito empresarial de 27

(2) Contenido en las disposiciones adicionales segunda y cuarta de la Ley de Transparencia y luego modificado por la Ley de Acompañamiento de Presupuestos del año 2004 (Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social), cuyo artículo 101 da una nueva redacción al artículo 20 bis y ter de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro. Tanto el nuevo artículo 20 bis (a propósito de la comisión de retribuciones) como el artículo 20 ter (que trata de la comisión de inversiones) remiten, en cuanto a su respectivo régimen de funcionamiento, a lo establecido “por los estatutos de la Caja y su propio Reglamento interno”. Parece, pues, contemplarse sendos reglamentos orgánicos de comisiones, aunque no creo que haya inconveniente a la existencia de un reglamento general de consejo que incluya previsiones específicas sobre funcionamiento de las citadas comisiones. Nada se dice de un posible reglamento de asamblea por más que también las cajas de ahorro deban elaborar un informe anual de gobierno corporativo.

de abril de 1998) ⁽³⁾. Dicho precepto claramente inspira el nuestro: “*La junta general, por mayoría de al menos tres cuartas partes del capital social representado en el momento de adopción del acuerdo, puede dotarse de un reglamento de régimen interior con reglas para la preparación y la realización de la junta general*”.

En la justificación de la reforma, tras referirse su redactor al mal funcionamiento de las juntas de las grandes sociedades, se nos indica que la elaboración de un reglamento (voluntario para la sociedad) puede “*ayudar a la revitalización de la junta general, a la concentración en un debate de contenido técnico y, en definitiva, a mejorar el control por parte de los propietarios en la junta general*”. De su contenido específico puede formar parte, se nos dice, todo lo relativo a la regulación de los servicios de seguridad, el nombramiento de la persona que presida la asamblea, sus facultades para dirigir y ordenar la junta, la participación de los auditores de cuentas, la grabación de las intervenciones, su limitación de tiempo, el derecho de hacer preguntas, el procedimiento de escrutinio de votos, la entrega de copias y otros aspectos. En general, la medida ha tenido escaso éxito práctico ⁽⁴⁾, entre otras cosas por lo desmesurado del quórum de aprobación establecido en la Ley —incluso superior al de modificación de estatutos—, muy difícil de conseguir para empresas de cierta dimensión. En la doctrina alemana existen opiniones bastante pesimistas sobre la utilidad de la reforma.

En ausencia de previsión legal, deben ser rarísimos los “códigos de conducta” que se ocupen del tema. Sólo conozco el “Codice di Autodisciplina delle società quotate” italiano ⁽⁵⁾, en cuyo artículo 13.4 de la versión última de julio de 2002 puede leerse lo siguiente: “*Il consiglio di amministrazione propone*

(3) Pueden consultarse: BACHMAN, “Die Geschäftsordnung des Hauptversammlung”, AG, 1999, pp. 210 y ss.; HENNERKES y KÖGEL, “Eine Geschäftsordnung für die Hauptversammlung”, DB, 1999, pp. 81 y ss. En SCHAAF, “Die Geschäftsordnung der AG-Hauptversammlung—eine praktische Notwendigkeit?”, ZIP 32/1999, pp. 1339 ss., se critica su escasa utilidad práctica pero se incluye un modelo de reglamento. También en: MARSCH-BARNER, “Die Geschäftsordnung des Hauptversammlung”, en DÖRNER/MENONLD/PFITZER/OSER, *Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und der Prüfung. KonTraG-Corporate Governance*, 2.ª edición, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 2003, pp. 557-564.

(4) En HENNERKES/KÖGEL, artículo citado, p. 81, se menciona que una sola sociedad alemana, cotizada en bolsa, había por entonces elaborado su reglamento de junta. En 2003 —MARSCH-BARNER op. cit. ut supra— habría aumentado el número a dos: la sociedad VBH Holding AG y la compañía Value MANAGEMENT & RESEARCH Aktiengesellschaft.

(5) Puede verse en: www.borsaitalia.it. Existe un “Schema-tipo di regolamento dell’assemblea” elaborado por profesores universitarios por encargo de la Assonime y la ABI (Asociación Bancaria Italiana). Vid. CARBONETTI, F. (uno de los redactores): “Il regolamento di assemblea”, *Riv. Soc.*, 2001, pp. 157-183.

all'approvazione dell'assemblea un regolamento che disciplina l'ordinato e funzionale svolgimento della assemblea ordinaria e straordinaria della società, garantendo il diritto di ciascun socio di prender la parola sugli argomenti posti in discussione". En el comentario oficial se contiene una indicación sobre el contenido posible del reglamento de junta: "tra gli altri argomenti, la durata massima dei singoli interventi, il loro ordine, le modalità di votazione, gli interventi degli amministratori e dei sindaci, nonché i poteri del presidente anche per comporre o impedire il verificarsi di situazioni di conflitto all'interno dell'assemblea".

II. EL PRESUPUESTO DE LA NORMA. EL RECONOCIMIENTO DE LA POTESTAD REGLAMENTARIA DE LA JUNTA

Creo de justicia reconocer a la doctrina francesa ⁽⁶⁾ el mérito de haber sido la primera en advertir con claridad la heterogénea realidad negocial que puede eventualmente cobijarse bajo el epígrafe dogmático de los "pactos extraestatutarios". Junto a los *pactos parasociales* en sentido estricto, es imaginable que puedan existir *pactos societarios infraestatutarios* (los reglamentos y normas de régimen interior) e, incluso, *ciertos pactos o contratos meta o supraestatutarios* como el denominado "protocolo societario" o el contrato de joint venture en relación con el contrato de sociedad al que ambos vienen referidos.

Existen contratos (i.e., negocios jurídicos plurilaterales de colaboración asociativa) que funcionan "fuera" de los estatutos y que se vinculan con el contrato fundacional de manera distinta a como se relacionan los pactos parasociales con el contrato societario. En un contrato parasocial en sentido estricto existe una vinculación de accesoriedad entre dos contratos: el contrato social y el pacto parasocial. Uno y otro negocio jurídico son relativamente autónomos, pero en el enlace negocial propio de la accesoriedad de lo parasocial (dependen-

⁽⁶⁾ Esta distinción es desconocida en nuestra doctrina que engloba en "lo-parasocial" todo el fenómeno de "lo-extraestatutario". Últimamente, al modo tradicional (e italiano): PAZ-ARES, C., "El enforcement de los pactos parasociales", en *Actualidad Jurídica Uría/Menéndez*, 5/2003, pp. 19 y ss. En cambio, para la distinción entre "protocole", "règlement intérieur" y "les accords extra-statutaires": VELARDOCHIO-FLORES, D., *Les accords extra-statutaires entre associés*, Aix-Marsella, 1993, pp. 33-54; P. MERLE, *Droit Commercial. Sociétés Commerciales*, Dalloz, 2001, pp. 75 y 76; Y. GUYON, *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5 ed., LGDJ, pp. 349 y ss.; HENRI-BOUILLET-CORDONNIER, *Pactes d'actionnaires et privilèges statutaires*, Efe, 2003, pp. 94 y ss. La doctrina italiana más reciente empieza a distinguir entre "contratti pre-sociali" y "contratti parasociali": TORINO, *I contratti parasociali*, Giuffrè, 2000, 36. En nuestra doctrina puede verse las observaciones atinadas de Ch. PAULEAU, *El régimen jurídico de las "joint ventures"*, Tirant lo blanch, 2003, esp. pp. 298 y ss.

cia unilateral del contrato accesorio respecto del principal) no es posible hablar de una relación de supremacía o subordinación. En cambio, es posible imaginar contratos extraestatutarios que se vinculan con el contrato social en relación de jerarquía normativa como ocurre con los reglamentos (que se subordinan a los estatutos) y en sentido contrario en aquellas figuras negociales que presentan una conexión de supremacía respecto del contrato social cuyo contenido pretenden dirigir (integrar o modificar)⁽⁷⁾. Un reciente reconocimiento positivo de esto último en nuestro Derecho positivo es el caso del denominado “protocolo familiar” al que se refiere la disposición final segunda.3 de la Ley 7/2003, de 1 de abril, de la sociedad limitada Nueva Empresa para contemplar la regulación reglamentaria de su publicidad registral.

Así las cosas, los reglamentos societarios son verdaderos negocios de colaboración; son verdaderos contratos⁽⁸⁾. Su naturaleza negocial no es esencialmente distinta de la propia del contrato societario o la del contrato parasocial⁽⁹⁾. La diferencia aquí radica en la conexión negocial de supremacía —y correlativa subordinación— que se produce entre los estatutos (y la Ley) y el reglamento.

Por lo demás, el reglamento societario trae causa del ejercicio de una potestad normativa secundaria (o subordinada) de que está investida la sociedad misma. En última instancia, la “potestad reglamentaria” encuentra su explicación en el reconocimiento legal del principio de autonomía de la voluntad a favor de la persona jurídica-sociedad; una de cuyas manifestaciones esenciales es la autonormación y, en concreto, la facultad con que cuenta la sociedad, a través de los correspondientes acuerdos o decisiones sociales, de dotarse de una organización adecuada a sus necesidades por medio de “normas” de obligado cumplimiento para sus miembros. Para ser exactos, ni siquiera la potestad normativa de auto-organización es propia de las personas jurídicas porque tanto doctrina como jurisprudencia admiten la posibilidad de que simples comunidades de bienes estén regidas por normas dictadas por los propios comuneros (vid.

(7) Puede verse: PAULEAU, op. cit., pp. 298 y ss.

(8) Sobre la caracterización general de los contratos de cooperación empresarial puede verse recientemente: P. ALVES DE SOUSA DE VASCONCELOS, *O contrato de consórcio no âmbito dos contratos de cooperação entre empresas*, Coimbra, 1999, pp. 135-175.

(9) Sobre la caracterización negocial de los pactos parasociales: PÉREZ MORIONES, A., *Los sindicatos de voto para la Junta General de Sociedad Anónima*, Tirant lo blanch, 1996, pp. 253-427.

art. 392.2 CC)⁽¹⁰⁾. El Derecho positivo no es ajeno a esta posibilidad de autorregulación en ciertas comunidades especiales en las que existe un mínimo andamiaje organizativo, como es el caso más conocido de la propiedad horizontal (cfr. art. 6 LPH)⁽¹¹⁾ o el menos sabido de los cotos mineros (art. 62 del Reglamento Hipotecario) por sólo citar algunos ejemplos.

En sociedades anónimas —en general en las sociedades mercantiles— habitualmente se explica la facultad de autonormación de que gozan las mismas por referencia exclusiva al propio contrato social, susceptible, como es bien sabido, de ulteriores alteraciones... previo cumplimiento de los requisitos legales (y estatutarios) previstos para la modificación estatutaria. No obstante, ni la Ley ni los estatutos *agotan la totalidad de las fuentes de regulación de la vida interna societaria*. Dejando aparte la eventual fuerza obligatoria de la costumbre como fuente —muy residual— de obligaciones societarias⁽¹²⁾, es necesario reconocer la conveniencia de que unas “normas societarias” secundarias —los reglamentos societarios— vengán a completar e integrar las previsiones contenidas en el “bloque normativo principal” formado por la Ley y las normas estatutarias cuando éstas se revelan de por sí insuficientes⁽¹³⁾. Lo que ocurre es que hasta ahora la propia institución —aunque conocida, escasamente estudiada por la doctrina— carecía de reconocimiento legal expreso. La nueva Ley al regular el régimen específico de esa subespecie relativamente típica que es la “sociedad (anónima) cotizada”, presupone la potestad de autonormación regla-

(10) Vid. MORENO DELVALLE, M.^a AMPARO, *La organización de las comunidades de bienes por los propios comuneros*, Tirant lo blanch, 1999, passim; TRUJILLO CALZADO, M.^a ISABEL, *La constitución convencional de comunidades: el contrato de comunicación de bienes*, Bosch, 1994, especialmente en lo relativo al “contrato regulador de la comunidad”, pp. 63 y ss.; DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J.M., *Comunidad de bienes y empresa*, McGrawHill, 1997, p. 220 y s.

(11) Puede verse: LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO, “La publicidad registral de las Normas de régimen Interior de las comunidades de propietarios (art. 6 LPH)” en AA.VV., *Homenaje a Don Antonio Hernández Gil*, Centro editorial R. Areces, 2001, vol. II, pp. 1879 y ss.

(12) Vid. DUQUE, “Escritura y límites a la libertad estatutaria en la formación de la sociedad anónima” en VV.AA. (coord. por ALONSO UREBA y otros), *Derecho de sociedades anónimas*, I, *La fundación*, Madrid, 1991, pp. 84-85. También: ESPINA, D., *La autonomía privada en las sociedades de capital: principios configuradores y teoría general*, Pons, 2003, pp. 26 y ss.

(13) Por lo demás, las normas estatutarias están revestidas de una estabilidad que las hace muy poco flexibles para adaptarse a cambios técnicos y para desarrollar procedimientos con mera transcendencia interna. Vid., en relación con el reglamento del consejo: MARTÍNEZ SANZ, F., “Régimen interno y delegación de facultades en el consejo de administración de la sociedad anónima”, en AA.VV., *Libro Homenaje a F. Sánchez Calero*, vol. II, *Derecho de sociedades*, McGrawHill, pp. 1747 y s.

mentaria de que están investidos, respectivamente, la junta general y el consejo de administración.

Nuestro Derecho de sociedades de capital, como ocurre en general en la Unión Europea, desconoce esa institución tan característica de los ordenamientos norteamericanos de sociedades que recibe el nombre de “by-laws”⁽¹⁴⁾. Constituyen los “by-laws” o reglamentos societarios la habitual fuente normativa secundaria —subordinada a los estatutos— de las relaciones societarias. Los “by-laws” disciplinan todas las cuestiones societarias (no sólo el régimen de funcionamiento de los órganos) y son aprobados según los Derechos de sociedades de los estados, por la junta o/y el consejo. En nuestro ámbito societario —en el Derecho de la Unión— sólo son conocidos los reglamentos “orgánicos”⁽¹⁵⁾. Esto es: los elaborados normalmente por el propio órgano para disciplinar el régimen interno de funcionamiento. En cambio, nuestra legislación cooperativa reconoce expresamente la figura del “reglamento de régimen interior” como fuente de desarrollo de lo previsto en los estatutos (vid. art. 11.4 Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas).

Carentes de reconocimiento legal aunque admitidos sin problemas por la escasa doctrina que se ocupó del tema⁽¹⁶⁾, la práctica societaria anterior a nuestra reforma sólo conoció la existencia de los reglamentos del consejo. La práctica del “buen gobierno” que la CNMV estimulaba presuponía la aprobación de un reglamento orgánico de consejo que satisfacía las exigencias del “Código Olivencia”, elaborado por el propio consejo y publicado en el portal de ese organismo como hecho relevante. Encontraba legitimación este proceder en la facultad de autoorganización que, con respeto de lo previsto en los estatutos, se reconoce al consejo en el artículo 141.1 LSA.

Sin embargo, ni la LSA ni la LSRL contienen en favor de la junta una previsión similar a la contenida en el artículo 141.1 LSA. Evidentemente, nadie discute la posibilidad de que la junta regule su propio funcionamiento mediante los correspondientes pactos estatutarios. No en vano, el artículo 9.i) LSA señala

(14) Vid. GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Monografías RdS, n.º 20, Aranzadi, 2003, pp. 83 y ss.

(15) Frente a los denominados “reglamentos de actividad”: DUQUE, op. cit., pp. 85 y ss.; SALELLES CLIMENT, J.R., *El funcionamiento del consejo de administración*, Civitas, 1995, pp. 71 y ss.

(16) GIRÓN, “Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad anónima en España”, *La Ley* 1989-1, p. 931; ALONSO LEDESMA, “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV., *El Gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. ESTEBAN VELASCO, G.), Madrid, 1999, pp. 621 y 649; SÁNCHEZ CALE-RO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Madrid, p. 182.

dentro del contenido facultativo de los estatutos la determinación “*del modo de deliberar y adoptar su acuerdos los órganos colegiados de la sociedad*”; lo que desde luego es aplicable a la Junta de accionistas. En igual sentido, es elocuente el artículo 126 del RRM. Ahora bien: ha existido una laguna legal en punto a la posible existencia de normas reglamentarias de funcionamiento de la Junta de accionistas. Laguna que desaparece ahora, al menos en cuanto a las sociedades cotizadas: la Ley de transparencia reconoce expresamente la existencia de los reglamentos de junta —e.d.: aprobados por la junta para regular el propio funcionamiento— como fuente formal de regulación societaria subordinada a la Ley y los estatutos.

No creo que la posibilidad de dictar reglamentos de junta sea privilegio exclusivo de sociedades cotizadas. El silencio no puede ahora, como no pudo entonces, interpretarse como una prohibición. La posibilidad de que la junta como órgano de la sociedad no cotizada apruebe su propio reglamento deriva entre otras cosas del reconocimiento de la autonomía de la voluntad (cfr. art. 10 LSA, art. 117 C.Com y art. 1255 CC). Los socios pueden darse los pactos organizativos que tengan por conveniente siempre que sean lícitos y conformes a los principios configuradores del tipo aunque los “reservados” no sean oponibles a la sociedad (cfr. art. 7.1 *in fine* LSA; art. 119 § 3 C.Com). Todavía más: en las “no-cotizadas —no en las cotizadas— es incluso posible que la junta elabore el reglamento de funcionamiento del consejo si existe una previsión estatutaria que permita tal injerencia en las facultades de autoorganización (cfr. art. 141.1 LSA: “Cuando los estatutos de la sociedad no dispusieren otra cosa...”).

Así pues, las sociedades cotizadas pueden, como las no cotizadas, elaborar reglamentos internos de funcionamiento de junta general; a diferencia de estas últimas aquellas no sólo pueden sino que deben aprobarlos y publicarlos. Esta diferencia de régimen debe ser explicada en atención al cumplimiento de deberes específicos de transparencia y de protección de socios.

III. LA FINALIDAD DE LA NORMA. EL PROPÓSITO DE LA REFORMA

No se requiere un gran esfuerzo interpretativo para conocer de la finalidad pretendida por el legislador que impone a las cotizadas la obligación de elaborar un reglamento de junta y de dar a dicho reglamento la debida publicidad legal. El nuevo artículo 113 de la Ley del Mercado de Valores pretende conseguir, como anunció el denominado “Informe Aldama”, la “*potenciación del papel de la Junta General de accionistas como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas*”.

A pesar de la claridad y contundencia de los recientes pronunciamientos, legales y doctrinales, es justo reconocer que hasta recientemente el papel de la

junta, su revitalización y la consecuente mejora de supervisión de la gestión social por los accionistas, no han sido temas que hayan constituido preocupación principal de nuestros estudiosos y prácticos de la “Corporate Governance”. Como han hecho ver con acierto sus críticos, el “Informe Olivencia”, tan acertado en tantos puntos, soslayó intencionadamente el tema, convencida como estaba la comisión de expertos de la futilidad del intento⁽¹⁷⁾. Se pensó, y muchos piensan todavía, que existen insalvables “limitaciones estructurales” para el ejercicio correcto de la función de supervisión por la junta, de suerte que estaríamos condenados a soportar con resignación “la escasa eficiencia disciplinar de la junta general” (apartado II, 9.1 del “Informe Olivencia”).

Aunque entonces no se renunció a recomendar la adopción de ciertas medidas tendentes a incrementar la efectividad de la citada supervisión por los accionistas de la dirección (se incluyeron ciertas recomendaciones en materia de delegación de voto, comunicación de la sociedad con los accionistas, estímulo de la participación activa de los inversores institucionales...) la junta es la gran olvidada de aquella comisión de expertos. La práctica de buen gobierno de nuestras cotizadas hasta ahora ha acusado en materia de órganos una notable asimetría: la CNMV estimuló, dentro de sus facultades y con más voluntad que convencimiento, la adopción por el consejo de un reglamento (se llegó hasta el punto de suministrar un modelo de reglamento en el portal de dicho organismo) y sin embargo se ignoró la posibilidad/conveniencia de que la junta se dotara de su propio reglamento orgánico.

Ese olvido de la junta por los redactores del “Código Olivencia” es tanto más elocuente cuanto que empezaba a ser ya entonces evidente la creciente preocupación por el “activismo accionario” (Shareholders’ activism/democracy)⁽¹⁸⁾ dentro del catálogo siempre elástico del temario comparado sobre “buen gobierno societario”⁽¹⁹⁾. Como vimos, nuestro artículo 113 LMV tiene su antecedente directo en el § 129 AktG en la redacción dada por la KonTraG (Ley alemana para el control y la transparencia en el ámbito empresarial de 27 de abril de 1998), que claramente lo inspira.

(17) Por todos: ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, op. cit., esp. pp. 618 y ss.

(18) Como recordaba el famoso “Informe Marini” sobre la *Modernisation du droit des sociétés* —chapitre III—, la reflexión sobre el papel del accionista de las cotizadas es más antigua de lo que se cree. Probablemente el primer accionista individual “activista” fue el abogado Lewis Gilbert, quien comenzó a intervenir de manera regular en las juntas de las sociedades americanas desde 1932.

(19) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades. Una primera aproximación”, *RDM*, n.º 237, 2000, pp. 915 ss., especialmente las pp. 975-983.

La obligación de que las sociedades cotizadas se doten de un reglamento de junta es un mecanismo de buen gobierno corporativo porque, se supone, mediante la autorregulación las sociedades avanzarán en el fortalecimiento del papel de ésta como órgano supervisor y en la profundización o mejora de la tutela de los intereses de los accionistas. El objetivo así enunciado con claridad en el Informe Aldama encuentra también eco en el famoso Informe sobre la modernización del derecho de sociedades comunitario del Grupo Winter y publicado el 4 de noviembre de 2002, cuyas recomendaciones han servido de base al Plan de Acción sobre Derecho de sociedades recientemente difundido por la Unión Europea y que el propio legislador español invoca en el Preámbulo de la Ley para justificar la reforma.

Dicho Plan de Acción tiene entre sus directrices básicas —“key policy objectives”— el “fortalecimiento de los derechos de los accionistas y la protección de los terceros”. La modernización del Derecho de sociedades según el diseño del Plan de Acción debe afrontar a corto plazo en materia de “corporate governance” dos propósitos que tienen que ver con nuestro tema: la mejora de la transparencia (“enhanced corporate governance disclosure requirements”) y el desarrollo de un marco legal integrado que facilite la eficiencia de las comunicaciones a los accionistas y la toma de decisiones por estos últimos (“integrated legal framework to facilitate efficient shareholder communication and decision-making”). Siempre se parte de la constatación de que el nivel real de supervisión es deficiente (= poco eficiente; inferior al deseable) y de que el problema es particularmente grave en las sociedades cotizadas y, en general, en la sociedades de accionariado difuso.

Ni los expertos ni las autoridades pecan de ingenuidad en la evaluación de las posibilidades reales de éxito de la reforma. El “Informe Winter”, por ejemplo, se hace eco de los problemas derivados de la denominada “apatía racional” del accionista, cuya literatura tanto peso tuvo en el pesimismo de los redactores del “Informe Olivencia”. No obstante, con mejor acierto, se nos advierte que los obstáculos a la participación accionarial y al eficiente desempeño del papel de supervisión —el accionista como “perro guardián”— serán tanto mayores cuanto mayores sean los costes de transacción asociados a la participación del accionista y estos costes —de información, de delegación de voto, de asistencia...— son potencialmente menores y más eficiente el grado resultante de supervisión cuanto más profundo sea el empleo de la nueva tecnología de comunicación. El empleo de Internet permite abrigar algún optimismo en esta materia: muchas de las prácticas de buen gobierno en materia de supervisión que luego examinaremos con algún detalle están precisamente apoyadas en el reconocimiento de la eventualidad —licitud— de las comunicaciones electrónicas en el ámbito de lo societario (entre la sociedad y los socios; los socios entre sí; la sociedad y los inversores y terceros en general, etc.).

IV. LA TÉCNICA REGULATORIA Y LOS LÍMITES DE LA REFORMA

Nos es forzoso constatar en la literatura jurídica comparada la existencia de una sustancial coincidencia de diagnóstico sobre el mal funcionamiento de la función de supervisión de la junta de accionistas de las cotizadas. Basta examinar el Derecho comparado y las recientes reformas de sociedades en los países próximos para comprobar que muchas de las técnicas de “revitalización de la junta general” y de robustecimiento de los derechos del socio minoritario de las cotizadas son similares en los distintos ordenamientos. Donde no existe un suficiente grado de consenso científico es en la técnica regulatoria idónea y el peso, mayor o menor, que haya de darse a la autorregulación.

Muchas de esas técnicas y soluciones normativas de Derecho comparado pueden encontrarse en la malhadada Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles elaborada por una comisión especial de la sección mercantil de la Comisión General de Codificación y aprobada el 16 de mayo de 2002. Los redactores de la Propuesta incluyeron dentro del libro dedicado a las sociedades cotizadas todo un capítulo del título relativo a “las especialidades en materia de órganos sociales” a regular el régimen jurídico particular de la junta general de accionistas (arts. 386 a 414). Allí encontrábamos una amplia batería de atinados preceptos, reveladores de un examen atento de Derecho comparado y en que se abordaban con evidente calidad técnica algunas soluciones posibles a las “grandes cuestiones” que afectan a este órgano social que es la junta general en las sociedades “abiertas”. Los preceptos se agrupan en cuatro grandes epígrafes: (i) las especialidades necesarias en materia de organización y funcionamiento de la junta general (en lo tocante a la convocatoria de junta, su presidencia, la asistencia, el voto por correspondencia, la documentación notarial y la impugnación); (ii) el tratamiento normativo del derecho de información; (iii) el régimen de la representación en junta y, en especial, de la solicitud pública de representación; (iv) la regulación del régimen jurídico de las asociaciones de accionistas.

A pesar o, más bien, por razón de lo detallado de regulación proyectada no se incluyó ninguna referencia a la existencia de un reglamento de junta de cotizadas: ¿cuál debería ser el contenido de un reglamento de junta si casi todos los problemas de organización y de tutela de la posición de los derechos del minoritario quedaban resueltos por norma imperativa con ocasionales remisiones a los estatutos?

Los redactores del denominado “Informe Aldama”, después de diagnosticar el insuficiente resultado alcanzado en esta materia bajo el “régimen del Código Olivencia”, optan por una solución de técnica normativa sustancialmente diferente a la del proyecto: la autorregulación. O por mejor decir: la

denominada “autorregulación obligatoria” (“enforced self-regulation”)⁽²⁰⁾. Es ésta una técnica regulatoria que responde a un compromiso entre técnicas opuestas: la tradicional y la autorregulación en su sentido pleno. Frente a la técnica de regulación tradicional (sustancialmente mediante normas de Derecho imperativo con cierto juego reconocido a la autonomía de la voluntad cuyo cumplimiento se estimula por “sanciones civiles”), la “autorregulación obligatoria” presenta un contenido normativo imperativo menor puesto que se entrega gran parte de la regulación a la autonomía de la voluntad. Frente a la autorregulación plena, existe un grado más intenso de intervención porque aquí la sociedad no es libre de autorregularse: la Ley imperativa exige que la sociedad dicte sus normas de regulación.

La técnica de autorregulación obligatoria recomendada por los redactores del “Informe Aldama” ha sido seguida fielmente por el legislador y podría resumirse en estos cuatro epígrafes.

1.º) Adopción básica del “modelo de autorregulación”.

Aunque en el Informe se enumeran algunos de los problemas específicos y hasta se apuntan en él algunas soluciones, el Informe recomienda, y luego la Ley implanta, el “principio de autorregulación”⁽²¹⁾: se deja el peso de la regulación del funcionamiento interno de la junta y, acaso y en menor medida, de la tutela del derecho de participación en ella del minoritario, a las propias sociedades afectadas que deben dictar las disposiciones adecuadas a sus necesidades específicas.

2.º) “Intervención normativa mínima”.

(20) Pueden consultarse: AYRES, I.-BRAITHWAITE, J., *Responsive regulation*, OUP, Oxford 1992, pp. 3 y ss.; BLACK, J., “Talking about regulation”, *Public Law*, 1998, pp. 77-105; DEAKIN, S.-HUGHES, A., “Economic efficiency and the proceduralisation of company law”, *ESCR Centre for Business Research Working Paper No. 133*, University of Cambridge, 1999; DEAKIN, S.-LANE, C.- WILKINSON, F., “Performance standards in supplier relations”, *ESCR Centre for Business Research Working Paper No. 100*, University of Cambridge, 1998; HAINES, F., *Corporate regulation: beyond punish or persuade*, Clarendon Press, Oxford, 1997, passim; KAPLOW, L., “A model of the optimal complexity of legal rules”, *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1995, 11, pp. 150-163; SINCLAIR, D., “Self-regulation versus command and control? Beyond false dichotomies”, *Law and Policy*, 1997, 19, pp. 529-559.

(21) Es elocuente y reiterativo, en su resumen de las conclusiones del Informe, el Preámbulo de nuestra Ley: las obligaciones de transparencia son “una pieza complementaria de la autorregulación”; el conjunto de medidas propuestas se sitúan “como recomendaciones dirigidas ante todo a las propias empresas en el ámbito de la autorregulación”; las iniciativas normativas se dictan “sobre la base del fomento de la transparencia en la gestión de las empresas, con respeto al ya citado principio de la autorregulación”...

Se establece por Ley —incorrectamente, la del Mercado de Valores, en lugar de la LSA⁽²²⁾— el deber de cada cotizada de dotarse de un conjunto de disposiciones contenidas en un preceptivo reglamento de junta como “instrumento de gobierno corporativo”. Ni siquiera se disciplina con detalle el contenido mínimo de ese reglamento... fuera de una vaga referencia a que en él se regule “la convocatoria, preparación, información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos” (Informe) o “todas las materias que atañen a la junta general” (Ley de transparencia). Tampoco existe en la Ley una remisión a lo que se disponga en futuras normas dictadas por el propio Estado o por la CNMV por delegación⁽²³⁾.

No parece ni siquiera contemplarse la elaboración, pública o privada, de recomendaciones de gobierno corporativo en esta materia (un “código de buen gobierno de la junta de accionistas”). Con todo, y curiosamente, la Ley española es más “intervencionista” que otras legislaciones que conocen nuestra institución, porque nuestra Ley no se limita a permitir a la junta la adopción voluntaria de un reglamento (como ocurre en la legislación alemana) sino que lo impone como obligatorio⁽²⁴⁾ y, además, la obligatoriedad tiene su fuente en la Ley positiva (a diferencia de lo que ocurre en Italia, donde la obligatoriedad tiene su fuente en los códigos de buen gobierno de asunción voluntaria por las cotizadas).

3.º) “Transparencia obligatoria”.

(22) Con razón, así se denuncia por primera vez en SÁNCHEZ CALERO, 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*, n.º 20 (2003), p. 34. Igual opinión —defectuosa localización sistemática— en 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*, n.º 21 (2003) p. 153.

(23) Como se hace en la propia Ley en relación con el contenido del informe anual del gobierno corporativo o sobre la web de la sociedad, lo que ahora se pormenoriza en la OM de 26 de diciembre de 2003 y en la circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV.

(24) Fuera del caso de las cotizadas, sigue siendo perfectamente posible, aunque poco pensable en la práctica, que los estatutos prohíban la elaboración de un reglamento de Junta o de consejo. Vid. MARTÍNEZ SANZ, op. cit., p. 1744. Discute la oportunidad de la obligatoriedad legal de elaborar un reglamento EMPARANZA, op. cit., p. 153. Por lo demás, téngase en cuenta el plazo transitorio establecido en la Ley de Transparencia en su disposición transitoria primera —Adaptación de los aspectos organizativos y estatutarios—: las sociedades cotizadas deberán adaptarse a esta previsión legal (i.e.: aprobar un reglamento y publicarlo debidamente) en el plazo de doce meses de la entrada en vigor. Por lo tanto, en sociedades con cierres de ejercicio ordinarios, lo normal será aprobar el primer reglamento después de la entrada en vigor de la Ley en la junta anual ordinaria del año 2004.

Una vez debidamente aprobado, por mandato imperativo, se obliga a la sociedad cotizada a hacer público su reglamento. El deber de transparencia es profundo y múltiple y se sustrae a la autorregulación. Se impone a la sociedad cotizada el deber de la divulgación pública (o “administrativa”) y privada (mercantil-registral) del reglamento de junta: la comunicación de su aprobación como hecho relevante a la CNMV y consiguiente difusión en su portal; inscripción en el Registro Mercantil previa su calificación; publicación del reglamento en el portal corporativo.

4.º) Supervisión pública del cumplimiento de los deberes legales impuestos en este punto a las cotizadas.

Existe una problemática atribución de competencia a la Comisión Nacional para el “seguimiento” administrativo del deber impuesto. Ello no excusa el control preventivo de legalidad en sede de calificación registral del reglamento.

No obstante sus ventajas técnicas, la técnica de regulación utilizada presenta inconvenientes y limitaciones nada desdeñables. El propio legislador parece desconfiar de la solución adoptada porque, pudiendo hacerlo, prefiere que sea en los estatutos y no el reglamento en donde se regule y al parecer se permita el voto a distancia (art. 104.4 y 5 LSA) y ni siquiera se contempla la posibilidad —obvia, por lo demás— de que sea el reglamento el que determine el contenido y “las especificaciones técnicas y jurídicas” de la web corporativa (art. 117.3 y 4 LMV).

El instrumento técnico empleado —ejercicio forzoso del poder de regulación subordinada de la junta en materia de su propia organización— se revela poco dúctil para afrontar los problemas, soslayados en una ley muy conservadora, de tutela de la minoría. La Ley de transparencia no ataca de una vez una imprescindible redefinición de la minoría⁽²⁵⁾; cuestión que sigue siendo priori-

(25) Asombra, por ejemplo, que se mantenga la exigencia de posesión de una cuarta parte del capital social para resistir la denegación de información en el art. 112.4 que, no obstante, se reforma sustancialmente. Tampoco se reforma el régimen de la acción social de responsabilidad del art. 134 aunque se mejora el régimen de los deberes materiales de diligencia y lealtad.

taria en toda futura y necesaria reforma del Derecho de cotizadas⁽²⁶⁾ y que tenía una solución razonable en la Propuesta de Código de Sociedades (cfr. art. 370).

No puede pretenderse, por lo demás, que esa cuestión —la definición y tutela de la minoría— se resuelva satisfactoria y cumplidamente en un reglamento de junta. Es difícil pensar, por ejemplo, que por reglamento puedan bajarse los porcentajes mínimos legales para el ejercicio de los derechos del minoritario o que el régimen de propuestas alternativas —ese instrumento transcendental de la “democracia accionarial”— llegue a funcionar en ausencia de previsión normativa imperativa... aunque los redactores del “Informe Aldama” quisieran hacernos creer que el reglamento puede disciplinar la cuestión. Por lo demás, no habiéndose contemplado en la nueva Ley un régimen sustancialmente remozado de la solicitud pública de representación, ignoradas las peticiones relativas a la deseable recepción en nuestro derecho de las “asociaciones de accionistas”, elementos básicos para el adecuado desarrollo de las “campañas por captación del voto” (“proxy fights”), hay que ser escépticos sobre lo que pueda esperarse de la autorregulación en esos aspectos fundamentales de la revitalización de la junta... al menos, *en ausencia de un compromiso serio de las cotizadas con posibles “códigos de buen gobierno de junta” que puedan elaborar corporaciones privadas u organismos públicos* (¿otra vez una comisión de expertos designada por el Gobierno que suple el Código Olivencia?).

Existe, por último, una deficiente regulación en eso que da en llamarse “enforcement”, término para el que no existe equivalente adecuado en nuestro lenguaje jurídico. Es de suponer que la CNMV tiene la competencia para vigilar el cumplimiento de lo establecido en el artículo 113 LMV —las posibilidades reales de su exigencia ante la justicia ordinaria son nulas—, pero no existe una atribución específica de competencia (además de la general) y, lo que es más preocupante, no se tipifican como ilícitos administrativos los incumplimientos esenciales: no aprobación por la junta del reglamento; no publicación; indebida adopción (inclusión de datos engañosos o falsos). Tampoco resulta clara la competencia de la CNMV para vigilar el cumplimiento efectivo de las previsiones del reglamento (como sí existe para el informe anual de gobierno corporati-

(26) Sobre la conveniencia de instaurar un sistema de cálculo degresivo de la minoría o “minoría variable” vid. por todos: POLO SÁNCHEZ, E., “Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría o minoría en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Aurelio Menéndez*, t. II, Civitas, 1996; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La representación de los accionistas en la Junta General de la sociedad anónima*, Civitas, 1990, pp. 119 y ss.; JUSTE MENCÍA, *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Monografías RdS n.º 3, 1995, p. 165; ALONSO LEDESMA, “El papel de la Junta...”, op. cit., p. 647; FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Monografías RdS n.º 14, 2000, p. 397; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en bolsa...*, op. cit., pp. 128 y ss.

vo) ni existe un ilícito administrativo específico para el caso del defectuoso cumplimiento.

Creo, no obstante, que puede reconstruirse con los materiales normativos disponibles el régimen de supervisión administrativa por la CNMV de las obligaciones impuestas en el art. 113 LMV. Dentro del contenido legal mínimo del informe anual de gobierno corporativo se incluye el punto siguiente: “el funcionamiento de la junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre” [cfr. art. 116.4.e) LMV y apartado Primero.1.e) y apartado Segundo.e) Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre⁽²⁷⁾]. La Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene atribuida competencia específica para el “seguimiento de las reglas de gobierno corporativo”, debiendo informarse sobre su grado efectivo de cumplimiento (art. 116. 5 LMV y apartado Primero.2 y 3 de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre). La inclusión de indicaciones engañosas o falsas en el informe sobre el cumplimiento de los deberes del reglamento puede encontrar sanción en el nuevo art. 100.b) bis LMV⁽²⁸⁾.

De todas formas, creo que el mecanismo de *enforcement* típico de la autorregulación es el estímulo derivado del funcionamiento de un mercado transparente y eficiente como es, o debería ser, el de capitales. Se supone, por propia “disciplina de mercado”, que se generarán estímulos positivos y negativos suficientes para la adopción de buenas prácticas por nuestras sociedades cotizadas. A mi entender, en todo caso, sería deseable la existencia de “códigos de buenas prácticas” en materia de participación de la minoría en el gobierno de la sociedad; prácticas que se traduzcan en recomendaciones que las sociedades voluntariamente asuman en su reglamento; sobre las que informen los administradores [por el principio de “comply or explain”: cfr. apartado Primero.1.f) del informe anual sobre grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo en la Orden ECO/3722/2003]; que sean incluso susceptibles de contraste por terceros (agencias de calificación; verificación por empresas especializadas) y de supervisión administrativa (la CNMV puede incluso hacer pública información relevante al efectivo grado de cumplimiento de las recomendaciones *ex art.* 116.5 LMV). La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciem-

(27) El apartado primero se aplica al informe de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, que debe incluir un indicación sobre el “Funcionamiento de la Junta General, y desarrollo de las sesiones de la Junta”. Dentro de este epígrafe, se nos dice, “se contendrá, al menos, la siguiente información: existencia y descripción del Reglamento de la Junta General; derechos de los accionistas en relación con la Junta General; datos de asistencia en Juntas Generales anteriores; y relación de los acuerdos adoptados por la Junta General durante el ejercicio”. En el modelo de informe del anexo I de la Circular de la CNMV, véase el epígrafe E. Junta General.

(28) En este sentido, los comentaristas anteriores: SÁNCHEZ CALERO, “Observaciones preliminares...”, *op. cit.*, p. 34; EMPARANZA, *op. cit.*, p. 160.

bre, encomienda a la CNMV la elaboración de “un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes” para que pueda servir de criterio para la voluntaria asunción de buenas prácticas. Con todo, es pronto para saber si se incluirán en ese nuevo “código” recomendaciones sobre funcionamiento de junta general y tutela de la posición del socio.

V. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA Y EL PROCEDIMIENTO DE APROBACIÓN DEL REGLAMENTO DE JUNTA (ART. 113.1 INCISO PRIMERO LMV)

El artículo 113 LMV impone a las “sociedades cotizadas” el deber de aprobación de un “reglamento específico para la junta general”. Dice así el primer inciso de su apartado primero: *“La junta general de accionistas de la sociedad anónima con acciones admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, constituida con el quórum del artículo 102 de la Ley de Sociedades Anónimas o el superior previsto a este propósito en los estatutos, aprobará un reglamento específico para la junta general”*.

Aunque por razones sistemáticas la norma debería encontrar asiento en la LSA y no en la del Mercado de Valores⁽²⁹⁾, ese defectuoso encuadre técnico carece de transcendencia práctica. Por lo demás, es evidente que la definición de “sociedad cotizada” del nuevo artículo 111 LMV encuentra aplicación no sólo en lo relativo a las obligaciones impuestas a las mismas en méritos de la nueva redacción dada al nuevo título X, “De las sociedades cotizadas”.

Hemos de entender que el concepto de “sociedad cotizada” o “sociedad anónima cotizada” empleado a veces por la Ley de Sociedades Anónimas⁽³⁰⁾ es idéntico al utilizado aquí por la LMV⁽³¹⁾. Estamos en uno y otro caso hablando de “sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores”. El “mercado oficial de valores” a que se refieren los artículos 111 y 113.1 LMV no es otro que la Bolsa de Valores (nacional o/y extranjera): Mientras no se cambie la legislación positiva, el artículo 46.a) LMV establece que las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción no podrán ser negociados en ningún mercado secundario oficial distinto de las Bolsas de Valores. El concep-

(29) Con mejor sistemática el legislador alemán insertó una previsión similar dentro de la Ley de anónimas: cfr. § 129 (1) AktG.

(30) Cfr. arts. 50, 91, 92 bis, 112 LSA.

(31) Sobre el concepto de “sociedad cotizada”, por todos: SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa...*, op. cit., pp. 119 y ss.

to de sociedad cotizada debe extenderse igualmente a aquella anónima cuyas acciones son admitidas a cotización en el segundo mercado de una bolsa de valores ⁽³²⁾.

El nuevo artículo 113 sólo obliga a aprobar un reglamento de junta a las sociedades anónimas cotizadas. Se supone que en las cotizadas la dispersión accionarial hace aconsejable la incorporación de ese instrumento de gobierno corporativo. En realidad, ni todas las sociedades cotizadas presentan similar perfil de dispersión accionarial ni semejante necesidad de tutela accionarial (en las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, por ejemplo, la cotización es todavía una exigencia de su régimen jurídico), ni esos riesgos son exclusivos de las anónimas cotizadas.

Existen sociedades anónimas no cotizadas (pensemos en aquellas que con suficiente difusión accionarial pueden pretender salir a bolsa) e incluso entidades, no capitalistas (cooperativas, cajas de ahorro, mutuas y mutualidades, etc.), respecto de las cuales quizás hubiera sido sensato extender la regulación citada por existir una identidad de razón. No deja de llamar la atención, por ejemplo, que el legislador de la reforma, tan riguroso en otros extremos ⁽³³⁾, no exigiera la elaboración de un reglamento de la asamblea ni siquiera a las cajas que emitan valores admitidos a cotización en mercados oficiales de valores (cuotas participativas, participaciones preferentes, obligaciones subordinadas...).

También nos sorprende que el criterio seguido por la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —citada entre los antecedentes de la nuestra— para determinar el perímetro subjetivo de la obligación de creación del comité de auditoría sea distinto del ahora empleado en la Ley de transparencia: deben regular estatutariamente y luego erigir dicho comité las sociedades, incluso no cotizadas, “*emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados de valores (art. 47)*”. Ese criterio no ha sido modificado por la Ley de Acompañamientos de 2004, que da una

(32) En relación al concepto de “cotizadas” en la reforma de la LSA que incorporó en nuestro Derecho la institución de las rescatables: FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, 2002, pp. 243 y ss.

(33) Es de sobra conocido, por ejemplo, que tanto las cajas de ahorro como otro tipo de entidades que no adoptan la forma de anónima pero emiten valores que se negocian en mercados oficiales deben elaborar informe anual de gobierno corporativo como las mismas anónimas cotizadas aunque con un contenido ajustado a sus especificaciones (disposiciones adicionales segunda y tercera de la Ley de Transparencia y apartado Segundo de la OM de 26 de diciembre de 2003).

nueva regulación al famoso “Comité de Auditoría”⁽³⁴⁾. En cambio, sin que sepamos la razón del diferente trato, leído el art. 113 LMV *a contrario sensu* resulta con claridad que las sociedades cuyas acciones no cotizan pero que emiten valores negociables diferentes —obligaciones, participaciones preferentes...— aunque estos últimos sean negociables en la misma bolsa o en otro mercado secundario regulado (oficial o no) no caen dentro del ámbito de aplicación del mismo... aunque deban constituir el famoso comité.

Así las cosas, no parece que haya ningún inconveniente a que sociedades anónimas no cotizadas, por decisión adoptada por la junta general, aprueben —si lo desean, voluntariamente— su propio reglamento específico de junta. Incluso es perfectamente posible que los estatutos impongan, prohíban o permitan su aprobación, con indicación, en su caso, del quórum o mayoría necesarios para su adopción por la junta. Por lo demás, la pérdida de la condición de cotizada (por causa voluntaria o forzosa) no determina la caducidad o ineficacia del reglamento de junta en su día aprobado y que continuará en vigor hasta que se modifique. En tanto la junta no acuerde la derogación total o parcial de los estatutos, el reglamento se mantendrá en vigor no obstante la pérdida, voluntaria o forzosa, de la condición de cotizada de la sociedad en cuestión⁽³⁵⁾.

El reglamento que la junta general de la sociedad cotizada debe aprobar es “específico para la junta general”. Nuestro reglamento es distinto y no se confunde con los estatutos⁽³⁶⁾ ni con los otros posibles reglamentos: el del consejo (cfr. art. 115 LMV) y el eventual reglamento interno del sindicato de obligacionistas (cfr. art. 297 LSA y art. 313 RRM)⁽³⁷⁾. Nada impide, como es lógico, que en una misma Junta general se decida sobre la aprobación del reglamento de Junta y se informe sobre la adopción por el consejo de su propio reglamento (cfr. art. 115.1 LMV).

El reglamento de junta general es “específico” porque se aprueba por y para este órgano: se dicta por la junta en uso de su potestad de autorregulación

(34) El art. 98 de la Ley 62/2003 da una nueva redacción a la disposición adicional decimoctava de la Ley del Mercado de Valores en la que se disciplina el comité de auditoría. El ámbito subjetivo de la obligación abarca a todas las “entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores”, lo que desde luego incluye a las sociedades anónimas no cotizadas que emiten renta fija en el mercado”.

(35) También: SÁNCHEZ CALERO, “Observaciones preliminares...”, op. cit., p. 35.

(36) En Derecho alemán, el reglamento de junta a que se refiere el § 129 (1) AktG puede constituir tanto una parte integrante de los estatutos como una pieza normativa separada de ellos.

(37) Sobre el reglamento del sindicato de obligacionistas vid. TORRES ESCAMES, S., *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Civitas, 1992, p. 165; ALONSO ESPINOSA, F.J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Bosch, 1998, esp. pp. 94 y ss. y 127 y ss.

(el consejo no puede, por ejemplo, invadir la competencia de la junta y aprobar un reglamento conjunto de ambos órganos) y versa sobre el régimen interno de su funcionamiento. Para ser más exactos: el reglamento de junta regula el funcionamiento de todo tipo de juntas (salvando sus especialidades): las ordinarias del artículo 95 LSA y las extraordinarias del artículo 96 LSA; las celebradas en primera o en segunda convocatoria del art. 98 LSA, incluso las convocadas judicialmente del art. 101 LSA.

Aunque el reglamento no forma parte de los estatutos, dada su similar naturaleza, se plantea inmediatamente la cuestión de los requisitos para su aprobación o modificación. En cuanto al procedimiento de aprobación, la Ley de transparencia ha seguido aquí un criterio distinto al del legislador alemán (cfr. § 129 (1) AktG): la adopción de un reglamento interno no requiere la observancia de los requisitos previstos para la modificación de estatutos puesto que bastará, en principio, la aprobación por el quórum ordinario del artículo 102 LSA (cfr. art. 113.1 LMV).

La Ley aclara cuál es el quórum necesario para su aprobación: el “ordinario” del artículo 102 LSA. Por lo tanto: no se requiere el cumplimiento del quórum previsto para los supuestos especiales como son las modificaciones de estatutos. Todo ello, a falta de posible previsión estatutaria de reforzamiento de quórum cuya posibilidad salva, innecesariamente, el mismo artículo 113.1 LMV ⁽³⁸⁾. La no exigencia del quórum reforzado de los supuestos especiales para la aprobación del reglamento merece nuestro aplauso porque esta “rebaja” se aviene mejor con la naturaleza específica y subordinada a los estatutos de nuestra institución (si los requisitos de aprobación son los mismos, ¿qué sentido tiene que un reglamento “desarrolle” o detalle lo previsto en los estatutos?) y facilita su adopción por las juntas de cotizadas ⁽³⁹⁾ (a veces se hace muy complicado a una cotizada reunir el quórum del artículo 103 LSA).

Más discutible me parece la omisión legal de ciertos requisitos de procedimiento para la aprobación del reglamento y cuya exigencia quizás hubiera estado justificada: nada se indica en la Ley sobre otros aspectos y requisitos posibles de la aprobación del reglamento que podrían venir aquí en aplicación, como son los que figuran en los apartados a), b) y c) del artículo 144.1 LSA en sede de modificación de estatutos. Tampoco queda en ella expresado si es nece-

(38) Ni que decir tiene que los estatutos pueden, además o en sustitución del reforzamiento estatutario del quórum, establecer una mayoría reforzada que no alcance la unanimidad (cfr. art. 126.1 RRM).

(39) En contra, como vimos antes, de lo que ocurre en Derecho alemán, donde se exige una mayoría más reforzada que la prevista para la modificación de estatutos.

sario que el acuerdo se formalice en escritura pública para la inscripción preceptiva en el Registro Mercantil (cfr. 144.2 LSA con el art. 113.2 LMV)⁽⁴⁰⁾.

Hubiera sido razonable haber exigido la formulación por los administradores de un informe justificativo de la propuesta de adopción del reglamento y la constancia del derecho del accionista al examen/envío gratuitos del reglamento y del informe justificativo (como se hace, por ejemplo, en las cuentas que también se aprueban por el quórum ordinario⁽⁴¹⁾). Es cierto que si los administradores ponen a disposición de los socios el informe anual de gobierno corporativo (cosa que, sorprendentemente, el artículo 116 LMV omite decir) pueden aquéllos encontrar información sobre la futura adopción/modificación del reglamento en el epígrafe relativo al “funcionamiento de la junta general” [apartado e) del art. 116.4 LMV]. Cabe pensar que en el informe anual del año correspondiente haya de informarse del sometimiento a la aprobación por la junta del correspondiente reglamento y quizás allí deba justificarse su contenido. Por lo demás, es práctica de buen gobierno de la junta —que todos los reglamentos harán bien en establecer— el exigir la comunicación gratuita, incluso telemática, de toda la información relevante que haya de someterse a consideración del accionista desde el momento de la convocatoria, lo que incluye, desde luego, el examen/entrega/remisión del texto literal de las propuestas y de todos los informes (administradores, auditores, expertos...). Resulta congruente anticipar la previsible obligación que consta en el reglamento que se somete a consideración del accionista (todos los reglamentos examinados contienen una previsión en este sentido) a la aprobación misma del reglamento. Por último, si la propuesta consiste en la modificación total o parcial de un reglamento existente la claridad exigible en la formulación del orden del día de la convocatoria exige la expresión en la convocatoria de los extremos objeto de modificación [cfr. art. 144.1.b) LSA].

La derogación y la modificación total o parcial del reglamento deberá respetar los mismos requisitos que los previstos para su aprobación⁽⁴²⁾.

(40) En mi opinión, a falta de una necesaria modificación del RRM que nos aclare el tema, cabe entender que será título inscribible, además de la escritura pública, la certificación del acta de la Junta General expedida en debida forma y con las firmas legitimadas notarialmente, por testimonio notarial de dicha acta o mediante copia autorizada del acta notarial a que se refieren los artículos 101 y ss. RRM (arg. ex art. 142 RRM, por analogía).

(41) Cfr. art. 212.2 LSA.

(42) En teoría, las normas reglamentarias son susceptibles de una derogación singular, como lo son las mismas normas estatutarias y cumpliendo para ello con los requisitos previstos —salvo quizás el de publicación— para su modificación (vid. CAMPING, V.m “Derogación singular de los estatutos sociales”, *RDM*, 242, 2001, pp. 1865 y ss.). Con todo, la derogación singular de las normas de un reglamento no puede aplicarse a esa misma junta en que se acuerda habida cuenta que la junta en cuestión deberá desenvolverse conforme a tales reglas procedimentales contenidas en el reglamento vigente. Vid. EMPARANZA, op. cit., pp. 159 y s.

VI. EL CONTENIDO DEL REGLAMENTO DE JUNTA (ART. 113.1 *IN FINE* LMV)

La Ley es poco elocuente sobre el esencial aspecto del contenido posible del reglamento de la Junta General: “*En dicho reglamento podrán contemplarse todas aquellas materias que atañen a la junta general, con respeto de las materias reguladas en la Ley y los estatutos*” (art. 113.1 *in fine* LMV).

La dicción literal del artículo 113.1 LMV no es precisamente feliz. Lo que dicho precepto quiso decir y dijo mal es lo siguiente: 1.º) Que el contenido específico del reglamento de la Junta es la disciplina del “régimen interno de funcionamiento” de ese órgano social ⁽⁴³⁾; y 2.º) Que dicho régimen jurídico debe respetar la supremacía del “bloque normativo básico” constituido por la Ley y por los estatutos ⁽⁴⁴⁾.

Es materia del reglamento lo que suele entenderse como “régimen interno y de funcionamiento” de ese órgano social (cfr. art. 115.1 LMV). Es decir: lo relativo “*al modo en que la junta general delibera y adopta sus acuerdos*” (cfr. art. 126.1 RRM). En definitiva: el contenido típico de un “reglamento de organización”. El “Informe Aldama” es más preciso. En él se nos dice que el Reglamento específico regulará: “*la convocatoria, preparación, información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos (...) siempre de acuerdo con la Ley y con los estatutos*” (cap. IV, apartado 1.3, Reglamento de la Junta General).

Existen materias que en puridad no “atañen a la junta general” y que quizás sí puedan caber dentro de un reglamento, como son las previsiones relativas al “desarrollo y ejercicio” de los derechos políticos del socio... fuera del estricto marco de la supervisión de la gestión por el accionista participante en la marcha de la sociedad a través de la junta general.

Pensemos en aquellas eventuales previsiones reglamentarias que están dirigidas a potenciar la participación del minoritario en las tareas de supervisión y a reforzar la tutela de sus derechos políticos sin que exista forzosamente una referencia a la celebración de junta general. En reglamento puede, por sólo citar un ejemplo, completarse el derecho de información del artículo 112 LSA me-

(43) La doctrina alemana insiste en la opinión de que el reglamento no puede tratar de materias que no encuentren cabida en los estatutos: el reglamento no puede crear “nuevos espacios de regulación”. Vid. HENNERKES/KÄGEL, *DB*, 1999, pp. 81 y ss.; SCHAAF, op. cit., *ZIP* 32, 1999, p. 1339.

(44) Es obvio, por lo demás, que el reglamento debe respetar los “principios configuradores de la anónima” (cfr. art. 10 LSA) como es el principio de “paridad de trato”. Vid. MARSCH-BARNER, op. cit., p. 562.

dian­te la pre­vi­sión de la creación de un foro del ac­cio­nista in­ver­sor; la re­gu­la­ción de la ofi­cina de aten­ción al mis­mo; la dis­ci­pli­na del con­te­ni­do de la pá­gi­na web, etc. Los re­dac­to­res del “In­for­me Alda­ma” han ido más le­jos, pue­sto que al pa­re­cer con­tem­plan la po­si­bi­li­dad de que en re­glamento se dis­ci­pline lo re­la­tivo a la po­si­bi­li­dad de in­cluir pro­pue­stas al­ter­na­tivas.

Me in­clino a pen­sar que no exis­ten ar­gu­men­tos de­ci­sivos para in­ter­pre­tar res­trín­gi­da­men­te el ámbi­to ma­te­rial del ob­je­to del re­glamento siem­pre que la pre­vi­sión re­glamentaria se aderece a ese pro­pó­si­to de la re­for­ma y siem­pre, cla­ro es, que la pre­vi­sión no in­vada la co­pe­ten­cia de au­toor­ga­ni­za­ción del pro­pio con­sejo (un re­glamento de junta no pue­de co­te­ner pre­vi­siones es­pe­cí­fi­cas, *ratione materiae*, de un re­glamento de con­sejo) y se res­pe­te su na­tu­ra­leza de norma subor­di­na­da a Ley y a es­ta­tu­tos. Evi­den­te­men­te, el re­glamento no pue­de me­nos­ca­bar el “nú­cleo esen­cial” de los de­re­chos co­rpo­ra­tivos del ac­cio­nista tal y como se de­fi­nen en los es­ta­tu­tos y en la Ley⁽⁴⁵⁾.

Tam­bién es ma­te­ria es­ta­tu­ta­ria la re­gu­la­ción del ré­gi­men in­ter­no de fun­cio­namien­to de la Junta Ge­ne­ral. El ar­tí­cu­lo 9.i) LSA nos di­ce que en los es­ta­tu­tos que han de re­gir el fun­cio­namien­to de la so­cie­dad se ha­rá con­star: “*el modo de de­li­be­rar y adop­tar sus acuerdos los ór­ga­nos co­le­giados de la so­cie­dad*”. Igua­l­men­te, el ar­tí­cu­lo 126.1 del RRM dis­pone que “*los es­ta­tu­tos de­ter­mi­na­rán el modo en que la Junta ge­ne­ral de ac­cio­nistas de­li­be­ra­rá y adop­ta­rá sus acuerdos*”. El re­glamento de la Junta de­be res­pe­tar, pues, la su­pre­ma­cía de los es­ta­tu­tos. Ob­via­men­te, tam­bién la de Ley (im­pe­ra­tiva). La su­pre­ma­cía de los es­ta­tu­tos res­pec­to del re­glamento no es fun­cio­nal­men­te dis­tin­ta de la de la Ley sobre aquéllos. Pa­ra­fraseando el ar­tí­cu­lo 10 LSA, po­de­mos de­cir que los re­glamentos pue­den co­te­ner los “pactos y con­di­cio­nes” que los so­cios juz­guen co­ve­niente es­ta­ble­cer siem­pre que no se opo­gan a las leyes o a los es­ta­tu­tos ni con­tra­di­gan los prin­ci­pios con­fi­gu­ra­do­res de la so­cie­dad anónima. Uti­li­zando ca­te­go­rías so­bra­da­men­te co­no­cidas de to­dos po­dríamos en­ton­ces ha­blar de “re­glamentos eje­cu­tivos o de de­sar­rol­lo” y de “re­glamentos in­de­pen­dientes”⁽⁴⁶⁾.

La su­pre­ma­cía legal/es­ta­tu­ta­ria sobre el re­glamento de la Junta si­gni­fica, bá­si­ca­men­te, tres co­sas: 1.º) Que el re­glamento de la Junta de­be res­pe­tar el ámbi­to de “re­ser­va legal/es­ta­tu­ta­ria” allá don­de exis­ta: el re­glamento no pue­de in­va­dir la co­pe­ten­cia nor­ma­tiva ex­clu­siva de la Ley y de los es­ta­tu­tos en cer­tas ma­te­rias su­je­tas a re­ser­va; 2.º) Que, en to­do caso, de­be res­pe­ta­se la je­rar­quía nor­ma­tiva: los pre­cep­tos re­glamentarios no pue­den in­frin­gir las dis­po­

(45) Cfr. HÜFFER (2002), § 129, n.º 1.a); MARSCH-BARNER, op. cit., p. 557.

(46) No es po­si­ble ha­blar de “re­glamentos de em­er­gen­cia” (los dic­tados en ejer­cicio de una po­te­stad exor­bi­tante de or­ga­ni­za­ción en cir­cun­stan­cias ex­traor­di­na­rias e im­pre­visibles) aun­que exis­ta el pre­ce­den­te del De­re­cho nor­teame­ri­cano de so­cie­da­des.

siciones legales (imperativas) ni lo contenido en los estatutos sociales; 3.º) Que los estatutos pueden invocar el reglamento, determinar su extensión, su contenido y su vigencia... aunque los estatutos de las cotizadas no puedan prohibir la adopción del reglamento o de otro modo infringir lo dispuesto en el artículo 113 LSA.

Así las cosas, el principal problema es el consistente en delimitar el ámbito de la reserva estatutaria. Es de suponer que, por su propia naturaleza, el reglamento disciplina cuestiones secundarias o de orden procedimental referentes a la organización de junta y/o al ejercicio de los derechos políticos del socio cuando dicha regulación no comprometa el contenido esencial de los derechos de socio y el régimen de funcionamiento de la junta... tal y como quedan definidos en la Ley y en los estatutos. A título de ejemplo: el reglamento no puede contener el reforzamiento extraestatutario del quórum o de la mayoría necesarios para adoptar acuerdos sociales (cfr. art. 103.3 LSA); no puede imponer limitaciones de asistencia y voto (cfr. art. 105 LSA); ni limitar el derecho de representación (cfr. 106.1 LSA); ni imponer limitaciones a la actuación de los administradores (exigencia de preceptiva autorización de junta, por ejemplo) ni siquiera a efectos internos (cfr. art. 129.1 y 141 LSA), etc. Al parecer, tampoco puede el reglamento autorizar la emisión del voto a distancia (art. 105.4 LSA). Es muy discutible incluso que, a falta de previsión estatutaria, puedan en reglamento rebajarse las mayorías de capital necesarias para el ejercicio de los derechos colectivos de minoría; solicitar la convocatoria de junta (art. 100 LSA); solicitar la intervención notarial (art. 114 LSA); resistir la denegación de información (art. 112 LSA)...

Los redactores del “Informe Aldama” entienden que el reglamento de la junta debería contener al menos previsiones relativas a: 1.º) La convocatoria, orden del día, propuestas de acuerdos e información a disposición del accionista durante el período de preparación de la Junta; 2.º) celebración y desarrollo de la junta; y 3.º) lo que se denomina “otras medidas”. Por mi parte, creo que el contenido usual del reglamento puede agruparse en los siguientes epígrafes:

1. Previsiones reglamentarias sobre convocatoria de la Junta

Puede preverse en el Reglamento que el anuncio de convocatoria de las Juntas Generales, ordinarias y extraordinarias, se difunda, además de en los

ineficaces medios legales, en el portal corporativo en Internet⁽⁴⁷⁾, y, por ejemplo, en los boletines de las bolsas en que cotizaren las acciones (eventualmente su traducción al idioma correspondiente en bolsas extranjeras). La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, ha establecido con carácter obligatorio la inclusión en la página web de la compañía de los “documentos (.../...) con información sobre el orden del día” [apartado Cuarto. Instrumentos de Información, 1.f)].

La convocatoria de junta se comunicará además a la CNMV como hecho relevante. Sigo pensando que sería buena solución exigir se difunda la convocatoria a través de la información servida en Internet por los Registradores Mercantiles, lo que, de paso, permitiría la calificación previa del anuncio de convocatoria, cuya defectuosa confección tantos problemas acarrea⁽⁴⁸⁾.

Reglamentariamente podrá reconocerse a los accionistas que lo solicitaren expresamente de la sociedad, con indicación de una dirección de correo electrónico para las comunicaciones, el derecho a recibir en ésta el anuncio de la convocatoria así como, en su caso, mediante las correspondientes “alertas informáticas”⁽⁴⁹⁾, las actualizaciones y alteraciones que se produzcan en la parte relevante para el inversor en el portal corporativo.

En cuanto *al plazo de convocatoria*, en reglamento podrá estipularse la obligación del consejo de convocar la junta con mayor antelación que la prevista en la Ley —lo que constituye una reivindicación tradicional de la doctrina⁽⁵⁰⁾— al objeto de que los accionistas puedan disponer de mayor plazo para adoptar de manera informada su decisión y para hacer posible que sujetos aje-

(47) Como prevé, por ejemplo, el § 25 AktG en la redacción dada por la TransPuG. Sobre la “ciber publicidad del orden del día” vid. IBÁÑEZ IBÁÑEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, n.º 249, 2003, p. 1026.

(48) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, op. cit., p. 953. También: IBÁÑEZ IBÁÑEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, n.º 249, 2003, pp. 1029 y 1030.

(49) Sobre la remisión voluntaria de información societaria a los accionistas que lo solicitan con indicación de su dirección de correo electrónico vid. el artículo 124 del Decreto de Sociedades Comerciales francés en su redacción de 3 de mayo de 2002.

(50) Entre otros muchos: TAPIA HERMIDA, “La junta general de accionistas de la sociedad cotizada”, *Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, p. 2936. La recomendación se formuló otra vez en el “Informe Aldama” (cap. IV, 1.6). Encuentro una primera mención del problema en el Informe Marini francés de 1996 sobre la “Modernisation du droit des sociétés”, *La documentation française*, 1996, pp. 88 y ss. Antes de la Ley de Transparencia, en nuestra doctrina: ALONSO LEDESMA, “El papel de la junta general...”, op. cit., p. 647; RONCERO, *La representación del accionista en la Junta General...*, p. 417. El plazo se ampliaba a un mes en las cotizadas de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (cfr. art. 387).

nos a la dirección puedan participar en el proceso de supervisión de ésta mediante la solicitud pública de representación para ejercer el derecho de voto en sentido diferente al que se infiere de las propuestas del consejo.

En lo que hace al *contenido del anuncio de convocatoria*, el reglamento podrá exigir que el anuncio de la convocatoria contenga indicaciones útiles, adicionales a las mínimas legales, que faciliten el ejercicio de los derechos del accionista, tales como las relativas al ejercicio del voto por correspondencia o electrónico, las instrucciones adecuadas para la delegación del voto y para la recogida de las tarjetas de asistencia⁽⁵¹⁾, etc.

También podrá exigirse se incluya en el anuncio de convocatoria la dirección en la red donde podrán obtenerse todos los documentos sobre los que el accionista tiene derecho de información, incluido el contenido íntegro de las propuestas de acuerdo social y los documentos-modelo de voto por correo/electrónico/de delegación de la representación para votar en junta y modelo de contrato de agrupación de accionistas [cfr. apartados i) y j) del apartado Cuatro.1 de la OM de 26 de diciembre de 2003].

2. La autorregulación sobre la fijación del orden del día de la Junta. La hipotética disciplina reglamentaria de las “propuestas alternativas”

El reconocimiento al “minoritario” de la facultad legal de solicitar la convocatoria extraordinaria de junta para que ésta decida sobre ciertos asuntos cuyo tratamiento por ese órgano social interesa al propio accionista (cfr. art. 100.2 LSA) no hace inoportuno el reconocimiento de un derecho menos traumático y también menos costoso del minoritario consistente en la facultad de integrar el orden del día de la junta convocada mediante la solicitud de adición de puntos distintos al del fijado previamente por la dirección o/y el de insertar propuestas alternativas a las fijadas por ésta sobre alguno de los puntos predefinidos⁽⁵²⁾. Ni que decir tiene que ese reconocimiento exigiría, otra vez, la

(51) Vid. “Informe Aldama”, cap. IV 1.4. En igual dirección el “Informe Winter” y el Plan de Acción de la Unión Europea, 3.1.3. También en Derecho francés: cfr. art. 130 del Decreto de Sociedades Comerciales.

(52) No obstante el reconocimiento legal del derecho del minoritario de solicitar convocatoria extraordinaria de junta general, tiene sentido la admisión de un autónomo derecho del minoritario de integrar el orden del día de la junta debidamente convocada. Vid. ABBADESSA, “Il nuovo ruolo dell’assemblea nella società per azioni”, en *Verso un nuovo diritto societario*, Associazione Disiano Preite, Il Mulino, Bolonia 2002, pp. 165 y s. La doctrina española suele entender que el artículo 100 LSA permite, a fortiori, al minoritario incluir puntos adicionales en el orden del día. Así, en JUSTE MENCÍA, J., *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Monografías RdS, 1995, p. 262 y MUÑOZ DE DIOS, “Junta de accionistas de la sociedad anónima.

determinación realista de la minoría suficiente (el 5% del capital social es inalcanzable por el minoritario de las cotizadas).

En los ordenamientos de Derecho comparado —especialmente en el norteamericano—⁽⁵³⁾ la praxis societaria de las “shareholder’s proposals” se ha revelado un instrumento básico de revitalización del papel de la Junta⁽⁵⁴⁾. Por otra parte, de alguna manera, nos será forzoso reconocer este derecho en nuestro ordenamiento: los accionistas que representen en conjunto el 10 por ciento del capital social de una Sociedad Europea pueden solicitar inclusión de uno o más puntos en el orden del día según el artículo 56 del Reglamento de 8 de octubre de 2001 de la UE sobre el estatuto de la SE.

El Informe Winter, por su parte, estima que el derecho de que eventualmente gozan los accionistas minoritarios de integrar el orden del día de la convocatoria con sus propuestas constituye una pieza básica de tutela de la minoría cuyo funcionamiento debe ponerse en relación con el (eventual) reconocimiento del derecho de la mayoría de amortización forzosa del minoritario (“squeeze out”). Es opinión de los expertos que el minoritario que puede escapar de la amortización forzosa de su posición por decisión del mayoritario debería poder disfrutar del derecho de integración del orden del día de la junta convocada.

No puede ignorarse que los redactores del “Informe Aldama” han sido conscientes de la transcendencia de ese derecho. Efectivamente, entre las “otras medidas” que la autorregulación reglamentaria puede solventar se nos dice que está la de *“permitir que los accionistas, con exigencia de aquellos requisitos de legitimación que se entendieran procedentes, pudieran tanto solicitar la adición de puntos del orden del día en la junta convocada como formular en relación con dichos puntos propuestas alternativas de acuerdos con una cierta antelación respecto de la Junta General con el fin de que el consejo pudiera*

Función de su Presidente y secretario”, *La Ley*, 1985-1, pp. 938 y ss. Tal derecho del minoritario de integrar el orden del día debería ser recogido expresamente en nuestro Derecho positivo: RODRÍGUEZ ARTIGAS/ESTEBAN VELASCO, “Los órganos de la sociedad anónima”, en *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, p. 102; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, 3.ª ed., t. I, vol. 1.º, Bosch, 1991, p. 584; MARTI LACALLE, R., *El ejercicio de los derechos de la minoría en la sociedad anónima cotizada*, Aranzadi, 2003, p. 92 y s.

(53) Cfr. § 122, Abs 2, AktG; art. L. 225-105 Code comm.. 2000; s. 372 (2) y s. 376 Companies Act; rule 14 a-8 Regulation 14 A de las Federal Proxy Rules americanas.

(54) Puede verse: TRIAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill, 1998, pp. 176 y ss.; GARRIDO, J.M.ª, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002, p. 250.

definir su posición sobre la oportunidad o no de inclusión en el orden del día a publicar, motivando las razones de su admisión (.../...) (cfr. IV, 1.6).

No deja de sorprendernos lo que en el “Informe Aldama” se dice sobre este tema. Al parecer, se nos quiere hacer creer que el reconocimiento de un derecho tal —que *a fortiori* hay que entender mejoría de la situación del minoritario amparada por el artículo 100.2 LSA— no precisará de una disposición legal habilitante, sino que para ello bastará en confiar en la decisión libre de la propia sociedad (vale decir: del socio de control) y, por si fuera poco, por la vía de la autorregulación en reglamento de junta y no en estatutos⁽⁵⁵⁾.

Hay que ser saludablemente escéptico sobre las posibilidades de éxito de la autorregulación en un punto crucial de tutela del minoritario, sobre todo en una estructura de propiedad de nuestras cotizadas caracterizada por la existencia del gobierno en poder del núcleo accionarial de control (accionistas de referencia); estructura bien diferente del modelo americano/británico, con el accionariado disperso y separación de la propiedad y la gestión. A corto plazo, hay que ser ingenuo para pensar que el mercado de capitales suministrará estímulos suficientes para obligar a los socios de control a reconocer un derecho tal al minoritario⁽⁵⁶⁾.

De cualquier modo, bienvenida que sea la posibilidad de una hipotética regulación *ex novo* de ese derecho del minoritario. Una regulación, por cierto, que, en su sustancia, debería tener su apoyo en la correspondiente y suficiente previsión estatutaria y que no deja de tener su complicación. El Derecho comparado nos enseña que una regulación completa del tema precisa de determinar no sólo el requisito de legitimación (porcentaje de capital exigible al minoritario) sino un mínimo andamiaje procedimental: definición del requisito temporal para la solicitud válida (habitualmente se establece que el derecho debe ejercitarse dentro de un plazo, normalmente inferior a un mes, a contar desde la publicación del orden del día “provisional” fijado por los administradores); de los requisitos formales de la solicitud (documento auténtico dirigido a los administradores, correo electrónico...); determinación de la publicidad del nuevo orden del día “definitivo” (no bastaría en nuestro Derecho que, publicado el orden del día “provisional”, el nuevo orden del día definitivo se publique, inclu-

(55) Para SÁNCHEZ CALERO —“Observaciones preliminares...”, op. cit., p. 35— el derecho del minoritario de integrar el orden del día no puede tener su fundamento exclusivo en el Reglamento de Junta.

(56) Hasta ahora, que sepa, la práctica societaria que revelan los reglamentos publicados en el portal de la CNMV es poco alentadora. En algunos casos —como en los reglamentos de OBRASCÓN HUARTE LAÍN SA y en el de CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN— todo lo más se llega a permitir al socio hacer sugerencias al consejo para que éste, a su discreción, incluya algún punto en el orden del día de la junta convocada.

so con los requisitos del artículo 97 LSA, extemporáneamente o, peor, mediante remisión al contenido de lo que se establezca en el portal corporativo); mecanismo y requisitos para el rechazo de la solicitud por el mayoritario en virtud de causas legítimas y, habitualmente, debidamente justificadas...

Podrá establecerse, por ejemplo, en el reglamento, que tan pronto como el consejo de administración conozca la fecha de celebración de la Junta se comunique este hecho a los accionistas con indicación del “orden del día provisional” mediante anuncio insertado en la web corporativa así como, en su caso, mediante notificación como hecho relevante a la CNMV para que los accionistas representativos, por ejemplo, de un determinado porcentaje de capital (uno por mil, por ejemplo) puedan proponer asuntos a incluir en el orden del día de la Junta en el plazo máximo determinado (quince días, por ejemplo) y al objeto de constituir al consejo en la obligación de motivar la denegación en tiempo hábil y a publicar, como no podía ser menos y en su caso, el orden del día definitivo con los requisitos legales. De todas formas, la experiencia americana ha revelado la conveniencia de permitir que un tercero (en nuestro caso: Registrador Mercantil/CNMV) resuelva en un plazo brevísimo la contestación por el minoritario de la denegación injustificada o no motivada de su solicitud.

3. Previsiones reglamentarias sobre legitimación para la asistencia a la Junta

Las previsiones legales sobre derecho de asistencia a la Junta son tan restrictivas que puede merecer la pena mejorarlas reglamentariamente en provecho del interés del accionista. No creo que el artículo 104.2 LSA, cuando dice que los estatutos podrán “*autorizar u ordenar la asistencia de directores, gerentes, técnicos y demás personas que tengan interés en la buena marcha de los asuntos sociales*”, deba interpretarse en el sentido de excluir la reglamentación estatutaria de la legitimación de asistencia a falta de oportuna previsión estatutaria. Cae dentro del poder discrecional del presidente la autorización de la asistencia de las personas que éste “juzgue conveniente”, y no se ve motivo para que el reglamento no pueda resolver la cuestión. Como es lógico, para que la previsión de asistencia tenga algún sentido, debe desempeñar algún propósito práctico, básicamente la posibilidad/obligatoriedad de atender el correlativo derecho de información de los socios al que la Ley (art. 112 LSA reformado) sólo parece sujetar a los administradores.

Buena práctica reglamentaria es contemplar la asistencia obligatoria a la junta aprobatoria, en su caso, de las cuentas y de la propuesta de aplicación de resultados, de los auditores de cuentas de la sociedad y del de las cuentas

consolidadas⁽⁵⁷⁾, al objeto de que éstos puedan proporcionar a los accionistas la información que quieran los mismos solicitar de ellos, así como las aclaraciones sobre las cuentas y sobre el informe de auditoría; sobre todo cuando el informe no es “limpio” y contiene salvedades. Singularmente, cuando se expresan dudas sobre la capacidad de la entidad para seguir como empresa en funcionamiento⁽⁵⁸⁾.

Aunque la Ley impone a los administradores el deber de asistencia (cfr. art. 104.2 LSA), no está de más remarcar la obligación de presencia de los representantes de las comisiones especializadas del consejo⁽⁵⁹⁾ y, especialmente, de los miembros del comité de auditoría al objeto de resolver lo atinente al derecho de información de los accionistas sobre cuestiones de éstos que afectan especialmente a su competencia y, eventualmente, en relación con los informes que puedan haberse emitido⁽⁶⁰⁾.

Nada impide tampoco que en el reglamento de junta puedan legitimarse otras presencias e incluso imponerse asistencias obligatorias. Por ejemplo, la de los “directores generales y asimilables que desarrollen funciones de alta dirección” que pueden ser beneficiarios de sistemas de retribución consistentes en entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas (cfr. disposición adicional tercera LSA) o, incluso, las del representante del comité de empresa (para informar y estar informado de la marcha de la sociedad)⁽⁶¹⁾ o, por qué no, la del representante del organismo supervisor (CNMV) que contemplaba la Propuesta de Código de Sociedades (cfr. art. 389).

Tampoco creo haya inconveniente a que en reglamento se permita la asistencia de los partícipes de inversores institucionales —o de los beneficiarios de trust o instituciones análogas— como han sugerido estudiosos y prácticos (sistema de “pass-through” de derechos del fiduciario al beneficiario)⁽⁶²⁾.

(57) Vid. art. 390 de la Propuesta de Código de Sociedades, “Informe Aldama”, cap. IV, 1.5.

(58) Sobre el tema mi estudio monográfico: *Posibilidad y contenido de un derecho pre-concursal. Auditoría y prevención de la crisis empresarial*, Pons, 2001, pp. 133 y ss.

(59) Así, en Aldama, cap. IV, 1.5.

(60) En Italia, por ejemplo, en relación con el collegio sindacale, artículo 153 del Testo Unico.

(61) Artículo 396 de la Propuesta de Código de SM.

(62) Vid. GARRIDO, *La distribución y el control del poder...*, op. cit., p. 285.

4. Previsiones reglamentarias relativas a la acreditación de la condición de accionista para el ejercicio de sus derechos sociales

Los estatutos de cotizadas, acogiendo a la posibilidad prevista en el artículo 104.1 LSA, condicionan el derecho de asistencia a la junta general a la legitimación anticipada máxima de cinco días según dispone el mismo artículo⁽⁶³⁾. La universal aceptación de esta exigencia por nuestras cotizadas en sus estatutos no deja de plantear algunos inconvenientes señalados por los prácticos. Sobre todo en lo que hace a la aparente “inmovilización” implícita de las acciones durante ese período (“deposit and blocking”)⁽⁶⁴⁾. Inversores institucionales extranjeros se han quejado en ocasiones de que la legitimación anticipada reduce la liquidez de las acciones de manera innecesaria por razones técnicas y resulta perjudicial para el derecho del accionista⁽⁶⁵⁾.

La exigencia de legitimación anticipada no puede entrañar una limitación transitoria de la transmisibilidad de las acciones —ni siquiera por los cinco días—⁽⁶⁶⁾; sin embargo, la regla de acreditación anticipada puede reportar problemas prácticos de legitimación del accionista adquirente que necesitará, aparentemente, de una “representación” para asistir a la junta cuando su transmitente obtuvo la tarjeta dado que suele exigirse que ésta sea nominativa y no se contempla en la práctica la sustitución de tarjetas. El problema, aparentemente menor, ha preocupado en Derecho de sociedades comparado⁽⁶⁷⁾. Son buenas prácticas de gobierno de junta —en lo que entrañan de mejora de la posición del accionista— las que consisten en reducir el plazo de legitimación anticipada (en realidad, las razones técnicas y de orden práctico podrían hacer viables plazos muy inferiores; en Italia el plazo máximo ha quedado reducido para las cotizadas a dos días) o la que consista en permitir que el nuevo adquirente dentro de

(63) En Europa la antelación varía de cinco días en Francia y España, de tres a seis en Bélgica, de siete días en Holanda y hasta de diez días en Alemania. El nuevo artículo 2370 CC italiano rebaja a dos días como máximo la antelación del depósito.

(64) Vid. JAAP W. WINTER, “Cross-border Voting in Europe”, en HOPT y WYMEERSCH, *Capital markets and Company Law*, Oxford, 2003, pp. 413 y ss.

(65) GUYON, “Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives aux assemblées générales d'actionnaires”, *Rev. Soc.*, juill.-sept., 2002, pp. 472 y ss.

(66) Por todos: URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dir. por URÍA-MENÉNDEZ-OLIVENCIA), tomo V, artículo 104, 1992, pp. 153 y s.

(67) Sobre la supresión de la necesidad del “preventivo deposito” de las acciones vid. el nuevo artículo 2370 del Codice Civile italiano. Una primera interpretación en LUCA RESTAINO, AA.VV., *La riforma delle società*, tomo I, arts. 2325-2422 CC, a cura di MICHELE SANDULI e VITTORIO SANTORO, ed. Giappichelli, Turín, 2003, pp. 303 y ss.

ese plazo se legitime *ex post*, con anulación en su caso de la tarjeta emitida y la emisión de otra nueva (como en Derecho francés: art. 136 del Decreto de Sociedades Comerciales en la redacción dada por el Decreto de 3 de mayo de 2002).

Los reglamentos examinados contienen algunas previsiones de carácter procedimental que aclaran algunos extremos de acreditación de la legitimación, por lo demás banales ⁽⁶⁸⁾, y, en particular, en lo relativo a la oportuna provisión de la tarjeta de asistencia por el accionista. Aunque el artículo 126.3 RRM dispone que cuando se condicione el derecho de asistencia a la junta a la legitimación anticipada del accionista se exprese en estatutos “el modo y el plazo de acreditar la legitimación y, en su caso, la forma de obtener la tarjeta de asistencia”, no parece haber inconveniente a que en reglamentos se desarrollen estas cuestiones menores aun a falta de concreta previsión estatutaria. También es razonable que el propio reglamento imponga a los administradores que se recuerden estas cuestiones en el propio anuncio de convocatoria ⁽⁶⁹⁾.

Interesa a todos —a la sociedad también— la expedición de las tarjetas de legitimación normalizadas y que se facilite su distribución ⁽⁷⁰⁾. Es buena práctica prever que los accionistas puedan conseguir sus tarjetas en la propia sede social, así como en cualquiera de las sucursales u oficinas que se indiquen a este propósito (la propia oficina de información del accionista, por ejemplo). Lo usual es que se utilicen los servicios de entidades bancarias depositarias de las acciones y, en general, las de las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta (en realidad, de las entidades adheridas al sistema de compensación y liquidación) ⁽⁷¹⁾. Como es lógico, las entidades distribuidoras de tarjetas deben enviar a la sociedad antes de la fecha establecida para la celebración de la junta la relación de tarjetas expedidas.

5. Previsiones reglamentarias sobre representación del accionista

Es ésta, la de la representación del accionista y la solicitud pública de la representación, una cuestión ciertamente importante para la supervisión societaria de la gestión y sobre la que quizás hubiera sido deseable una intervención normativa. Hubiera sido deseable, entre otras cosas, que todo el proceso de

(68) En reglamentos suele preverse que las tarjetas que se entregan contra acreditación de la titularidad sean nominativas y que en ellas se indique el número y la clase de acciones de su titularidad, así como el número de votos que pueda emitir.

(69) Vid. art. 130 del Decreto de Sociedades Comerciales francés.

(70) Vid. art. 400 de la Propuesta de CSM y “Aldama”, cap. IV, 1.5.

(71) Vid. art. 104.1 LSA y artículos 18 y 22 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, de anotaciones en cuenta.

solicitud pública de representación con la difusión de un folleto informativo suficiente, en caso de cotizadas, fuera objeto de verificación por la CNMV, pues no en vano entraña o puede entrañar una oferta pública aunque no esté dirigida a la adquisición de derechos sociales sino a la adquisición de la legitimación de ejercicio, en interés de otro, de esos derechos ⁽⁷²⁾. La Orden Ministerial de 26 de diciembre de 2003 se limita a delegar en la CNMV la precisión de las “especificaciones” sobre “los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta General” [cfr. apartado Cuarto.1.i)].

Me parece que al menos sobre ciertos aspectos de interés sí puede, por la vía de la autorregulación, mejorarse la de ya de por sí muy desequilibrada posición del accionista externo al equipo directivo: las previsiones tendentes a la homologación del documento de representación y su difusión; la previsión de recuperación —aunque sea parcial— de gastos en que incurre la minoría que hace propuestas alternativas (como se establecía en el art. 406 de la Propuesta de Código); y las relativas a garantizar acceso a la lista de asistentes o mecanismos alternativos para garantizar mayor paridad de trato entre accionistas vinculados a la dirección y “externos” al grupo de control.

Una cuestión elemental es la que consiste en la estandarización de la “tarjeta de delegación de la representación” que puede acumularse y fusionarse con la de asistencia ⁽⁷³⁾. Es buena práctica, que puede dar lugar a la correspondiente previsión reglamentaria, que el formato normalizado de tarjeta se difunda en la propia web corporativa.

Es recomendable, además, que la propia tarjeta sea mucho más expresiva de su función y alcance que lo que viene siendo hasta ahora, y su contenido mucho más informativo. No parece suficiente que el documento que contenga el poder lleve anejo el orden del día y la solicitud de instrucciones y la indicación del sentido del voto a falta de éstas como requiere nuestro artículo 107.1 LSA. Parece más que conveniente que el documento recoja además la indica-

(72) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, op. cit., p. 977. Mientras el formulario de delegación en Derecho norteamericano (“proxy statement”) ha de someterse a verificación previa de la SEC diez días antes de su uso con obligación de suministrar a ese organismo una amplia información sobre los sistemas de delegación de voto, en España no existe control administrativo del mismo. Vid. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, n.º 249, 2003, p. 1058.

(73) Curiosamente, la OM de 26 de diciembre de 2003 sólo contempla la difusión en la web de los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos [cfr. apartado Cuarto. 1.j) OM]. Hay que entender, como es lógico, que también deberá predicarse lo mismo de los formularios de delegación de la representación que habrán de difundirse en la web.

ción del texto literal de la propuesta y que venga acompañada de una justificación sumaria aunque suficiente del sentido en que se votará por el que solicita la representación a falta de instrucciones. Puede pactarse en reglamento que el informe justificativo sobre el sentido del voto solicitado pueda formalizarse en un fichero de acceso público en cierta dirección en la red que deba indicarse en la propia tarjeta de delegación. No está de más prever en el reglamento que la propia tarjeta de delegación representativa contenga indicaciones útiles a modo de recordatorio, como por ejemplo: la posibilidad de revocar la delegación incluso mediante asistencia personal del representado y la expresa indicación justificada de que no se incurre en las causas de incompatibilidad a que se refiere la Ley (cfr. art. 114.1 LMV en la nueva redacción), o la advertencia en su caso de que no podrá ejercitarse el voto cuando el conflicto de intereses exista.

El elevado coste de la “campana electoral” para la captura de delegaciones representativas (“proxy fights”) discrimina severamente en perjuicio de los accionistas ajenos al núcleo de control (el problema del “voto cautivo”)⁽⁷⁴⁾. Como quiera que los gastos asociados a este proceso no son recuperables por quienes promuevan la asistencia y el voto contra las propuestas de la dirección —ni siquiera cuando se vence en junta— existe una diferencia de trato que el reglamento podrá recoger si se acoge en él una cláusula de tenor similar a la muy sensata y prevista en la Propuesta de Código de Sociedades⁽⁷⁵⁾. Como es lógico y a continuación veremos, los costes de la campana de solicitud de representación serán tanto menores cuanto mayores sean las facilidades concedidas para su concesión. Especialmente, cuando se permita la delegación en soporte electrónico (vid. infra) y cuando se abra el acceso de la web corporativa a las solicitudes del voto/delegación de la representación presentadas por la minoría.

Una mínima “democracia accionarial” requiere la puesta en marcha de mecanismos que corrijan las severas disparidades de condición de partida entre dirección y la minoría (“insurgents”). Un punto delicado es el del acceso a la lista de accionistas. La sociedad (aquí: su dirección) tiene garantizado por Ley el acceso a la lista de accionistas. Un sector mayoritario de la doctrina sostiene

(74) Existe común opinión doctrinal sobre la existencia del “voto cautivo”. Entre otros: RONCERO SÁNCHEZ, *La representación del accionista...*, op. cit., pp. 30-65; TRIAS SAGNIER, *Los inversores institucionales...*, op. cit., pp. 145-190; FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, op. cit., pp. 977 y ss.; e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, n.º 249, 2003, p. 1046.

(75) Sobre la importancia del aspecto de la recuperación de costes en la limpieza “democrática” del proceso de captación de voto puede verse, por todos: TRIAS SAGNIER, *Los inversores institucionales...*, pp. 183 y s.

para las cotizadas la inexistencia de un derecho del accionista y de la minoría de acceso a dicha lista so pretexto (injustificado) de dificultades técnicas insalvables o porque se alegan a este propósito razones de la normativa de protección de datos personales⁽⁷⁶⁾. Es obvio que el listado (preferentemente electrónico) del accionariado tiene un valor estratégico capital: el “insurgente” que no conoce los datos identificativos de los accionistas no puede dirigirse a ellos para solicitar el voto. De cualquier modo que sea, lo cierto es que reglamentariamente podrá remediarse en parte esta desigualdad de partida de la minoría de los accionistas externos al grupo de control.

Así se haría si se reconoce con ciertas condiciones al que solicita públicamente la representación la inclusión en el portal corporativo —o la remisión por hipervínculo, enlace o “link” que se incluya en lugar visible del portal— de la información suficiente para justificar el sentido del voto reclamado e, incluso, la del formulario de voto o de delegación representativa electrónicos. Así, por ejemplo si se dijere que accionistas, solos o agrupados, o asociaciones de accionistas que representan, digamos, el uno por mil del capital social pueden instar de la administración social la inclusión de un documento justificativo de solicitud del voto con una extensión no superior a la determinada en la web corporativa. La concesión de este derecho se ha revelado muy eficaz estímulo de la participación accionarial en el Derecho norteamericano.

6. Previsiones reglamentarias sobre delegación y voto “a distancia”

La nueva Ley ha permitido expresamente la delegación y el voto electrónicos. Es decir: que el voto sobre las propuestas sometidas a consideración de la junta de accionistas pueda delegarse o ejercitarse mediante “correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su dere-

(76) Defendimos en su momento —FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de Sociedades...”— la existencia de un derecho de acceso a la lista de accionistas de las cotizadas en base a una lectura positiva —no restrictiva— del art. 22.3 del RD 116/1192 (op. cit., pp. 980 y ss.). La negación del acceso a la lista entraña un cercenamiento real de los derechos colectivos o de minoría en la medida en que se imposibilita *de facto* la agrupación o sindicación de la minoría. En contra del derecho de acceso: PERDICES HUETOS, *El libro registro de socios*, Civitas, 2000, pp. 209 y ss.; RECALDE CASTELLS, A., “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, *RDBB*, n.º 50, 1993, p. 379. Este autor cambió, acertadamente, a mi juicio, de criterio y se manifiesta ahora a favor de la transparencia de la lista en su magnífico trabajo “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”, *RdS*, n.º 18, 2002, pp. 77 y ss. Ni siquiera la legislación de protección de datos debe ser un obstáculo insalvable. Últimamente de esta opinión es IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “El ejercicio telemático...”, op. cit., pp. 1048 y 1049.

cho de voto” (cfr. art. 105.4 LSA en su nueva redacción). En igual sentido, para la delegación de voto el artículo 106.2 LSA permite que la representación se confiera por escrito o “por medios de comunicación a distancia”⁽⁷⁷⁾.

En cuanto al voto “a distancia” (voto electrónico/postal), el legislador nos dice que su ejercicio debe producirse “de conformidad con lo que disponen los estatutos” (inciso primero del art. 105.4 LSA). La redacción del precepto no es todo lo clara que sería de desear. Parece que la posibilidad del ejercicio del voto por correspondencia o electrónicamente queda condicionada a una habilitación previa en los estatutos de la sociedad, como ocurre en los derechos francés e italiano, donde la Ley es más clara. Menos clara aún es la necesaria habilitación estatutaria previa para la captación electrónica de la representación del accionista: como el artículo 106.2 LSA se remite a los “requisitos previstos en el artículo anterior para el ejercicio del derecho de voto a distancia”, lo razonable es entender que se sigue aquí la misma solución (= necesidad de previsión legitimadora en estatutos). Así las cosas, hubiera sido quizás más lógico permitir que la habilitación para el voto/delegación electrónicas se contuviese en cláusula de los reglamentos y no, necesariamente, en estatutos⁽⁷⁸⁾. De cualquier modo que sea, la sociedad deberá informar en la web corporativa sobre “los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia” y deberán incluirse en el portal corporativo los “formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos” [cfr. apartado Cuarto.1.j) OM de 26 de diciembre de 2003].

En todo caso, para la eficacia de la delegación y del voto electrónicos, deberá quedar garantizada “debidamente” la identidad del sujeto que ejercita su derecho de voto o que autoriza la delegación (arts. 105.4 *in fine* LSA y 106.2 LSA que se remite al anterior). Para ser rigurosos, la plenitud de eficacia identificativa sólo se consigue mediante la “firma electrónica reconocida” basada en un certificado expedido por entidad prestadora de servicios de certi-

(77) Vid. art. 391 de la Propuesta de Código de Sociedades sobre el voto por “correspondencia electrónica”. Este tipo de previsiones habilitantes empieza a menudear en Derecho positivo de sociedades comparado. Vid. art. 2370 del C.Civile italiano, art. 225-107.1 del CCo francés y arts. 119, 130 y 131 del Decreto de Sociedades Comerciales francés recientemente reformado. Vid. también el “Informe Aldama”, cap. IV, 1.6. La propuesta de facilitar el voto electrónico también se formula en el Informe Winter. En Derecho norteamericano de sociedades este tipo de prácticas está muy desarrollada. Puede verse mi artículo: FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, op. cit., pp. 970 y ss. También IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “El ejercicio telemático...”, op. cit., *passim*.

(78) En ese sentido, una enmienda en el Senado que luego no fue aceptada en la redacción definitiva de la Ley.

ficación debidamente habilitada⁽⁷⁹⁾. Sin embargo, este requisito puede resultar oneroso para los socios. Por el contrario, la utilización de cualquier otro sistema alternativo debe ser cuidadosamente sopesada por lo que puede entrañar de pérdida de seguridad jurídica. La falta de generalización del sistema de acreditación electrónica —al menos, respecto de las personas físicas, hasta la distribución de los DNI electrónicos— retrasará inevitablemente la implantación de sistemas de voto de alta seguridad. Es sin duda más barato, aunque no tan seguro, que los socios remitan telemáticamente con cada convocatoria de junta su “tarjeta electrónica de delegación o de voto” enviadas a través de un “gestor de proxies” contratado por el emisor, quien facilitará a los socios que lo deseen las PIN/passwords según las instrucciones adjuntas, normalmente a través de una *webpage*, que no tiene por qué ser el portal corporativo aunque lo razonable es exigir de la sociedad que ponga a disposición de todos los modelos estandarizados de tarjetas.

Aunque se exija habilitación estatutaria para el voto o la delegación “a distancia” (fundamentalmente: electrónicos), es tarea del reglamento fijar los requisitos procedimentales de identificación⁽⁸⁰⁾. Es perfectamente posible que la sociedad contrate los servicios de empresas especializadas de servicios electrónicos a quien se encomienden las tareas específicas de facilitar el voto/delegación electrónicas y su ulterior recuento. En nuestro Derecho, es lógico esperar que desempeñen un papel importante las entidades depositarias de los valores que son las que normalmente distribuyen las tarjetas de asistencia y las que captan las delegaciones del voto.

Es bien sabido que la cualidad de accionista de una cotizada se acredita mediante un certificado de legitimación que expiden las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta (cfr. arts. 18 y ss. del RD 116/1992, de 14 de febrero) o el emitido por entidad autorizada en que se hubiere efectuado el depósito de las acciones (cfr. art. 104.1 LSA). En la práctica española —además de los propios administradores— el solicitante habitual de la representación suele ser el depositario de las acciones anotadas. Se ha denunciado con frecuencia la situación de conflicto de intereses en que estas entidades se encuentran. Precisamente por ello deberían “justificar de manera detallada” el sentido en que votará el representante (cfr. arts. 107 LSA y art. 41 del Reglamento Tipo del Consejo de administración publicado por la CNMV en 1998 y acomodado al

(79) Sobre el concepto de “firma electrónica reconocida” y su valor en nuestro sistema vid. la redacción dada al artículo 3 de la nueva Ley de firma electrónica.

(80) Existen varios sitios en la red donde puede obtenerse información interesante sobre la práctica norteamericana de “e-voting”. Cfr. los citados por IBÁÑEZ JIMÉNEZ, op. cit., p. 1066, nota (68).

Código Olivencia). En un “depósito administrado” de valores, la entidad depositaria debe remitir información diligente y puntual sobre la delegación y voto electrónicos (cfr. arts. 259 y 308 CC). Por otra parte, la entidad emisora puede contratar los servicios electrónicos de estas entidades para facilitar el proceso.

La cuestión del nivel de prácticas de seguridad en materia de firmas electrónicas hábiles se entrega, pues, a la autorregulación. Puede —quizás sea lo deseable— exigirse el empleo de firma electrónica “reconocida” con intervención de una entidad prestadora de servicios de certificación (por el principio de equivalencia funcional la firma electrónica “avanzada” surte los mismos efectos que la manuscrita aunque la Ley no lo hubiera dicho). No creo, por el contrario, que haya inconveniente a que reglamentariamente se definan mecanismos menos gravosos que permitan el voto o la delegación con inferiores estándares de seguridad como se practica con éxito en Derecho comparado, singularmente en el norteamericano, en donde es típica la interposición de empresas especializadas contratadas por las sociedades que se encargan de facilitar el voto merced a claves de acceso-PIN que distribuyen a los accionistas. Por razones de seguridad jurídica, quizás lo deseable sea que los poderes públicos —Ministerio de Economía o la CNMV por habilitación expresa de aquél— dicten “normas” (circulares del consejo de la CNMV) que determinen “las especificaciones técnicas y jurídicas necesarias” (vid. artículo 117.4 LMV en la nueva redacción). De cualquier forma que sea, imperando en este sector del ordenamiento el principio de libre prestación de servicios de certificación, la sociedad no puede imponer a sus accionistas el empleo de los servicios de sólo una cierta entidad en detrimento de las demás “homologadas” administrativamente.

Es muy conveniente que el reglamento contemple que el propio formato estandarizado del documento electrónico de voto o delegación figure en un fichero incluido en la web corporativa para que el accionista, mediante identificación y adhesión de su firma o clave, pueda “rellenarlo” y remitirlo electrónicamente. A este propósito vid. el apartado Cuarto.1.j) de la OM de 26 de diciembre de 2003.

Ni que decir tiene que el destinatario del mensaje electrónico debe acusar recibo del documento que contiene el voto/delegación aunque sólo sea por aplicación de las normas generales en materias de comercio/contratación electrónicos (cfr. artículo 27 de la LSSI).

7. Previsiones reglamentarias que desarrollan lo previsto en materia de derecho de información (art. 112 LSA)⁽⁸¹⁾

Aunque no sea necesario expresarlo en reglamento —ello se deduce claramente de la aplicación de lo establecido en el artículo 117.2 LMV sobre instrumentos de información a lo que dice el artículo 112 LSA en materia de derecho de información— no está de más recordar que los accionistas pueden, si lo desean (no pueden ser obligados) ejercitar su derecho de información *ex art. 112 LSA* mediante comunicación dirigida a distancia —electrónica o postal— a la dirección/es señalada/s al efecto. Esa posibilidad se reconoce de manera expresa en la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 2003 [apartado Cuarto.1.h)]⁽⁸²⁾. Es conveniente recordar esa posibilidad en el propio anuncio de convocatoria.

Podrán establecerse en el reglamento ciertas cautelas para impedir el ejercicio abusivo del derecho de información siempre que tales cautelas y requisitos no restrinjan o menoscaben sustancialmente éste y se garantice la paridad de trato entre accionistas como pueden ser, por ejemplo, las previsiones reglamentarias que consistan en la determinación de criterios para atender las solicitudes de información (por ejemplo, la prioridad temporal: las solicitudes son atendidas por su orden de entrada); la especificación de un número máximo de consultas o la extensión máxima del texto de cada una de ellas; la garantía de la identidad del accionista consultante (los mismos requisitos pero no superiores a los exigidos para el voto o la delegación “a distancia”); la publicidad en la web de las respuestas (de todas o de las más significativas) para que todos los accionistas puedan acceder en igualdad de condiciones a la información suministrada a ciertos de ellos, lo cual es especialmente interesante en las aclaraciones *ex post* junta (cfr. art. 112.2 LSA y art. 397.2 Propuesta de Código de Sociedades)⁽⁸³⁾; la constancia como anejo al acta de la junta de los documentos que recogen la solicitud de informaciones y las aclaraciones suministradas (art.

(81) Sobre la posibilidad de regular reglamentariamente el derecho de información del accionista puede verse recientemente 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”, *Derecho de los negocios*, n.º 159, diciembre 2003, pp. 16 y ss.

(82) La OM de 26 de diciembre de 2003 obliga a la sociedad anónima cotizada a divulgar en Internet los “cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas, y, en particular, las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista, con indicación de las direcciones de correo postal y electrónico a las que puedan dirigirse los accionistas” [apartado Cuarto.1.h) de la Orden ECO/3722/2003].

(83) Sobre la paridad de trato en el reconocimiento del derecho de información del socio vid. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.ª T.ª, *El derecho de información del accionista*, McGraw-Hill, 1999, pp. 300-310.

394.3 de la Propuesta de Código de Sociedades), etc. También puede pactarse en reglamentos el funcionamiento de una oficina de información permanente del accionista⁽⁸⁴⁾; la celebración de reuniones periódicas de información; el mantenimiento de “chats”⁽⁸⁵⁾...

Ni que decir tiene que reglamentariamente puede mejorarse el alcance del derecho de información del socio para que no se extienda sólo a los puntos incluidos en el orden del día de la junta (primer inciso del art. 112.1 LSA) y al contenido de la información accesible al público facilitada por la sociedad a la CNMV⁽⁸⁶⁾. Podrá así exigirse en el reglamento de junta que los administradores deban también informar sobre todo aquello que la sociedad haya “puesto a disposición del público” en la web corporativa “desde la celebración de la última junta general”, aunque no haya de ser comunicado a la CNMV como hecho relevante y aunque no figure en el orden del día; lo que incluirá por ejemplo, en su caso (vid. supra) la información sobre el informe de responsabilidad social corporativa que los administradores puedan/deban elaborar, así como otros documentos de buen gobierno “satélites” de éste, como el eventual informe anual del comité de auditoría.

También podrá establecerse en el reglamento de junta que el derecho de información del accionista ex art. 112 LSA pueda hacerse efectivo mediante solicitud dirigida al presidente de las diferentes comisiones del consejo y en relación a su actividad específica desplegada de acuerdo con su función y dentro de la competencia respectiva, establecidas en estatutos y en su reglamento—sobre todo en relación al eventual informe anual del comité de auditoría—. En reglamento podrá concederse que el derecho de información pueda instarse de los altos directivos y responsables de la sociedad sólo cuando la información solicitada sea específica de ellos y de sus funciones y sea conveniente una respuesta distinta o adicional a la suministrada por los administradores (pensemos en planes de opciones de que sean beneficiarios o en problemas de auto-contratación o conflictos de intereses específicos). Cómo no, el reglamento puede sujetar a los auditores para que éstos contesten a la solicitud de los accionistas dirigida a pedir aclaraciones/información sobre las cuentas o sobre

(84) Las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva, por ejemplo, deben tener un “departamento de atención y defensor del cliente” que podría servir de ejemplo a nuestras cotizadas. Vid. art. 48 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

(85) Cfr. “Informe Olivencia”, apartados 9.1 y 9.3. También de estos aspectos se ha ocupado el “Informe Winter”.

(86) Vid. inciso segundo del art. 112.1 LSA. Es de suponer que se refiere a los hechos relevantes comunicados a la CNMV y que además figuran en la web corporativa por exigencias de la Ley financiera y del artículo 117.2 LMV en la nueva redacción dada por la Ley de transparencia; lo que desde luego incluye el informe anual de gobierno corporativo ex art. 116 LMV.

los informes que las acompañan (de auditoría de la sociedad, de las cuentas consolidadas, del informe de gestión o del informe consolidado).

Por fin, el reglamento puede llegar a exigir que la denegación de información por el Presidente *ex art.* 112.3 LSA en la nueva redacción se motive adecuadamente e incluso (como pretendía el Proyecto Código de Sociedades) que la denegación se publique como hecho relevante⁽⁸⁷⁾.

En este orden de cosas, poco cabe esperar de la imparcialidad del Presidente: el “presidente” del artículo 112.3 LSA es en la práctica, siempre, el del consejo. Lo más lógico hubiera sido que la Ley contemplara aquí una solución similar a la prevista en sede de publicidad de los pactos parasociales en el art. 112.5 LMV: que ante la negativa de información por parte del presidente, el socio agraviado pueda reclamar de la CNMV que aprecie mediante resolución motivada la justificación real del perjuicio alegado. No me repugna que mediante un pacto reglamentario se someta esta cuestión a la intervención de un tercero decisor independiente —el propio Registrador Mercantil, por ejemplo—, lo que entraña una garantía de imparcialidad y de efectividad real del consejo. Si contra la decisión del presidente ha de irse a la jurisdicción —¿voluntaria?⁽⁸⁸⁾— la efectividad práctica del derecho es mínima, porque nadie se avendrá a litigar para este propósito.

8. Previsiones reglamentarias sobre el portal corporativo

El artículo 117 LMV, bajo la oscura rúbrica “de los instrumentos de información” viene a regular lo relativo a la web corporativa de la cotizada, tema sobre el cual el “Informe Aldama” había sido mucho más explícito. Otra vez el legislador se muestra aquí poco generoso con la autorregulación, puesto que remite a un desarrollo “normativo” ulterior la concreta determinación del contenido de la información a facilitar (apartado tercero) y de las “especificaciones técnicas y jurídicas necesarias” (apartado cuarto). Dicho desarrollo se ha producido por medio de la OM tantas veces citada de 26 de diciembre de 2003 que dedica un apartado —el cuarto— al contenido mínimo de la web corporativa. Además, se faculta a la CNMV para determinar “las especificaciones técnicas y jurídicas, y la información que las sociedades anónimas cotizadas han de incluir en la página web”. Tal tarea encomendada ha sido cumplida en la Circular 1/2004, de 17 de marzo.

(87) Art. 398.3 de la Propuesta de Código de Sociedades.

(88) *In extenso*: MARTÍNEZ MARTÍNEZ, *El derecho de información...*, op. cit., pp. 425 y ss.

La página web debe contener información legal de carácter obligatorio y que se refiere, entre otras cosas, a la estructura jurídica de la sociedad. Se refieren a ello tanto el Código de Comercio (cfr. art. 24 por analogía) como la LSSI (artículo 10.4); lo primero en cuanto empresario y en relación a toda su documentación, lo segundo en su calidad de “prestador de servicios de la sociedad de la información”. Es evidente que la información a que se refieren tales preceptos es insuficiente a nuestro propósito. Al inversor —y desde luego al socio— interesa saber con más detalle la estructura jurídica de la sociedad y entre otras cosas, como quiere la OM de 26 de diciembre de 2003, los estatutos sociales vigentes y los reglamentos de junta y del consejo aprobados, incluidos los reglamentos de las distintas comisiones del consejo⁽⁸⁹⁾, así como los pactos parasociales debidamente publicados⁽⁹⁰⁾. Obviamente también interesará conocer la composición del consejo y de sus comisiones, así como sus actuales titulares y demás indicaciones de los informes anuales de gobierno corporativo —no sólo del último— cuyo contenido mínimo la OM regula con todo detalle [apartado Primero en relación con lo dispuesto en el apartado Cuarto.1.e)].

Todos esos datos obran en el Registro Mercantil y además los reglamentos (además) —no los estatutos— en el portal de la CNMV. Una buena práctica societaria es la certificación *on line* de la vigencia de todo ese acervo jurídico-societario mediante hipervínculo con la base de datos pública. En definitiva: mediante un “link” a la base de datos del Registro Mercantil⁽⁹¹⁾. Esa “certificación” por “tercero de confianza”, además un tercero público, no sólo es recomendable por razones de seguridad jurídica (en el proyecto de Ley de firma electrónica así se establece respecto de los certificados a favor de representantes de personas jurídicas) sino que responde a las prácticas recomendadas en otros sectores de información en la red (algún “código privado” contempla como deseable tal “link”⁽⁹²⁾). Acertadamente, la OM de 26 de diciembre de 2003 no sólo establece el deber (y la responsabilidad) de los administradores de mantener actualizado el contenido de la web sino, también, de procurar su coordinación con lo que resulta de los documentos depositados e inscritos en el Registro Mercantil y en la CNMV (cfr. apartado Cuarto.2. Vid. también la Norma 8.^a, conexiones telemáticas a registros públicos, de la Circular 1/2004, de 17 de mayo). La OM también consagra el “link registral”: la vigencia —e

(89) Letras a), b) y c) del apartado Cuarto.1 de la citada OM.

(90) Que se incluyen dentro de la letra k), “hechos relevantes”, del apartado Cuarto.1 de la citada OM y del apartado Tercero, también de la Orden del Ministerio de Economía.

(91) Se explica todo ello en el portal de los Registradores: www.registradores.org.

(92) Vid., por ejemplo: *Código de buenas prácticas para la divulgación financiera en Internet*, AECA, Documentos 1, Nuevas Tecnologías y Contabilidad, 2002, p. 26.

inscripción en el Registro Mercantil— de los correspondientes hechos inscribibles podrá acreditarse “mediante conexión telemática con la correspondiente base de datos pública en la red” (disposición adicional segunda).

Ya la misma Ley de reforma del sistema financiero obligó a incluir en la web información sobre los hechos relevantes. La Ley de transparencia no hace sino recordarlo en el nuevo artículo 117.2 LMV. Esa obligación podrá cumplirse mediante un hipervínculo con el portal de la CNMV. Por cierto conviene recordar que desde la base de datos del Registro Mercantil se accede con hipervínculo a la base de datos pública de la CNMV. Lo lógico será que en el futuro exista una “triangulación de bases de datos”: la privada y las dos públicas.

Es interesante también prever que la información contable y financiera anual e incluso infra-anual —estados intermedios de confección y divulgación pública obligatorias— sea accesible al usuario desde el propio portal corporativo. Aquí pueden incluirse no sólo las cuentas anuales y las consolidadas ya aprobadas sino también los informes de gestión y los de los auditores externos. Como se verá en otro apartado, el reglamento también puede prever la formulación/verificación/puesta a disposición del socio/divulgación de *un informe de responsabilidad social corporativa*. Igualmente interesante será conocer la información relativa a las participaciones accionariales significativas y la información sobre autocartera directa e indirecta que por lo demás son públicas en el portal de la CNMV (con obligación de continua actualización). En cuanto a las participaciones accionariales de los miembros del consejo de administración y la información sobre las relaciones de “índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan” téngase presente que ya figuran en el informe anual de gobierno corporativo que se publica como hecho relevante en la web de la CNMV y en el portal corporativo.

Enormemente interesante para el accionista es la información en relación a la junta general de próxima e inminente celebración y que debe ponerse a su disposición una vez e inmediatamente después de convocada ésta. Es conveniente que el reglamento obligue a informar no sólo del orden del día, de todos los documentos sujetos a información (cuentas anuales ordinarias y consolidadas, informes de gestión, informes varios de los administradores, informes de auditoría, informes de expertos independientes, etc.), sino también del texto íntegro de la propuesta [cfr. letra f) del apartado Cuarto de la OM] y de los modelos de tarjetas de asistencia y de delegación, así como de las instrucciones oportunas para orientar al accionista al ejercicio de su derecho, como la indicación de las direcciones de correo electrónico donde deben dirigirse las solicitudes de información o aclaración y las preguntas a que se refiere el artículo 112.1 LSA [cfr. letras h), i), j) del apartado Cuarto de la OM]. La Orden Ministerial de 26 de diciembre de 2003 obliga además a divulgar en Internet información

histórica de las juntas ya celebradas [letra g) del apartado Cuarto de la OM)] además de la “memoria anual y el reglamento interno de conducta” [letra d)].

9. Previsiones reglamentarias sobre el contenido y la puesta a disposición de los socios del informe anual de gobierno corporativo (art. 116 LMV)

Amén de imponerlo como obligatorio para las cotizadas y de determinar su contenido mínimo y las facultades de supervisión de la CNMV, poco más regula la Ley de transparencia en materia del informe anual de gobierno corporativo. El detalle de regulación de los aspectos de hetero-supervisión es significativo: el contenido del informe se determina en el párrafo 4 del nuevo artículo 116 LMV; se encomienda a la CNMV amplias facultades de “seguimiento de las reglas de gobierno corporativo” en el párrafo 5 del mismo artículo 116 LMV; se tipifica un ilícito administrativo nuevo en el reformado artículo 100 LMV. En cambio, el legislador se desentiende de los aspectos internos de la supervisión por los socios de la gestión corporativa en materia de buen gobierno. La Ley de transparencia ignora la posibilidad de que el contenido del informe anual se precise en reglamento de junta y, lo que es mucho más importante, ni siquiera exige expresamente que los socios hayan de tener conocimiento del informe en tanto socios (no como terceros inversores). La OM de 26 de diciembre de 2003, que tan pormenorizadamente regula su contenido mínimo (apartado Primero), se limita a indicar a este respecto que el “informe anual de gobierno corporativo se pondrá a disposición de los accionistas, y será accesible por vía telemática, a través de la pagina web de la sociedad para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información”; derecho establecido en los artículos 112 LSA y 117 LMV (apartado Primero.4 OM).

La Ley sólo se preocupa de la difusión pública del informe hacia terceros —comunicación como hecho relevante a la CNMV y, luego, inclusión en la web corporativa— sin que en ningún momento haga intervenir a los socios y a la junta de socios. Ese silencio es tanto más extraño cuanto que no tiene parangón en la propia Ley: la misma aprobación del reglamento del consejo —aprobación que descansa en una competencia de autorregulación fundada en lo dispuesto en el art. 141 LSA— debe ser comunicada a la Junta General mediante el informe especial a que se refiere el artículo 115.1 LMV. Es cierto, no obstante, que los socios pueden ejercitar un derecho de supervisión indirecto sobre el informe de gobierno anual corporativo a través del derecho de información del art. 112 LSA que ahora puede referirse también a aquella “información accesible al público que se hubiera facilitado por la sociedad a la Comisión Nacional del Mercado de Valores” (inciso final del párrafo primero), lo que desde luego incluye el informe anual del artículo 116 LMV. Así lo ha venido a precisar, acertadamente, la Orden Ministerial. Sin embargo, en puridad, la Ley

no obliga al consejo a poner a disposición de los socios el preceptivo informe en paralelo a como se exige con otros documentos y, en particular, con el informe de gestión, o mejor los informes de gestión (el que acompaña a las cuentas ordinarias y el de las consolidadas). La Ley ha desaprovechado la ocasión de dotar de contenido práctico al más inútil de los documentos que se formulan junto con las cuentas anuales⁽⁹³⁾. Si es competencia de la junta ordinaria *ex art. 95 LSA* “censurar la gestión social”, es bien lógico pensar que esa censura haya de incluir el “seguimiento” por los socios del cumplimiento por el consejo de las “recomendaciones” de gobierno corporativo que ahora parece sólo debe acometer el organismo público de supervisión. Una supervisión informada sólo puede esperarse cuando exista una previa rendición de cuentas del propio consejo que explique y justifique por la regla conocida “*comply or explain*”.

Por otra parte, se omite la eventualidad de una verificación por el auditor del cumplimiento de lo exigido en la Ley a propósito de nuestro informe; verificación que sin embargo sí existe —aunque sea “de concordancia”— con el informe de gestión (*cfr. art. 208 in fine LSA* en relación con lo dispuesto en el *art. 202 LSA*).

La regulación positiva es insatisfactoria y cabe entender que será buena práctica societaria “integrar” el régimen insuficiente de la Ley con previsiones complementarias por la vía de autorregulación. En particular: es perfectamente posible que se imponga en el reglamento de junta la obligación del consejo de ampliar el contenido legal del informe anual de gobierno corporativo. En algunos reglamentos de junta examinados, por ejemplo, se ordena la elaboración anual por los administradores de un informe medioambiental o/y de responsabilidad social corporativa cuyo contenido o estándares pueden también regularse reglamentariamente. Es sólo razonable esperar que se ordene la publicación de ese informe de responsabilidad social corporativa de manera complementaria a la del informe de buen gobierno corporativo.

También es deseable que reglamentariamente se resuelva el procedimiento práctico de “la puesta a disposición de los accionistas” del informe anual de gobierno corporativo a que se refiere la OM; preferentemente, junto con el informe de gestión, de manera que a partir de la convocatoria de la junta general cualquier accionista pueda obtener dicho informe de la manera prevista en el *art. 212 LSA*, amén de su derecho de información *ex artículo 112 LSA*. En el

(93) No se entiende muy bien por qué motivo no se ha integrado el informe anual de gobierno corporativo como una pieza más del informe de gestión y dentro del proceso anual de rendición de cuentas, sobre todo después de la profunda reforma que el legislador ha efectuado en el artículo 202.1 LSA con la última Ley de Acompañamiento de Presupuestos (*art. 107 Ley 62/2003, de 30 de diciembre*).

futuro, será incluso aconsejable que la asunción voluntaria de las recomendaciones de un “código de buen gobierno” sea objeto de revisión externa por una empresa de certificación o similar como ocurre en materia medioambiental con la “ecoauditoría”. La obligación de verificación externa puede encontrar en la autorregulación su fuente.

10. Previsiones reglamentarias sobre la celebración y desarrollo de la Junta

Constituye el ámbito más propio y específico de nuestro reglamento la determinación de las normas internas que han de regir el correcto desarrollo de la junta de accionistas en sus diversas fases.

No se nos escapa la oportunidad de la existencia de un reglamento orgánico de junta desde la perspectiva afrontada por la reforma de la defensa de la transparencia y de la revitalización del papel de la junta. Las normas legales sobre desarrollo orgánico de las reuniones son tan escasas, la autonormación estatutaria tan inhabitual (como recuerda la RDGRN de 21 de septiembre de 1984), que serán bienvenidas las normas reglamentarias que aclaren o resuelvan los puntos más conflictivos, sobre todo en lo que hace al ámbito legítimo de discrecionalidad del presidente de la Junta en uso de sus facultades y competencia. El desenvolvimiento de la junta suele seguir un ritual relativamente uniforme en la práctica y que se produce bajo el poder “moderador” o “arbitral” de su presidente; un poder que la Ley y la jurisprudencia consagran (vid. la importante RDGRN de 21 de septiembre de 1984 junto a las de 31 de octubre de 1984, 11 de febrero de 1993 y 13 de febrero de 1998).

Así las cosas, es fácil comprobar que la situación actual presenta dos aspectos preocupantes y entre sí relacionados: la regulación actual —legal y estatutaria— sobre la materia presenta un importante perfil de inseguridad jurídica, y la disciplina de ordenación de la sesión descansa en su mayor parte en un poder discrecional del presidente cuya definición competencial presenta oscuros límites. La existencia de la mejor regulación orgánica del desarrollo de la junta —su claridad, la suficiente extensión y cobertura “normativa” de los problemas habituales...— interesa tanto a la sociedad como a los propios socios. Interesa a la sociedad y a su dirección porque la aprobación de ese reglamento permitirá que de todos sea conocido de antemano, con mayor certeza que hasta ahora, cuáles son las actuaciones y prácticas legítimas de ordenación y disciplina de la reunión de manera que, tendencialmente, se reduzca la litigiosidad y se consiga mejorar el buen orden de las sesiones. Por parte del socio, la determinación de un marco claro de conducta permite saber a éste a qué atenerse sobre todo en lo que hace a la extensión de las facultades del presidente. Porque en su principal medida, el reglamento persigue ceñir con mayor precisión el ámbito de las facultades discrecionales del presidente.

Desempeña el presidente de la junta una función de discutida naturaleza⁽⁹⁴⁾ pero con un ámbito competencial necesario y excluyente: la ordenación y disciplina de las reuniones. Como cualquier otro poder, el del presidente no es absoluto porque su intervención es o debe ser⁽⁹⁵⁾: *instrumental* (a los fines de permitir el adecuado desarrollo de los derechos de participación, discusión y voto en un marco conforme a las exigencias del interés social); *proporcionada* (las medidas deben respetar el canon de la proporcionalidad de los medios empleados al fin perseguido, siendo tan intolerable la ablación absoluta de los derechos corporativos como su menoscabo abusivo por injustificado) y *plenamente respetuosa del principio de paridad de trato* (no se admiten discriminaciones injustificadas por el interés social). Será función del reglamento, en gran medida, precisar esos poderes en relación a las diversas fases de desarrollo de la junta. No puedo compartir, sin importantes matizaciones, la opinión —sostenida por la generalidad de la doctrina germana⁽⁹⁶⁾— que defiende la existencia de un ámbito legal e inderogable de discrecionalidad del presidente que ni los estatutos ni el reglamento de junta pueden limitar. Si esto fuera absolutamente cierto, el reglamento carecería de toda utilidad práctica (no es casual que la doctrina alemana sea tan crítica con la institución por inútil). Fuera de aquellos supuestos —verdaderos casos de laboratorio— en que el reglamento pueda vaciar de contenido las competencias del presidente de la junta, no hay motivos para rechazar aquellas previsiones que delimitan, aclaran o precisan tales facultades de las que, como es lógico, no deberá apartarse el presidente.

De todas formas, por muy minucioso que sea el reglamento, siempre quedará inevitablemente un cierto margen de discrecionalidad del presidente. En sí misma considerada, esa discrecionalidad presenta un perfil problemático desde la

(94) Según ESTEBAN VELASCO —voz “Presidente de la Junta General de accionistas” en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, IV, Madrid, 1995, pp. 5021 y s.— el poder-deber de que está investido el presidente de forma originaria, así como la circunstancia de que se trate de un centro unificado y estructurado de funciones y competencias, permite hablar de un “subórgano dentro de la Junta General”. En contra de la consideración de órgano: EMBID IRUJO, “Comentario al artículo 50”, en ARROYO/EMBID (dirs.), *Comentarios a la LSRL*, Madrid, 1997, p. 549.

(95) Puede verse en nuestra doctrina: ESTEBAN VELASCO, G., voz “Presidente de la Junta General de accionistas” en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, IV, Madrid, 1995, pp. 5021 y s.; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T.^a, *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, McGraw-Hill, 1999, pp. 322-328; MARTÍ LACALLE, R., *El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima cotizada*, Aranzadi, 2003, pp. 280 y ss.

(96) Así en HÜFFER (2002) § 129, n.º 1.c); MASCH-BARNER, op. cit., p. 560; BEZ-ZENBERGER, ZGR, 1998, pp. 352, 366; SCHAAF, op. cit., p. 1340; DIETRICH, “Voraussetzungen und Inhalte einer Geschäftsordnung der Hauptversammlung”, NZG, 1998, p. 923. En nuestro Derecho, parece ser de esta opinión EMPARANZA, op. cit., p. 158.

perspectiva de la tutela del minoritario por cuanto escasamente se compadece ese fin (poder moderador o “arbitral” del presidente) con la situación actual de nuestra —legítima— práctica societaria. Es bien sabido que en el mismo sujeto suelen coincidir la doble condición de presidente del consejo de administración y de presidente de junta general de accionistas. La Ley hace abstracción del peligroso conflicto de intereses subyacente y esa situación es tanto más beneficiosa para el interés de la dirección de la sociedad cuanto menos realista es la posibilidad de revisar jurisdiccionalmente el uso abusivo de las facultades discrecionales del presidente ⁽⁹⁷⁾.

De ese peligro fueron conscientes los redactores del Proyecto de Código de Sociedades que se decidieron por adoptar una solución tan radical como equitativa: la obligación de que la presidencia de la junta recayera necesariamente en un consejero independiente (cfr. art. 388.1). Es de todos notorio que los redactores del “Informe Aldama” no quisieron ir tan lejos y se contentaron con dejar la cuestión al reglamento. Entre los aspectos del reglamento según sus redactores se indica, entre otros, todo lo relativo a la “presidencia” (IV, 1.5). A mi juicio, siempre será posible —y quizás deseable desde una perspectiva de buen gobierno corporativo— la existencia de una norma reglamentaria que reserve la presidencia de la junta a un independiente ⁽⁹⁸⁾. La cuestión no es ni mucho menos trivial.

Dicho esto, el reglamento puede tratar de las siguientes cuestiones y en atención a las diversas fases de desarrollo de la junta: (i) cuestiones previas y de orden general; (ii) normas relativas a la constitución de la junta; (iii) reglas relativas a la deliberación de los asuntos incluidos en el orden del día; (iv) disciplina de la votación de las propuestas; (v) clausura de junta y documentación de la misma y de los acuerdos sociales adoptados.

Pueden contenerse en el reglamento *indicaciones de orden general* tales como las relativas a la precisión del lugar de celebración de la junta ⁽⁹⁹⁾; la

⁽⁹⁷⁾ Al menos, se han dispuesto los medios para un control “indirecto” —o estimulado— de los posibles excesos derivados de la discrecionalidad reconocida al Presidente (y a los accionistas de control) mediante la imposición de los deberes de divulgación de lo relativo al funcionamiento de la junta en el informe anual de gobierno corporativo [apartado Primero.1.e) de la OM de 26 de diciembre de 2003] y en la web [la letra g) del apartado Cuarto.1 de la dicha OM obliga a informar sobre cómo se han desarrollado las Juntas generales].

⁽⁹⁸⁾ Como quiera que el art.110 LSA en su apartado 1 establece que será presidente de la Junta quien designen los estatutos y, por su falta, el Presidente del Consejo, primero, y, luego, el accionista que elijan los asistentes, si nada dicen los estatutos sobre la presidencia, la previsión reglamentaria sobre esta materia habrá de anteponerse a la designación por defecto del Presidente del Consejo ex art. 110.1 LSA.

⁽⁹⁹⁾ Puede contenerse en el reglamento una previsión similar a la contenida en el artículo 47 *in fine* LSRL de modo que “si en la convocatoria no figurase el lugar de celebración se entienda que la Junta ha sido convocada para su celebración en el domicilio social”.

expresa habilitación para la apertura de locales suplementarios ⁽¹⁰⁰⁾ para el ejercicio desde ellos de los derechos de discusión y el del voto, incluso electrónico; referencias relativas a las medidas de vigilancia y control de acceso, entrega de documentación a los asistentes; entrega de la “prima de asistencia” ⁽¹⁰¹⁾; previsión de puesta a disposición de equipos de traducción; empleo de cámaras de grabación ⁽¹⁰²⁾, etc.

En cuanto a *las reglas de constitución de la junta* —cuyo control cae bajo la competencia del presidente—, puede el reglamento contener previsiones sobre la formación de la mesa o mesas presidenciales (puede haber varios locales); normas relativas a la formación de la lista de asistentes (tiempo hábil de admisión del socio ⁽¹⁰³⁾; participación de escrutadores; documentación de la lista ⁽¹⁰⁴⁾...) y a la información que se suministre de la misma lista a los socios que deseen conocerla ⁽¹⁰⁵⁾ o los requisitos para la proclamación por el presidente del hecho de la válida constitución de la junta, en su caso, y de que se inicia la sesión ⁽¹⁰⁶⁾; previa

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, op. cit., pp. 961 y ss., en donde se menciona el *leading case* británico —caso Bying— y la posibilidad de importar esa doctrina en nuestro ordenamiento. En contra, en la doctrina tradicional: RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Reflexiones en torno a la retransmisión por televisión de la Junta General de la Sociedad Anónima”, *RDM*, n.º 121, 1971, pp. 351 y ss.

⁽¹⁰¹⁾ Sobre la prima de asistencia vid. FONT GALÁN, J.I., “Primas de asistencia a Juntas Generales de sociedades anónimas y dividendos encubiertos”, *Estudios Verdera*, I, Madrid, 1994, pp. 771 y ss.; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles*, Civitas, 1997, p. 45 y ss. Sobre la posibilidad de estimular la participación de los inversores institucionales mediante una “prima de asistencia” o, mejor (aunque más discutible habida cuenta del derecho societario de abstención) la “prima de voto”: GARRIDO, *La distribución y el control...*, op. cit., pp. 284 y ss. La recientemente aprobada Ley de IIC ha ido para algunos excesivamente lejos al imponer el deber de asistencia y ejercicio de derecho del voto a las mismas. Como es sabido, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC ha llegado a imponer a las sociedades gestoras de las IIC la obligación de ejercitar, en beneficio exclusivo de los partícipes, de los derechos de asistencia y voto en las juntas generales. También, el de información y justificación a los partícipes sobre ejercicio o no ejercicio de esos derechos. Vid. art. 46.1.d) Ley 35/2003.

⁽¹⁰²⁾ Puede verse sobre grabaciones de vídeo y audio, Internet y acta estenográfica, el § 8 del modelo de reglamento de SCAF, op. cit., p. 1343.

⁽¹⁰³⁾ En los reglamentos consultados a veces se prevé que los accionistas que no lleguen puntualmente y no se acrediten a tiempo puedan recibir una tarjeta de asistencia pero sin derecho de voto. Vid. EMPARANZA, op. cit., p. 157.

⁽¹⁰⁴⁾ Cfr. arts. 111 LSA y 98 RRM.

⁽¹⁰⁵⁾ Cuestión no resuelta en la Ley o en la Jurisprudencia es el derecho de examen de la lista de asistencia que ostentan los socios. A mi juicio ese derecho cabe dentro del de información ex art. 112 LSA. De lo contrario la confección de la lista carecería de mucha utilidad.

⁽¹⁰⁶⁾ Cfr. art. 102.1.2.ª RRM.

la resolución perentoria, y sin trabar el ordinario curso de la reunión, de los problemas que se planteen sobre asistencia de socios y terceros⁽¹⁰⁷⁾ y supuesta la constancia de las manifestaciones y reservas que se hagan sobre el particular⁽¹⁰⁸⁾.

En cuanto a las reglas que disciplinan *la deliberación de los diversos asuntos del orden del día*, puede contemplarse, entre otras cosas, lo referente a la elaboración de una lista de intervenciones y a la extensión de las facultades del presidente en la fijación del orden de discusión de los asuntos incluidos en el orden del día⁽¹⁰⁹⁾ o de los que haya de tratarse, a petición de los socios, sin necesidad de que consten en el orden del día⁽¹¹⁰⁾; competencia del mismo presidente para conceder la palabra al socio que la solicite y para resolver lo que proceda sobre el derecho de solicitar informaciones o aclaraciones (cfr. art. 112.2 y 3 LSA); extensión de sus poderes disciplinarios en relación al mantenimiento del orden (llamada de atención, privación del uso de la palabra, excepcionalmente expulsión de la sala) frente al “obstruccionismo”⁽¹¹¹⁾ (“filibustering”; “ostruzionismo”)⁽¹¹²⁾; regulación del límite de la duración⁽¹¹³⁾ y número máximo de intervenciones de accionistas y de otros asistentes; forma en que se procede o no a dar el turno de réplica... y declaración del cierre de la deliberación por el Presidente cuando deba entenderse suficientemente discutida la cuestión⁽¹¹⁴⁾.

(107) En el “schema-tipo” del reglamento italiano se contempla, por ejemplo, la atribución de la competencia al presidente para resolver, incluso con la ayuda de ciertas personas encargadas, las cuestiones que puedan plantearse sobre legitimación de asistencia y solicitud de intervenciones.

(108) Vid. art. 101.3 RRM.

(109) Sólo en casos justificados podrá la presidencia de la Junta aplazar o excluir la discusión sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día (RRDGRN 31-10-1984 y 11-2-1993).

(110) Cfr. arts. 131 (acuerdo de separación separación de los administradores) y 134.1 LSA (acuerdo de adopción de la acción de responsabilidad de los mismos).

(111) Por todos, vid. BUONOCORE, V., “L’ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni”, *Riv. Soc.*, 1970, pp. 291 y ss., cuyas consideraciones pueden valer en nuestro país.

(112) Es habitual conceder al Presidente la facultad de moderar las intervenciones para que se atengan al orden del día y se ajusten a las normas de corrección usuales; la de llamar al orden a los accionistas cuando sus intervenciones se produzcan en términos obstruccionistas o pretendan perturbar el buen orden de la sesión; retirar el uso de la palabra cuando haya concluido el tiempo asignado o se desconozcan las amonestaciones; y, excepcionalmente, expulsar de la sala al accionista que persista en su actitud y gravemente altere el buen funcionamiento de la Junta.

(113) Sobre la competencia del Presidente para limitar la duración de la intervención existe una doctrina conforme alemana. Por todos: SCHAAF, ZIP, 1997, pp. 1324-1326.

(114) Estas cuestiones han sido examinadas con detalle en la doctrina y jurisprudencia alemanas. Puede verse sobre todo ello una amplia referencia bibliográfica en MARTÍNEZ MARTÍNEZ, op. cit., pp. 323-328.

En lo que hace a la *reglas relativas al desarrollo de las votaciones*, podrán contenerse indicaciones precisas sobre los poderes del presidente para establecer el orden de las votaciones; las previsiones oportunas sobre la lectura de las propuestas antes del voto; los mecanismos de escrutinio utilizables (voto a mano alzada ⁽¹¹⁵⁾; por sistemas de cómputo electrónico ⁽¹¹⁶⁾; empleo de escrutadores...); declaración de la situación de conflicto de intereses a efectos de la privación del ejercicio del voto (cfr. art. 114.1 LMV); previsiones sobre la suspensión o prórroga de las sesiones ⁽¹¹⁷⁾... y declaración del resultado del voto con eventual clausura de la sesión ⁽¹¹⁸⁾.

El reglamento, por fin, puede contener indicaciones sobre la formalización documental del acta, previa su aprobación ⁽¹¹⁹⁾, e incluso imponer la intervención notarial preceptiva ⁽¹²⁰⁾ o/y la filmación de las sesiones ⁽¹²¹⁾. También puede contemplarse la obligación de entrega a los accionistas que lo solicitaren de la copia íntegra de la grabación ⁽¹²²⁾, aunque lo usual será que el correspondiente archivo gráfico y sonoro de la junta del último o los últi-

(115) En este orden de cosas, el pacto que resulta más llamativo es el referente al modo del escrutinio de los votos; pacto habitual en nuestros reglamentos y que se denomina “de deducción”. La cosa consiste en lo siguiente: si el punto objeto de discusión ha sido introducido por la dirección de la compañía, el cómputo de votos se efectúa por el sistema de “deducción negativa”, en cuya virtud se considera que son votos favorables a la adopción de ese acuerdo los correspondientes a todas las acciones presentes y representadas, deducidos los votos de los accionistas que se hayan opuesto. Por el contrario, cuando se trate de asuntos no incluidos en el orden del día por los administradores, se recurre al sistema contrario: de forma que en tal caso se consideran votos contrarios a las propuestas los de accionistas presentes y representados deducidos los votos de los titulares de las acciones que se muestren a favor de la propuesta. Ni que decir tiene que esa diferencia se compagina mal con el principio de paridad de trato entre accionistas. La razón de ser de esa cláusula es la de facilitar el escrutinio por vía manual en juntas con un número relativamente importante de asistentes. Piénsese en las dificultades prácticas de controlar los accionistas que, por ejemplo, se ausentan del local una vez acreditados. Sólo nos queda hacer votos por que la evolución técnica permita adoptar sistemas de escrutinio más “neutrales” y con las suficientes garantías técnicas.

(116) Vid. “Aldama”, capítulo 1.6.

(117) Cfr. art. 109.2 LSA y RRDGRN de 21-9-1984, 23-6-1997 y 4-3-2000.

(118) La decisión del presidente de clausura anticipada de la sesión con el fin de impedir el debate de puntos (por ejemplo: la exigencia de su responsabilidad, los sugeridos por el minoritario) no puede vincular a la Junta, que puede continuar con la reunión una vez designado nuevo presidente (cfr. RDGRN 21-11-1984).

(119) Cfr. arts. 113 LSA y 99 RRM y RRDGRN de 23-7-1958, 11-3-1980, 27-6-1992, 1-3-1993 y 16-4-1998.

(120) Así, en la Proposición de Código de Sociedades Mercantiles, art. 392.

(121) En nuestro Derecho procesal, sobre la eficacia probatoria de las grabaciones y sobre la preceptiva filmación de los juicios vid. arts. 382 y 147 LEC.

(122) Cfr. DIETRICH (1988), pp. 926 y ss.; MARSCH-BARNER, op. cit., p. 562.

mos año se “cuelgue” en el portal corporativo para que quien quiera pueda consultarlo.

VII. LA PUBLICIDAD LEGAL DEL REGLAMENTO DE JUNTA: COMUNICACIÓN A LA CNMV E INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO MERCANTIL (ART. 113.2 LMV)

Pieza vertebral de la reforma es el principio de transparencia cuya invocación permite intitular la Ley 24/1988. Ese principio fundamental del correcto funcionamiento del mercado de valores (la “mandatory disclosure” de la literatura jurídica) significa, en palabras de los autores del “Informe Aldama”, el deber esencial a las cotizadas de “transmitir al mercado toda la información relevante para los inversores”; de garantizar que la información que se transmite sea “correcta y veraz”; que se transmite “de forma simétrica y equitativa” y “en tiempo útil” (capítulo II del Informe). La imposición de los deberes básicos de transparencia informativa queda fuera del marco de la técnica normativa de la “autorregulación” (cfr. capítulo VI.2, “La conveniencia de un soporte normativo adicional”).

En aplicación del principio de transparencia en esta sede, el legislador de la reforma hace decir al artículo 113.2 LMV lo siguiente: *“Dicho reglamento será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia del documento en que conste. Una vez efectuada esta comunicación se inscribirá en el Registro Mercantil con arreglo a las normas generales”*.

La transparencia informativa del reglamento es profunda: el reglamento debe poder consultarse en la propia web y en los registros públicos competentes (CNMV y Registro Mercantil). Ni siquiera la CNMV puede dispensar a la sociedad cotizada de divulgar este tipo de información como ocurre en otras ocasiones (cfr. art. 112.5 LMV en punto a la publicidad de los “pactos parasociales” y 82.4 LMV en sede general de “hechos relevantes”).

Una vez aprobado el reglamento de junta, la sociedad debe comunicar a la CNMV esta circunstancia como “hecho relevante” (arts. 82 y 89 LMV; art. 113.2 LMV). En este punto, la reforma no hace sino aplicar una técnica bien conocida de transparencia informativa. La aprobación de un reglamento —como otros tantos “datos relativos a la estructura jurídica de la entidad emisora”— es un hecho “que influye de forma sensible” en la cotización de los valores (art. 82.1 LMV). La comunicación de la aprobación del reglamento a la CNMV debe producirse de manera “inmediata” (art. 82.2 LMV) y tan pronto como se haya adoptado la decisión (art. 82.3 LMV). El contenido de la comunicación debe ser veraz, claro y completo (art. 82.3 LMV).

Comunicada la aprobación, junto con copia del reglamento a la CNMV, procederá ésta a procesar la información en sus registros oficiales. En particular: el documento se inscribirá en el “registro de hechos relevantes en sociedades emisoras de valores” [art. 92.j) LMV y art. 34.2.1.i) del reglamento de Régimen Interior de la CNMV]. El público tiene libre acceso a ese registro oficial incluso telemáticamente: la información sobre hechos relevantes puede encontrarse en el propio portal de la CNMV (www.cnmv.es).

La CNMV no responde de la veracidad de los contenidos de la información divulgada (art. 92 *in fine* LMV). No existe un trámite de “verificación” del “hecho relevante” como sí existe respecto de la del “folleto de emisión” [arts. 26 LMV y art. 5.2.d) del RD 291/1992, de 27 de marzo]: la CNMV ni verifica la legalidad de los pactos incluidos en el reglamento ni controla si su aprobación respeta lo establecido en la Ley o en los estatutos. No obstante, podría argumentarse que el organismo de supervisión puede rechazar el registro y la divulgación cuando aprecie en la documentación suministrada alguna “*infracción muy grave del ordenamiento jurídico que pueda poner en peligro los intereses de los inversores o implicar discriminaciones entre ellos*” (argumento ex art. 8 del RD 291/1992, de 27 de marzo). En la práctica, que yo sepa, eso no ocurre nunca.

La divulgación pública de esa información por el organismo supervisor no exime a la sociedad de dar publicidad a su reglamento en su propio portal corporativo. Antes de nuestra Ley, el art. 82.5 LMV exigía la publicidad en la web corporativa de todos los hechos relevantes; el “Informe Aldama” lo reclamó en particular del reglamento de junta [cfr. cap. II, 2.2.b), “la página web de la sociedad”] y la propia Ley de transparencia lo reitera en la redacción dada al artículo 117.2 LMV: “*Las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 82.5 de esta Ley*”.

Además de la información pública del reglamento, la sociedad cotizada está obligada a dar información del funcionamiento de la junta general a través del “informe anual de gobierno corporativo” [cfr. art. 116.4.e) LMV]. Ese informe es objeto de publicación como hecho relevante (cfr. art. 116.3 LMV) y en él deberán justificarse las políticas seguidas por la sociedad en materias tales como las delegaciones de voto; informarse de cómo se han desarrollado las sesiones y aplicado el reglamento, etc.

El reglamento de junta debe, como el reglamento del consejo, inscribirse —que no “depositarse”— en el Registro Mercantil (cfr. arts. 113.2 *in fine* LMV y 115.2 *in fine* LMV). El deber de publicidad registral del reglamento de junta es una novedad en Derecho comparado (en Derecho alemán, por ejemplo, no

existe ⁽¹²³⁾); pero sólo es una novedad relativa en el nuestro (los reglamentos del sindicato de obligacionistas, por ejemplo, también se inscriben en el Registro Mercantil: art. 297 LSA y 313 RRM).

La justificación de esta técnica de transparencia informativa es múltiple. Mediante la publicidad mercantil-registral del reglamento de junta el legislador persigue básicamente tres objetivos: (i) Obtener un control preventivo de legalidad ausente en la publicidad administrativa de la CNMV, como vimos; (ii) Ampliar la publicidad legal mediante los instrumentos habituales de publicidad formal (nota simple y certificaciones en papel y en soporte electrónico; información en el portal registral); (iii) Construir un soporte técnico adecuado de la regla de oponibilidad del reglamento inscrito (publicidad material del registro). Una vez inscritos los reglamentos en el Registro Mercantil su vigencia e inscripción puede “certificarse” *on line* mediante el “link registral” que dirige a la base de datos pública en la red (el portal www.registradores.org) desde la web corporativa (cfr. disposición adicional segunda de la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 2003). De esta manera puede garantizarse la actualización de la web y la coordinación con lo publicado oficialmente (apartado Cuarto.2 OM).

No en vano, la inscripción en el Registro Mercantil se produce, como nos dice innecesariamente el art. 113.2 *in fine* LMV, “con arreglo a las normas generales”. Es decir: que la inscripción sólo se produce después de una calificación favorable, incluso parcial, del reglamento (cfr. art. 18.2 CCo y 6 RRM); que la publicidad del mismo se produce por los medios habituales de publicidad formal (art. 23 CCo; art. 12 y concordantes del RRM); que lo inscrito, que se presume exacto y válido, es oponible a los socios presentes y futuros y a los administradores presentes y futuros (cfr. arts. 20 y 21 CCo; arts. 7 y 9 del RRM).

La Ley obliga al Registrador Mercantil a calificar la legalidad del reglamento conforme a las reglas generales. La calificación es posterior a la comunicación a la CNMV siendo esta intervención previa del organismo supervisor la regla general en la inscripción de actos y negocios sujetos a supervisión e inscripción (cfr. arts. 166.4 RRM, 26 LMV y 5.2 y 8 del Decreto de emisiones). De la extensión habitual del deber de calificación en esta sede de la inscripción del reglamento no existen dudas: obsérvese cómo el Registrador “deposita” los

(123) En realidad el acta con el correspondiente acuerdo debe presentarse en el Registro Mercantil (§ 130.5 AktG), pero el reglamento como tal no se inscribe. Con todo, la doctrina germana que se ha ocupado del tema denuncia la falta de publicidad del reglamento y suele entender que pesa sobre la sociedad un deber de divulgación del reglamento por los medios necesarios. Vid. SCAF, ZIP 32/1999, p. 1341; MARSCH-BARNER, op. cit., p. 561.

pactos parasociales (112.2 LMV y disposición transitoria Tercera) e “inscribe” los reglamentos de junta y consejo (artículos 113.2 y 115.2 LMV). El Registrador Mercantil, bajo su responsabilidad, comprobará no sólo la “legalidad de las formas extrínsecas del documento” sino, también, la capacidad y legitimación de quienes lo otorgan y la validez de su contenido, por lo que resulta del propio reglamento y de los asientos del Registro. Conforme a las reglas sustantivas y procedimentales habituales, el Registrador Mercantil competente —el del domicilio social— deberá denegar la inscripción de aquellos pactos del reglamento que infrinjan la Ley, que vulneren los estatutos o que regulen contenido sujeto a reserva estatutaria. Suspenderá la inscripción por defectos formales del título.

Es muy dudoso que el Registrador pueda suspender la inscripción del reglamento de junta por falta de previa comunicación del hecho de su aprobación a la CNMV. Si el Registrador comprueba que no se ha publicado en la web de ésta el reglamento presentado podrá subsanar por sí este defecto con sólo comunicar de oficio a la CNMV que el reglamento existe y que se ha inscrito debidamente en el Mercantil. De hecho, ése hubiera sido el orden procedimental lógico porque, entre otras cosas, así se ahorran trámites.

Como la CNMV no “verifica” su legalidad, es perfectamente posible que el Registrador deniegue o suspenda total o, incluso, parcialmente (cfr. art. 63 RRM) la inscripción de un reglamento previamente comunicado a la CNMV e incorporado por ésta en sus registros oficiales (y divulgado en su web). Por este motivo, los primeros comentaristas han criticado la exigencia legal de que preceda la comunicación administratitativa a la inscripción⁽¹²⁴⁾. De cualquier modo que sea, la suspensión y la denegación de la inscripción —y el eventual recurso contra la calificación— son, a su vez, hechos relevantes que modifican o alteran el anterior hecho de la aprobación por junta y que deberán ser comunicados como tales a la CNMV. Considero que el Registrador debería comunicar de oficio a la CNMV la suspensión o la denegación de inscripción del reglamento inscrito en el registro administrativo para que ésta proceda a divulgar esta circunstancia y para que sendos registros públicos tengan un contenido armonizado (no tiene sentido que, en caso de inscripción parcial, el Registro Mercantil publique cosa distinta de lo divulgado en el portal de la CNMV).

VIII. EFICACIA JURÍDICA DEL REGLAMENTO DE JUNTA

La poca doctrina que entre nosotros se ha ocupado de estudiar los reglamentos de consejo parece insistir en su eficacia jurídica “relativa”. Dejando

(124) SÁNCHEZ CALERO, *Observaciones preliminares...*, op. cit., p. 34; EMPARANZA, op. cit., p. 154.

aparte consideraciones de orden administrativo —la posibilidad de sancionar la no adopción o la adopción de un reglamento ilegal— la eficacia (civil) de los reglamentos, tanto del de junta como del de consejo, sería, para estos autores, meramente “interna”. No en vano, la propia Ley se refiere al reglamento del consejo como “reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento del propio consejo” (cfr. art. 115.1 LMV).

Pues bien: no me cabe la menor duda de que también el reglamento de junta contiene “normas de régimen interno”. Entiéndase bien: su contenido material está constituido, al menos en su sustancia, por “normas” que disciplinan el funcionamiento de ese órgano y que por ende presentan un carácter endosocietario. Es decir: interesan principalmente a los socios en cuanto socios y en sus relaciones entre sí, con la sociedad y sus directivos. Ahora bien: estoy lejos de compartir *sin las necesarias matizaciones* dos proposiciones de orden negativo que suelen inferirse de ese carácter “interno” del reglamento. A saber: (i) Que los reglamentos no vinculan a terceros; (ii) Que las disposiciones reglamentarias sobre funcionamiento de junta no afectan a la validez de los acuerdos sociales adoptados en su violación.

Comencemos por señalar que no es del todo cierto que las normas reglamentarias carezcan de relevancia para terceros. El deber de transparencia de sus reglamentos que pesa sobre las cotizadas se confronta con un interés público de información. En el orden endosocietario, por otra parte, la propia naturaleza de los reglamentos orgánicos reclama su estabilidad: el reglamento, para ser reglamento y para cumplir su finalidad específica, debe ser oponible no sólo a los socios presentes (los que existían cuando se adoptó el acuerdo, incluso los que no votaron a su favor) sino a todos los socios/administradores futuros. Un reglamento orgánico de energía jurídica tan débil que sólo tuviera fuerza de obligar a los socios actuales carecería de toda utilidad práctica. La propia naturaleza de las cosas exige que el reglamento vincule a todos los socios y administradores mientras no se modifique... y con independencia de las transmisiones de acciones o constitución de derechos sobre las mismas que se hayan podido producir desde su adopción. Probablemente sea incorrecto hablar entonces de “eficacia real” o “*erga omnes*” del reglamento porque aquí de lo que se trata, básicamente, es de que resulten obligados no los terceros en sentido estricto sino los causahabientes de los primitivos socios (además de los administradores). La sociedad y los demás socios deben poder exigir la sujeción al reglamento de los adquirentes y subadquirentes por cualquier título de la condición de socio (o de usufructuario, acreedor pignoraticio, etc.).

La vocación de permanencia de las normas reglamentarias exige su oponibilidad *en condiciones análogas a las de las normas estatutarias* ⁽¹²⁵⁾. Para que las normas reglamentarias cumplan su finalidad, deben pasar a configurar la posición de socio —el conjunto de derechos y obligaciones que configuran esa posición— de suerte que toda novación subjetiva de dicha posición de socio provoque una subrogación en la del anterior. El negocio jurídico idóneo en cuya virtud el antiguo accionista da entrada en la sociedad como miembro a un nuevo socio (compraventa, donación, herencia...) funciona como un verdadero contrato *per relationem* (“negozi di rinvio”): su contenido se integra con el contenido del estatuto de socio según resulta configurado en la ley, los estatutos y los reglamentos. Para que esto ocurra, es necesario que esos pactos —aunque reguladores del régimen orgánico de funcionamiento— no se mantengan “reservados” en el sentido del artículo 7.1 § 2 LSA (“Los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad”).

Por esta razón funcional, se exige la inscripción del reglamento en el Registro Mercantil que antes era objeto de discusión en la doctrina y en relación con el reglamento del consejo ⁽¹²⁶⁾. En sentido estricto, la inscripción en el Registro Mercantil de reglamentos orgánicos no es una novedad: ya existe el precedente del reglamento del sindicato de obligacionistas de la LSA (cfr. art. 297 LSA) y que el RRM considera, naturalmente, inscribible (cfr. art. 313 RRM). De todas formas, no está de más la mención expresa de su inscribibilidad para evitar las dudas que se plantean, por ejemplo, en la inscribibilidad de los reglamentos de junta de propietarios en el Registro de la Propiedad (vid. RDGRN de 23 de julio de 1991, cuya mala doctrina está *sub judice* en los tribunales de Justicia).

El reglamento inscrito queda revestido de la eficacia material de la publicidad legal: lo inscrito es oponible a todo adquirente y subadquirente por simple aplicación de las reglas generales de oponibilidad. Las otras formas de publicidad legal (la inserción del reglamento en el portal de la CNMV) o privada (en el

(125) En este sentido y en relación con los pactos parasociales, aunque los argumentos nos valen aquí: PAZ-ARES, “El enforcement de los pactos parasociales”, op. cit., p. 39. También: EMPARANZA, op. cit., p. 161.

(126) La doctrina anterior se había mostrado dividida sobre la inscribibilidad del Reglamento en el Registro Mercantil. A favor de la inscribibilidad: SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, I, 22.ª ed., Madrid, 1999, p. 392; POLO, E., “Administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima”, en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (dirs.), *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Madrid, 1992, p. 462. En contra: SALELLES, *El funcionamiento...*, op. cit., p. 75. Dubitativo, MARTÍNEZ SANZ, op. cit., p. 1747.

propio portal de la sociedad) no son tan idóneas a estos efectos por cuanto persiguen fines distintos (meramente informativos/supervisores).

Mucho más discutible es la cuestión relativa a la (presunta) irrelevancia de la infracción de las normas reglamentarias a los efectos de la eventual nulidad del acuerdo adoptado en Junta General... habida cuenta de la ausencia de un pronunciamiento legal expreso sobre las consecuencias jurídicas del incumplimiento ⁽¹²⁷⁾.

Se ha dicho que la admisión de la posibilidad de impugnación por cualquier infracción del reglamento interno abre las vías a una mayor litigiosidad societaria ⁽¹²⁸⁾, mientras que la interpretación restrictiva supone, por el contrario, en la práctica, el reconocimiento de la inutilidad de la institución y de la existencia de un verdadero ámbito de impunidad. Lo primero ni siquiera es del todo cierto: un reglamento bien delimitado puede contribuir a dar seguridad jurídica en áreas escasamente reguladas en nuestro Derecho, como es todo lo relativo al “poder arbitral” del presidente de la Junta, lo que puede contribuir a evitar ulteriores impugnaciones ⁽¹²⁹⁾.

Algunos autores han sostenido que el artículo 115 LSA debería interpretarse de manera restrictiva de suerte que no deba equipararse a los efectos de impugnación de los acuerdos sociales la infracción de los estatutos con la infracción del reglamento ⁽¹³⁰⁾. Dicho de otra forma: que no deben leerse los artículos 115 y ss. LSA en el sentido de que la referencia a los estatutos incluya también el reglamento.

No me parece, sin embargo, que pueda compartirse la opinión de que la infracción de los reglamentos es totalmente irrelevante en esta sede. Sobre todo cuando existe en nuestra doctrina y en nuestra jurisprudencia —como en la doctrina y en la jurisprudencia comparadas— una línea doctrinal muy sensata que sostiene la relevancia jurídica de la violación del pacto extrasocietario a los

(127) Lo que reprocha, con razón, EMPARANZA, op. cit., p. 39. Lo mismo pasa en Alemania con el consiguiente reproche doctrinal: BACHMANN, AG 1999, pp. 210-213; SCAF, op. cit., p. 1339.

(128) Por todos: EMPARANZA, op. cit., p. 39.

(129) Por este motivo incluso se recomienda su elaboración en las sociedades familiares: HUHNT, “Geschäftsordnungsanträge und Geschäftsordnungsmassnahmen bei Hauptversammlungen”, *FS Lieberknecht*, Munich, 1997, pp. 65-55, op. cit. por el primero en su artículo, de donde la tomo.

(130) Por todos, y en relación al reglamento del consejo: SALELLES CLIMENT, F., *El funcionamiento del consejo...*, op. cit., p. 72. Con dudas: ALCALÁ DÍEZ, M.A., *La impugnación de acuerdos del consejo de administración de la sociedad anónima*, Madrid, 1998, pp. 308 y ss.

efectos de impugnación del correspondiente acuerdo social cuando coincidan ambas bases subjetivas del contrato/pacto y de la sociedad (son partes del pacto extra-societario todos los socios de la sociedad; el reglamento adoptado por un acuerdo válido vincula a todos los socios) ⁽¹³¹⁾. No puede ser de peor condición un reglamento que un pacto parasocial. Hasta los que defienden la radical separación entre “lo societario” y “lo extra o parasocietario”; entre “el derecho de sociedades” y “el derecho de los contratos”, terminan arreglándoselas para llegar a las mismas conclusiones ⁽¹³²⁾. Cuando exista identidad de razón, hay poderosos argumentos para defender la anulabilidad del acuerdo social producido en violación del reglamento ⁽¹³³⁾.

Por otra parte, aunque no fuere encuadrable en la anulabilidad por infracción de Ley, la violación del reglamento podría encontrar remedio en la anulabilidad por infracción del interés social. No puede negarse que es conforme al interés social el estricto cumplimiento de lo previsto en el reglamento. La violación del reglamento es, *prima facie*, contraria al interés social; lo que desde luego debe tenerse en consideración a los efectos de distribución de la carga de la prueba (en principio quien alegue que la infracción está justificada debería

(131) El caso *Munaka* es paradigmático (SSTS de 26 de febrero de 1991 y 10 de febrero de 1992). También puede citarse la STS de 24 de septiembre de 1987 (caso del *Hotel Atlantis Playa*) y el caso resuelto en la RDGRN de 26 de octubre de 1989 (caso *Promociones Keops*). La jurisprudencia recurre a argumentos consabidos como el de la “junta informal” (el acuerdo parasocial de todos los socios equivale a una junta universal); la doctrina del levantamiento del velo; el principio de buena fe o la interdicción del abuso de derecho. En este sentido puede verse: J.F. DUQUE, “Escritura, estatutos...”, op. cit., pp. 88-89; F. VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho mercantil*, 12.ª ed., Valencia, 1999, p. 247; PÉREZ MORIONES, *Los Sindicatos de voto para la Junta General de Sociedad Anónima*, Tirant lo blanch, 1996, pp. 483-485; PAULEAU, Ch., *El régimen jurídico de las “joint venture”*, op. cit., pp. 495 y ss.; CAMPINS VARGAS, A., “Derogación singular de los estatutos sociales”, *RDM*, 242 (2001), pp. 1706 y s.

(132) No comparto las premisas argumentativas de PAZ-ARES —“El enforcement de los pactos parasociales”, op. cit., *passim*— aunque sí sus conclusiones. No puede dejarse de admirar la sutileza dialéctica del autor: los pactos parasociales son para este tratadista radicalmente distintos de los societarios pero su violación —la de aquéllos— puede acarrear la nulidad/anulabilidad del correspondiente acuerdo social en caso de coincidencia de base “objetiva” y “subjetiva”; la publicidad de lo parasocial (especialmente la registral) nada añade al “enforcement”; pero el recurso dogmático a la oponibilidad es esencial para que pueda prosperar la defensa de la superación de la “relatividad de los contratos” y, desde luego, se recomienda la línea de política legislativa tendente a “marcar la dirección del progreso” —adoptando las soluciones de la práctica norteamericana— mediante el reconocimiento de la necesidad de que quede garantizada la oponibilidad frente a la sociedad y frente a terceros... a lo que no es ajena la función de la publicidad registral; especialmente cuando los pactos no son “omnilaterales” (los firmantes no son todos los socios).

(133) También aunque matizadamente: EMPARANZA, op. cit., p. 160 y s.

probarlo) y de la eventual inserción del supuesto de hecho concreto dentro del de la anulación por lesión de los intereses de la sociedad “en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros” (cfr. art. 115.1 *in fine* LSA). Al menos las infracciones serias del reglamento deberían quedar protegidas por el mecanismo de la anulabilidad por lesión del interés social. Todo ello se entiende, además, sin perjuicio de la eventual responsabilidad en que incurran los administradores —o incluso del socio mayoritario de control— por aplicación de la teoría general por los daños causados a la sociedad o a los mismos socios y de la eventual comisión del ilícito administrativo sancionable por la CNMV *ex art.* 116.5 LMV.

En particular, y en lo que hace a los administradores, la fidelidad al interés social “entendido como interés de la sociedad” obliga a éstos a cumplir los deberes impuestos no sólo en la Ley y en los estatutos... sino también en los reglamentos. No creo admisible una interpretación restrictiva de lo que establece el art. 127 bis LSA: “Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social (.../...)”.

Como es lógico, inscrito el reglamento en el Registro Mercantil, no puede despreciarse la hipótesis de que una infracción reglamentaria pueda ser apreciada por el Registrador en sede de calificación para suspender o denegar la inscripción del correspondiente acuerdo social si dicha infracción se infiere con claridad del título inscribible (cfr. art. 20.1 CCo y 6 RRM). Si el reglamento fija un plazo adicional para la convocatoria de la junta o se establece la necesidad de que no sea el presidente de junta el que lo fuere del consejo, es evidente que la eventual infracción aflorará en el título inscribible y deberá ser apreciada por el Registrador.

LOS CRÉDITOS PRIVILEGIADOS EN LA NUEVA LEY CONCURSAL

ABEL B. VEIGA COPO

*Profesor Propio de Derecho Mercantil
Universidad Pontificia Comillas de Madrid (ICADE)*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA PARIDAD Y EL PRIVILEGIO.
- III. PREFERENCIA NEGOCIAL VERSUS PRIVILEGIO LEGAL.
- IV. LOS CRÉDITOS PRIVILEGIADOS EN LA LEY CONCURSAL.
- V. LAS CLASES DE CRÉDITOS.
 - 1. Créditos contra la masa.**
 - 2. Privilegios especiales.**
 - A) Créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda con desplazamiento.
 - B) Prenda de créditos.
 - C) La anticresis.

RDBB núm. 93 / Enero-Marzo 2004

- D) El crédito refaccionario.
- E) Créditos por cuotas de arrendamientos financieros o plazos de compra-venta con precio aplazado.

3. Privilegios generales.

- A) Los privilegios fiscales.
 - B) El privilegio del acreedor instante.
 - C) Los privilegios salariales.
 - D) Privilegios por créditos por trabajo personal no dependiente y los que correspondan al propio autor por la cesión de los derechos de explotación de la obra objeto de propiedad intelectual.
 - E) Los créditos por responsabilidad civil extracontractual.
-

I. INTRODUCCIÓN

Es una constante en importantes sectores doctrinales ver en los privilegios una excepción cuando no una perversión de la *par condicio creditorum*, así como los causantes del empobrecimiento o devaluación del patrimonio concursal. No ignoramos la relevancia de estas críticas que a la postre abogan por una nueva redimensión del valor de la paridad. Decir sin más, que el privilegio es el enemigo del derecho —*Das Vorrecht ist der Feind des Rechts*—, puede llegar a constituir una aberración ⁽¹⁾. No ocultamos al mismo tiempo que la clave de un más correcto sistema concursal pasa por una drástica reducción y a la vez racionalización de los privilegios, en realidad, del selvático sistema de privilegios existente, pero culpar a éstos de todos los males

(1) La cita es de JAEGER, *Lehrbuch des Deutschen Konkursrechts*, 8.ª ed., Berlin-Leipzig, 1932, p. 64. En un sentido análogo HENCKEL, “Reform des Insolvenzrechts”, ZfP (97), 1984-4, pp. 369 ss., p. 373, “Die Vorrechte sollen entfallen”. En Austria todavía se llega más lejos pues la reforma concursal de 1982 y en pro del principio de paridad suprimió los privilegios en busca de un concurso sin clases (*Klassenlosser Konkurs*), vid. HOLZHAMMER, *Österreichischen Insolvenzrecht. Konkurs und Ausgleich*, 2.ª ed., Viena-Nueva York, 1983, p. 37. Sobre los *Klassenlosser Konkurs* también HABSCHEID, “Öffentlich-rechtliche Forderungen, insbesondere Steuerforderungen im Konkurs”, KTS, 1996-2, pp. 201 ss., p. 202. Más recientemente McCORMACK, “The Priority of Secured Credit: an Anglo-American Perspective”, julio de 2003, pp. 389, p. 392; WHITE, “Work and Play in Revising Art. 9”, 80 (1994), Va. L.R., pp. 2089 y ss., p. 2091.

excede de una mínima congruencia⁽²⁾. Es obvio que una ley concursal no debe ser un pozo de deseos con cuya ayuda se pueda acabar con los problemas económicos, pues no cabe duda que la crisis económica del deudor constituye un evento dañoso para todos y cada uno de sus acreedores, y por ello deben compartir, si bien en grados distintos, la pesada losa del sacrificio que deriva del concurso del deudor común; una buena ley concursal debe producir, como efecto, tanto una mayor prontitud en el tratamiento de las insolvencias materiales que pueden ser encauzadas a través de soluciones económicas viables, *saneamiento*, ayudando a que acreedores y deudores cooperen ante el problema de la insolvencia (lo cual en ocasiones, más de las deseadas, es harto imposible), como a una rápida, efectiva y *justa*, en la medida de lo posible, *liquidación* del patrimonio del concursado⁽³⁾. El que algunos privilegios

(2) Se ha llegado incluso a proponer en el caso de *security interest priority* de limitar su derecho de ejecución a sólo una fracción de la *collateral*. Vid. SCHWARTZ, "Priority contracts and priority in Bankruptcy", *Cornell L.R.*, 1997 (82), pp. 1396 ss., p. 1397; BEBCHUK/FRIED, "The Uneasy Case for the priority of secured claims in Bankruptcy", *Yale L.J.* (105), 1996, pp. 857 ss., p. 909-911, propone como regla una *fixed-fraction* del 75%. HUDSON, "The case against secured lending", *IRLE*, 1995, p. 45, para quien si bien se discute la fracción se decanta por situarla alrededor del 80%. Incluso se ha llegado a insinuar una reconversión de los acreedores *junior* en acreedores ordinarios; vid. MANN, "The first shall be last: A contextual argument for abandoning temporal rules of lien priority", *Tex. L.R.* (75) 1996, pp. 11 ss., p. 45 a 49. Más recientemente, la *Enterprise Act 2002* propone que un cierto porcentaje de las ejecuciones de una *floating charge* sea apartada en favor de los *unsecured creditors*, si bien legalmente todavía no se ha establecido el tanto por ciento que se implementaría por vía estatutaria. Esta idea no es nueva pues ya responde al marco que en su día estableció el *Cork Committee Report on Insolvency Law* que recomendaba un 10% de esas ejecuciones entregados a los acreedores ordinarios o no garantizados. Vid. MILMAN, "The 10 Per Cent Fund", *Insolv. L.*, 1999, pp. 47 y ss. Como bien señalaba el presidente de este comité, Sir Kenneth Cork, se pretendía: "First, the almost total abolition of preferences; secondly, restrictions on the reservation of title; thirdly, creditors having fixed charges to be restrained from realising their security for 12 months after the appointment of a receiver ... therefore it seems fair to some of us ... to give the unsecured creditors a stake, say 10 per cent, in the net realisations of the receiver". Como nos podemos imaginar la mayor oposición se suscitó por parte de los Bancos y cuando la *Insolvency Bill* resultado del *Cork Report* fue publicada en 1984 no se incluía la provisión del 10%. Vid. McCORMACK, "The Priority of Secured Credit", cit., p. 391.

(3) Sobre esta reflexión vid. en profundidad SCHMIDT, *ZGR* (1986) p. 178 y ss., especialmente p. 181; también en SCHMIDT, "Fundamentos del nuevo derecho concursal alemán", *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* [GARCÍA VILLAVEDE/ALONSO UREBA/PULGAR (Dir.).], Madrid, 2002, p. 22. Como bien señala BORK, *Insolvenzordnung*, 7.^a ed., Múnich, 2002, p. X, "Das Hauptziel der Insolvenzrechtsreform ist es sicherlich, Massnahmen gegen die Massearmut zu ergreifen, damit möglichst viel Verfahren eröffnet und durchgeführt und so möglichst viele Insolvenzfälle in einem geordneten Verfahren abgewickelt werden können. Dazu kommt als wesentliche Intention eine bessere Abstimmung vom Liquidation und Sanierung".

—muchos en realidad— sean hoy, a la luz del momento socioeconómico que nos ha tocado vivir, obsoletos, irracionales, dispersos y confusos ante las necesidades del tráfico económico, amén de haber desaparecido prácticamente, en todo o en parte, las causas que en su día justificaron la creación de los mismos como preferencias en el cobro, no ha de impedirnos ver con anteojeras y negar la vigencia e incluso la *justicia* de algunos de ellos que no hacen más que velar por una satisfacción preferente de los créditos y, por tanto, por una discriminación racional entre créditos privilegiados y créditos ordinarios ⁽⁴⁾. Mas también es cierto que si se reducen cuantitativa y cualitativamente el número y trascendencia de los créditos preferentes, ello redundará, por un lado, en una mejora de la situación de los acreedores ordinarios y, por otro, permite la creación de una nueva categoría, que no lo es tanto, de acreedores subordinados, pese a la asistemática y un tanto irracional regulación que se ha hecho en la Ley de estos acreedores, en los que el automatismo legal llega a ser incongruente e ilógico en algunos supuestos para los que no se tienen en cuenta la voluntad e intencionalidad del acreedor como tendremos ocasión de tratar ⁽⁵⁾. En cierto sentido, en la nueva Ley Concursal va a primar el principio de proporcionalidad frente a la deliberada y exageradora primacía que hasta el presente habían gozado la maraña anárquica e, incluso, *hobbesiana* de las causas de preferencia, con lo que la posición del acreedor ordinario deja de ser tan frágil y vulnerable ante el monstruo devorador de los privilegios. Cuantos menores sean los privilegios mayor peso, eficacia e importancia ganarán los que subsistan, con la claridad, sencillez y celeridad que significará para el desarrollo del procedimiento concursal.

La hipertrofia de los mismos no ha de conducirnos a su *erradicación* sino a su *racionalización*, pues no olvidemos que, una entre las diferentes lógicas que puede tener un privilegio es la de reducir los costes de transacción en la contratación de las garantías. *Amputación* sí pero con mesura, sistematizando

(4) Baste una mera lectura del primer párrafo de la Exposición de Motivos de la Ley Concursal en la que se aseveran los defectos de que adolecía la legislación en vigor hasta el presente: “arcaísmo, inadecuación a la realidad social y económica de nuestro tiempo, dispersión, carencia de un sistema armónico predominio de determinados intereses particulares en detrimento de otros generales y del principio de igualdad de tratamiento de los acreedores, con la consecuencia de soluciones injustas, frecuentemente propiciadas en la práctica por maniobras de mala fe, abusos y simulaciones, que las normas reguladoras de las instituciones concursales no alcanzan a reprimir eficazmente”.

(5) Ya en la Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal de 12 de diciembre de 1995 se preveía esta posibilidad, y denominaba a los acreedores “legalmente postergados” en su artículo 126, acreedores sin derecho de voto, y que quedan, a pesar de ello, afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los ordinarios. Estos acreedores subordinados no tienen derecho de voto en la junta (artículo 122 de la Ley Concursal).

pero sin *desvirtuar* la escala de valores que se encuentra en la base del sistema de privilegios⁽⁶⁾. Como bien se ha dicho, la “*pedra de toque*” de cualquier Ley Concursal es el tratamiento jurídico de los créditos privilegiados⁽⁷⁾. Y es que, en definitiva, una de las notas que caracteriza al privilegio es su carácter legal y tasado⁽⁸⁾. “He aquí donde radica el talón de Aquiles de una buena Ley Concursal. Y ésta ha de ser indefectiblemente un tratamiento de choque medido y calculado, racional y razonado, justo y equitativo.” Hay que tener en cuenta a su vez, que la Ley Concursal ha optado en cuanto a su terminología por adoptar los mismos términos que en su día hizo el Anteproyecto de Ley Concursal de 1983, a tenor del cual todas las causas de preferencia son denominados “privilegios”, mas sin una racionalidad clara, puesto que una garantía real no es un privilegio; el privilegio en puridad, es una causa de preferencia de origen legal, la garantía, lo es de origen negocial⁽⁹⁾. No cabe duda que la causa originaria de los privilegios es la ley, una ley que no tiene por qué determinar ni aun especificar, la causa del privilegio, ya que tanto, la existencia como la inexistencia de la causa del crédito no determina en absoluto la legitimidad o ilegitimidad del privilegio⁽¹⁰⁾. El privilegio, como causa de preferencia de origen legal que es, se distingue ante todo, porque en él está precisado el elemento que justifica, ante los ojos del legislador, la atribución de un derecho de preferencia, esto es, lleva ínsita la causa del crédito pero también

(6) Metafóricamente señala GARRIDO, *Tratado de las preferencias del crédito*, Madrid, 2000, p. 380, “La tarea de sistematizar los privilegios guarda cierta similitud con la de verter el mar en un vaso de agua”.

(7) En este sentido, ROJO, “La reforma del derecho concursal español”, en *La reforma de la legislación concursal*, [ROJO (Dir.)], Madrid, 2003, pp. 87-130, p. 124; en parecidos términos GARRIDO, “La graduación de créditos”, en *La reforma de la legislación concursal*, [ROJO (Dir.)], Madrid, 2003, pp. 225-245, p. 225 si bien lo refiere a la graduación de créditos, que viene a ser el corazón y el alma de un sistema que se percibe precisamente en las opciones adoptadas a la hora de configurar una escala jerárquica de créditos.

(8) Sobre el carácter tasado del privilegio ver entre otros DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del derecho civil patrimonial*, II, 4.ª ed., Madrid, 1993, p. 752; GULLÓN, “Comentario al art. 1925 CC”, en *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*, tomo XXIV, Madrid, 1984, pp. 680; CASTILLO MARTÍNEZ, “Prelación de créditos”, *RGD*, 1993, p. 1285.

(9) Critican este hecho también GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., pp. 228-229, y VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002, pp. 44 y ss.

(10) Vid. entre otros PRATIS, “Della tutela dei diritti”, *Commentario al c.c. magistrati e docenti*, Turín, 1976, p. 121. Asimismo se ha dicho como por ejemplo la ley sigue al determinar los privilegios *una ragione intuitiva di equità*, LUZZATI, *Dei privilegi e delle ipoteche*, I, Turín, 1884, p. 131 (*non vidi*, cita de GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 382).

lleva ínsito un determinado fin que el privilegio busca alcanzar⁽¹¹⁾. La fundamentación de los privilegios legales se da por sentada a pesar de la vacuidad e indeterminación del concepto de interés público. Y es esta causa del crédito la que hipotéticamente funciona como catalizador a la hora de determinar cuál es y qué tipo de preferencia se amolda mejor a un crédito determinado, mas también cuáles serán los sujetos beneficiados por los privilegios, así como sobre qué bienes u objetos se plasmará la preferencia⁽¹²⁾. Es el legislador quien finalmente tiene la facultad de decidir el tipo de preferencia que desee para cada crédito en particular.

La asignación de privilegios corresponde al derecho patrimonial, por lo que el derecho concursal se limita a aplicar o reconocer lo que está regulado por el derecho patrimonial —véanse los privilegios en el Código Civil (arts. 1922 a 1924), el Estatuto de los Trabajadores (art. 32), la Ley General Tributaria (art. 71), etc.—. Y la *ratio* debe ser clara, puesto que en las normas concursales no existe una anticipación del riesgo propia de los mercados de crédito, como sí lo está presente en el derecho patrimonial⁽¹³⁾. Ahora bien, ante esta dispersión que a la larga no provoca otra situación más que confusión y disparidad —y es que a fin de cuentas los privilegios no se concentran o integran en un solo cuerpo legal, ni en el Código Civil ni en el de Comercio, sino en multitud de leyes especiales— no han faltado las voces que preconizan una racionalización y sistematización unificadora en una sola sede normativa, siendo ésta precisamente la concursal⁽¹⁴⁾. Que sea o no el ámbito concursal el ideal quizá es lo más cuestionable, mas el aglutinar todos los privilegios genera importantes ahorros en costes administrativos y de transacción, sobre todo a la hora de proceder a su calificación, dada la ciénaga o enorme maraña de privilegios existentes⁽¹⁵⁾. No cabe duda de que de este modo se posibilita el cálculo anticipado de los costes. Amén de las ventajas de obtener una visión de conjunto de estas causas de

(11) Cfr. GARRIDO, *Tratado de las preferencias del crédito*, cit., p. 377.

(12) Como bien señala GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 383, en la causa del crédito se encuentra una “brújula” para orientarse en el “laberinto” o el “mare magnum” de los privilegios. Existen ciertas causas que permiten la agrupación de varios privilegios de entre los numerosos existentes, y así se logra una visión más completa del “sistema”. En análogo sentido AMONN, “Vom Wildwuchs der Konkursprivilegien”, *FS 100 Jahre SchKG*, Zürich, 1989, pp. 343 ss.

(13) Vid. al respecto JACKSON, “Bankruptcy, Non Bankruptcy Entitlements, and the Creditor’s Bargain”, *Yale L.J.*, vol. 91, 1982, p. 857 ss., p. 904.

(14) Al respecto RÍOS SALMERÓN, “Garantías del salario”, *Comentarios a las leyes laborales. La reforma del Estatuto de los Trabajadores (Ley 11/1994, de 19 de mayo, y normas concordantes [BORRAJO (Dir.)]*, I, 1, Madrid, 1994, p. 302.

(15) Vid. ESPINA, “La crisis del sistema concursal español”, *La reforma del Derecho Concursal y la eficiencia económica*, ESPINA (Coord.), Madrid, 1999, pp. 265 ss., pp. 278.

preferencia que permita tanto apreciar su verdadera trascendencia, como una más fácil graduación de los mismos, así como su impacto e influencia sobre la totalidad del edificio crediticio⁽¹⁶⁾. Y es cuestionable porque la asignación de privilegios desde el propio concurso no hace otra cosa que generar incentivos perversos para corregir *ex post* los valores contratados en el mercado⁽¹⁷⁾. Se arguye por otra parte que si es el concurso quien atribuye la asignación de los privilegios se obtiene por esta vía un reparto más equitativo y justo de los recursos escasos asegurando de este modo la satisfacción de los acreedores *a priori* más desfavorecidos y débiles ante el reparto patrimonial del concursado. El problema es que en realidad la protección de unos acreedores se haría a costa de otros, expropiando valor a los demás —estamos ante los casos de *juegos de suma cero*, unos ganan todo, otros nada tienen que ganar—⁽¹⁸⁾.

En gran medida es lo que ha hecho en definitiva la nueva Ley Concursal, quien tasa exclusiva y excluyentemente los privilegios en una única sede normativa, si bien no debemos perder de vista la Disposición Final Trigésimo-tercera que establece que, en el plazo de seis meses a contar desde la entrada en vigor de la Ley Concursal, el Gobierno debe remitir a las Cortes Generales un Proyecto de Ley reguladora de la concurrencia y prelación de créditos en caso de ejecuciones singulares. A nuestro juicio, esta opción es un craso error ya que casa mal además con la tendencia a la racionalización y unidad de los procedimientos y normas concursales. Esta doble regulación puede crear a la larga los mismos efectos adversos e indeseables que hasta el momento había suscitado una encorsetada, fragmentada y dispersa legislación, siendo por lo demás previsible que aunque la concurrencia y la prelación de créditos para el caso de ejecuciones singulares se inspire y reciba la impronta de la Ley Concursal, genere a la larga innecesarias disfuncionalidades que obstaculicen un armónico y único elenco de preferencias aplicables tanto a situaciones concur-

(16) En parecidos términos GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 378.

(17) Cfr. sobre los incentivos perversos, sobre todo ante el interrogante de cómo distribuir las pérdidas (*that flow from a business failure*), como una cuestión concursal vid. BAIRD, “Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren”, U. Chi. L.R., 1987, (54), pp. 815 ss., p. 817; entre nosotros vid. BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, p. 260.

(18) Sobre los juegos de suma cero vid. particularmente BAIRD/GERTNER/PICKER, *Game theory and Law*, Harvard, 1994, p. 42 y ss. Por esta vía de reasignación de valor se incentiva el fenómeno que se conoce con el nombre de *forum shopping*, en el que los acreedores preferirán realizar sus créditos en aquel foro en el que obtengan mayor valor. Vid. sobre estos extremos BAIRD, “Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy”, cit., p. 825; BERMEJO, cit., p. 261.

sales como extraconcursales⁽¹⁹⁾. Si tenemos en cuenta este hecho, la Ley Concursal divide el régimen de los privilegios en dos, atendiendo preferentemente a cuál sea su ámbito de aplicación: concursal o extraconcursal. Por esta vía se impide el traslado de privilegios creados en el tráfico y en el mercado y se favorece la aparición de fenómenos que, tratando de evitar la declaración del concurso, provoquen que el acreedor active cuanto antes la posibilidad de ejecuciones singulares para no verse arrastrado a una ejecución concursal ante el cual su privilegio no goza de reconocimiento en esta sede⁽²⁰⁾. El art. 90 de la Ley Concursal está diseñado para los llamados privilegios especiales, esto es, en su mayoría diseñado para las garantías reales y ciertas titularidades dominicales. Y el art. 91 para los privilegios generales. El resto se supedita al ámbito extraconcursal y la nueva norma que debe reordenar la materia en el ámbito de las ejecuciones singulares. Mientras tanto, en principio seguirá vigente lo dispuesto en materia de privilegios en el Código Civil y en las demás leyes especiales. Hay que tener en cuenta además la reasignación que ya se ha hecho respecto a determinados créditos como los privilegios por gastos de administración del concurso y alimentos del quebrado del artículo 1924.2.a) y g) del Código Civil y que pasan ahora a recalificarse como créditos de la masa (art. 84.2.1.4 de la Ley Concursal). No obstante, y reconociendo a los privilegios especiales y generales como una excepción positiva en relación con los créditos ordinarios, la propia ley concursal crea una “nueva” categoría en nuestro derecho —los *créditos subordinados*—, y que constituyen la *antítesis* del privilegio, eso sí, en perfecta sintonía con lo pergeñado en el resto de ordenamientos europeos⁽²¹⁾. La subordinación, contrariamente a las virtualidades que supone un privilegio, implica una postergación o relegación en la tutela del crédito, subordinándose los acreedores subordinados frente al resto de los acreedores. En cierto sentido, esta postergación supone un castigo o sanción legal sobre unos acreedores específicos y ante unas circunstancias concretas.

(19) Conforme ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, en *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal* (GARCÍA VILLAYERDE et. al. [Dirs.]), Madrid, 2003, pp. 357-408, pp. 360-361; en el mismo sentido ROJO, “La reforma del Derecho concursal español”, en *La reforma de la legislación concursal*, Madrid, 2003, p. 127, quien alerta de la enorme incoherencia que esta opción legislativa supone para un ordenamiento jurídico.

(20) Como ya señalaba HENCKEL, cit., p. 378, “*Die Gewährung von Absonderungsrechten ist zwar eine geniale juristische Erfindung, weil sie im Gegensatz zu früheren Rechtsordnungen zur schnelleren Rechtsdurchsetzung führte als bei einer Beteiligung der Sicherungsnehmer am Konkursmäßigen Feststellungs- und Verteilungsverfahren*”.

(21) Cfr. ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 361.

II. LA PARIDAD Y EL PRIVILEGIO

A su vez hoy más que nunca ha de hablarse, y enjuiciar también, de la verdadera dimensión y valor del paradigma de la distribución del concurso, es decir, o la *par condicio* es una mera declaración de principios, pues dista lo suficiente de ser catalogado como un principio absoluto, al quedar ahogada por el monstruo devorador de los privilegios o, por el contrario, hace viable una distribución justa y equitativa de los residuos patrimoniales del deudor quebrado⁽²²⁾. Como bien se ha señalado el paradigma redistributivo del concurso parte de un análisis retrospectivo de la realidad de los créditos⁽²³⁾. No es menos cierto, dejándonos de retóricas, que el principio de la *par condicio* no deja de tener únicamente sino un mero valor residual⁽²⁴⁾. Una cosa es la paridad de trato y otra bien distinta el principio de proporcionalidad entre acreedores pertenecientes a una misma categoría. La Ley Concursal trata de anticipar una recuperación del principio de proporcionalidad frente a la exagerada importancia de los distintas y encorsetadas preferencias que hasta el presente han caracterizado a las quiebras⁽²⁵⁾. La insolvencia del deudor es ya un hecho real y consumado ante el que no cabe asegurarse y anticipar el riesgo por parte de los operadores. Ante esta situación, el edificio del ordenamiento concursal se brinda como un instrumento que ofrece *ex post facto* un intento de solución a los problemas derivados de la insolvencia del deudor⁽²⁶⁾. De este modo se colectivizan, de un lado, los riesgos sufridos por los acreedores y, de otro, se intenta distribuir paritariamente las pérdidas entre los acreedores afectados

(22) Como bien señala McCORMACK, cit., p. 393, el principio básico del derecho de insolvencia es el de “equality of misery” o igualdad de tratamiento de los acreedores, esto es el *pari passu* de la distribución disponible del patrimonio del deudor. Ahora bien este principio *hallowed* —sagrado— es en realidad, sin embargo, un principio hueco o vacío.

(23) Seguimos en este punto a BERMEJO GUTIÉRREZ, cit., p. 72, quien a su vez se basa en el análisis que PAZ-ARES lleva a cabo sobre la noción de comprensión retrospectiva de los problemas, por contraposición a una comprensión prospectiva de los mismos.

(24) Como señala BONGIORNO, “La posizione delle banche nelle procedure concorsuali”, *Dir. Fall.*, 1999, 5, pp. 904 ss., p. 906, siguiendo a su vez a JAEGER el principio de la *par condicio* respondería más bien a “criterios de orden en el procedimiento concursal, que pasan a un segundo plano frente al *riconoscimento di interessi prevalenti meritevoli di tutela*. Como tales, tiene efectivamente, un valor residual”.

(25) En parecidos términos GARRIDO, “La graduación de los créditos”, en *La reforma de la legislación concursal*, cit., p. 227.

(26) Conforme entre tantos RAGUSA MAGGIORE, *Istituzioni di Diritto Fallimentare*, 2.^a ed., Padua, 1994, p. 8; HÄSEMAYER, *Insolvenzrecht*, Múnich, 1992, p. 36; KILGER/SCHMIDT, *Konkursordnung*, 16.^a ed., Múnich, 1993, p. 36.

por la insolvencia del deudor común⁽²⁷⁾. Son estos pues los dos ejes sobre los que se edifica el paradigma concursal concebido sobre las premisas de la retrospectividad y de la separación entre mundo concursal y realidad contractual⁽²⁸⁾. ¿Qué mejor método de colectivizar las pérdidas que procediendo a su reparto proporcional entre todos los integrantes de esa comunidad? El principio de paridad se convierte en cierto sentido en la esencia de la realización del valor de los créditos en el concurso. Ahora bien, la realidad del tráfico está plagada de excepciones, —créditos que gozan de garantía real, créditos prededucibles, créditos privilegiados, etc.— y, todo hay que decirlo, su ignorancia provocaría situaciones de notoria injusticia. Por lo que el principio de paridad debe reconducirse ante una comunidad de pérdidas que parte de un hecho claro y cierto: igualdad sí pero una *igualdad entre iguales*.

La *par condicio creditorum* inevitablemente no se plasma en la Ley Concursal, ya que esa hipotética igualdad de trato entre acreedores es sumamente relativa, tornándose en desigualdad manifiesta cuando se trata de amparar a determinados acreedores ultraprivilegiados que en definitiva cortocircuitan el hipotético tratamiento paritario. Véase si no el contraste entre el trato que se dispensa a las Administraciones Públicas en materia crediticia y el sacrificio a que se somete a los trabajadores con la significativa eliminación del privilegio procesal de ejecución separada, así como la trastocación del contenido del artículo 32 ET que se lleva a cabo, que lo único que provoca es un infragantismo en la protección laboral, si bien posteriormente se ha remediado ubicando, un tanto a la ligera, sin arte ni son, una parte de los créditos laborales bajo el manto protector de los créditos contra la masa⁽²⁹⁾. Lo más llamativo es la

(27) En la ya clásica confrontación entre WARREN y BAIRD, respecto a la pregunta *what function does bankruptcy serve?* WARREN (“Bankruptcy Policy”, U.Chi. L.R., (54), 1987, pp. 775 ss., p. 777) señala: “I see bankruptcy as an attempt to reckon with a debtor’s multiple defaults and to distribute the consequences among a number of different actors. Bankruptcy encompasses a number of competing —and sometimes conflicting— values in this distribution”; para BAIRD, “the only goal of bankruptcy is to enhance the collection efforts of creditors with state-defined property rights”. Para BAIRD todo derecho concursal *are to be tested* por una sencilla medida: “whether they enhance or diminish the creditors collective benefits”.

(28) Cfr. BERMEJO GUTIÉRREZ, *cit.*, p. 473.

(29) Sobre estos extremos vid. ALAMEDA CASTILLO, “La proyectada reforma concursal y sus implicaciones laborales”, *Actualidad Laboral*, n.º 32, 2002, pp. 659 ss., p. 664.

supresión del apartado 5 de ese artículo 32 relativo a la ejecución separada laboral⁽³⁰⁾.

Esta satisfacción preferente se concreta en dos facultades: la primera, la recuperación preferente de valor, y la segunda, la recuperación del crédito al margen del concurso, gracias al derecho de ejecución separada. Mas ello no implica, sin más, tachar a aquéllos de provocar una negativa pérdida de valor a los ordinarios. Pensemos así en el supuesto de créditos garantizados, cuya legítima pretensión no es otra que la de la recuperación total del crédito, cuestión que provocará el traslado del riesgo del crédito garantizado sobre los créditos ordinarios, con lo que se incrementa en definitiva el riesgo y se reduce su valor. No es menos cierto cómo los acreedores garantizados sólo deben preocuparse por el valor de los activos específicos destinados o afectados al pago de sus créditos, a menos que ese valor disminuya más allá que el valor de sus préstamos, por lo que incluso no se preocuparán aunque el deudor quiebre. Otra cuestión sería, por ejemplo, el supuesto de una garantía constituida sobre valores negociables, valores que tienen referenciado diariamente un precio objetivo, esto es, el de su respectivo mercado de cotización, por lo que el acreedor pignoraticio puede comprobar, si quiere a diario, si el precio de esos valores fluctúa o no por debajo de un umbral que juega como margen de garantía. Si lo atraviesa, y aun cuando la garantía tiene un valor económico mayor que el propio préstamo o contrato de financiación, el acreedor puede exigir una reposición de esa misma garantía o creación de una nueva, con un incremento e incluso un intercambio de unos valores por otros de mejor valor y mejor cotización, a través por ejemplo de una prenda rotativa o dinámica de valores, con los problemas que esta figura lleva aparejada⁽³¹⁾. Una ventaja de la que dispone el acreedor a su favor y sin excesivos costes de vigilancia o monitoreo como podemos ver es la de la pérdida del beneficio del plazo, por lo que si el deudor no repone el valor de la garantía, la obligación principal deviene exigible. El artículo 1129 del Código Civil habilita al acreedor a ejecutar la garantía al perder el deudor el beneficio del plazo cuando se produce una disminución de la garantía y su no ulterior reposición o integración de su valor. En su párrafo tercero se plantea el supuesto de esa pérdida de garantía cuando el deudor por actos propios hubiese disminuido aquellas garantías después de establecidas, y cuando por caso for-

(30) Como bien señala ALAMEDA CASTILLO, *Conservación de empresas en crisis*, Pamplona, 2002, p. 70; también RÍOS SALMERÓN, “El ALC y los trabajadores. ¿Requiem por el artículo 32 del ET?”, *Revista de Derecho Social*, 2001, n.º 14, pp. 57 y ss., exclamaba: ¡cómo echarán de menos los trabajadores la polémica pero utilísima ejecución separada!

(31) Sobre estos extremos ya tuve ocasión de pronunciarme en VEIGA COPO, “Prenda omnibus, prenda rotativa de acciones y garantía flotante”, *RDBB*, n.º 82, 2001, pp. 33-74, p. 43 y ss.

tuito desaparecieran, a menos que fueren inmediatamente sustituidas por otras nuevas e igualmente seguras. Por tanto este artículo es garantía del acreedor pero también del deudor ⁽³²⁾.

Cuando menos y, en líneas generales, los acreedores se ahorran el coste de vigilar el funcionamiento de la sociedad, *monitoring costs*, ya que la garantía es un excelente sustituto del *monitoreo* continuo del deudor para asegurarse de que no agote los activos disponibles para el pago del crédito ⁽³³⁾. Es que acaso no resulta más fácil para una entidad de crédito por ejemplo evaluar el riesgo por falta de pago que a un mismo accionista que probablemente sabe poco o nada del negocio en que ha invertido, y por supuesto siente una mayor aversión al riesgo que un banco. Ahora bien, esta es una circunstancia previsible, ya que todo acreedor, tanto ordinario como no ordinario, puede prever la probabilidad de que existan créditos garantizados, por lo que racionalmente todo acreedor puede anticipar y descontar en el diseño de su crédito esta circunstancia, obviando de este modo el juego de suma de cero. Así las cosas, si los créditos ordinarios resultan insatisfechos, no es una *injusticia*, sino la consecuencia de lo que ellos mismos contrataron ⁽³⁴⁾. Si los acreedores tienen libertad para elegir la condición de su deudor y los términos en los que se realiza por ejemplo un préstamo, carece de sentido aplicar criterios de justicia para solventar problemas de preferencia ⁽³⁵⁾. Si un acreedor decide asumir un mayor índice de riesgo en aras de una mayor rentabilidad, no podrá, manifestada la insolvencia del deudor, obtener una satisfacción superior a la que le corresponde en función del riesgo contratado ⁽³⁶⁾.

Por tanto no hemos de **confundir** el principio de *igualdad de trato* con el principio de *proporcionalidad* conforme al cual, y dentro de un procedimiento concursal, se procede al reparto a prorrata o de forma proporcional entre los acreedores ordinarios carentes de todo privilegio y de toda preferencia una vez

(32) Nuevamente, VEIGA COPO, “Prenda *omnibus*...”, cit., p. 45.

(33) Vid. con mayor profundidad POSNER, *El análisis económico del derecho*, México, 1998, p. 377.

(34) No compartimos la premisa de WARREN, “Bankruptcy Policy”, cit., 804, de que el medio más efectivo para lograr ciertamente que la estructura de la quiebra *promotes collectivism* sea la de no *recognize security interests in bankruptcy*. Defiende que si no hubiera una clase de acreedores superior a otra en la quiebra entonces todos los acreedores *stood to lose or gain on a pro rata basis*, con lo que la cuestión de la *collateral* sería más simple. Los acreedores colectivamente conservarían o venderían la garantía, lo que sin duda traería más dinero a la masa. Nadie tendría otro interés más que el de *maximizing the return to the estate, because no one would profit except by such maximization*.

(35) Sobre el particular, JACKSON/KRONMAN, *Yale L.J.* (1979), p. 1148.

(36) Conforme BERMEJO GUTIÉRREZ, cit., p. 111.

que se han satisfecho tanto los créditos prededucibles como los provistos de preferencia de origen negocial y legal (privilegios). No cabe duda que tras una sosegada lectura de la nueva Ley es este principio de proporcionalidad, y no el de igualdad de trato, el que se potencia en la regulación legal, si bien no inmediatamente sí mediatamente, ya que esta es la consecuencia de la supresión de los privilegios, por lo que la base de los acreedores ordinarios en principio se amplía notablemente, o al menos así debería ser⁽³⁷⁾.

De este modo, una de las mayores ventajas que significa la constitución de una garantía, sobre todo en el supuesto de insolvencia pero también en casos de señalamiento de bienes o tercerías, es la posición preferencial con que cuenta el acreedor garantizado frente a los créditos de otros acreedores en el reparto del producto de la ejecución de los bienes del deudor⁽³⁸⁾. Como bien se ha señalado el privilegio, en contraposición a una garantía real, goza de una cualidad intrínseca, que incorpora o de la que se impregna desde el mismo momento de su nacimiento, si bien ambas gozan de un marcado carácter de accesoriedad⁽³⁹⁾.

III. PREFERENCIA NEGOCIAL VERSUS PRIVILEGIO LEGAL

La preferencia consiste en el refuerzo de la tutela ordinaria del derecho de crédito a través de la adición de un nuevo derecho de naturaleza personal que se ejerce no ya frente al deudor sino frente a los acreedores de éste. Cuando un acreedor goza de una garantía real, la preferencia no constituye sino uno de los derechos que le confiere esa compleja institución. Un derecho de índole personal añadido a un crédito respecto del cual se presenta siempre en relación de dependencia. Por lo tanto, en una garantía real confluyen un derecho real y un derecho de preferencia, cuya conservación se asegura gracias al derecho real. El derecho real es el medio del que se sirve la ley para proteger el otro derecho conferido al acreedor, el derecho de preferencia. El derecho a satisfacerse con preferencia

(37) Conforme ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 359.

(38) Como bien recuerda SCHMIDT, cit., p. 28, los derechos reales de garantía sufrieron un notable recorte, ya que si se grava la masa concursal con derechos de garantía, ello equivale a una satisfacción preferente de acreedores. No obstante, ello chocó con la oposición del *lobby* de bancos y distribuidores e, incluso, algunos expertos en economía plantearon sus dudas respecto a que se realizara un ataque al núcleo de los derechos de garantía. A pesar de ello, ese recorte se produjo y los acreedores con garantías reales participan en el procedimiento y no les está permitida la ejecución separada del bien afectado por la garantía. Señala McCORMACK, “The Priority of Secured Credit: an Anglo-American Perspective”, cit., p. 392, cómo los bancos por ejemplo persiguen tomar garantías *with apostolic zeal*.

(39) Hablan de este carácter de accesoriedad de los privilegios GULLÓN, “El crédito privilegiado en el Código Civil”, ADC, 1958, pp. 435 ss., p. 438; y Díez-Picazo, *Fundamentos del derecho civil patrimonial*, II, 4.^a ed., Madrid, 1993, p. 753.

frente a otros acreedores no es una mera consecuencia de la existencia de un derecho real, sino de un derecho de preferencia, cuya eficacia es protegida por el derecho real ⁽⁴⁰⁾. En toda garantía existe una obligación *erga omnes* que se refiere al derecho real contenido en ella, pero no al derecho de preferencia que la misma confiere. Todos los terceros deben respetar la existencia del derecho real contenido en la garantía, lo que no significa que todos los acreedores concurrentes en la ejecución del bien deban respetar el derecho de preferencia del acreedor garantizado, ya que este derecho, por su naturaleza personal y relativa, no puede obligar a los acreedores que gocen de privilegios que le confieran derechos preferentes superiores a los del propio acreedor garantizado ⁽⁴¹⁾.

Cuando un acreedor financia el proyecto de un deudor, por un lado recela de la situación igualitaria que comprende la responsabilidad patrimonial universal, por lo que incrementa la seguridad de la recuperación de su crédito mediante la constitución de una causa de preferencia de origen negocial, es decir, una garantía; pero por otro lado, el acreedor garantizado sabe que sobre ese mismo objeto de su garantía existen otros acreedores que estén protegidos por una causa de preferencia de origen legal —un privilegio—. Éste dota de preferencia a acreedores que no han negociado la atribución de la causa de preferencia con el deudor. Ambas causas preferentes, legal y negocial, conceden al acreedor el derecho de satisfacerse con prioridad sobre el resto de acreedores ordinarios. Mediante los privilegios (cuyo origen es legal) se busca proteger a acreedores contemplados por las normas legales, a los que se tutela por representar intereses dignos de protección ⁽⁴²⁾.

La protección preferencial de acreedores por disposición legal se traduce en un coste para el sistema crediticio, pues la asignación de derechos que efectúa la ley se realiza limitando al deudor la posibilidad de establecer el orden de

⁽⁴⁰⁾ En las garantías reales, el derecho real se concibe como derecho de persecución, cuya misión no es otra que la de proteger el otro derecho conferido por la garantía, esto es, el derecho de preferencia. Cfr. ROPPO, *Manuale di diritto civile*, Milán, 1983, p. 178; Sobre la relación entre derecho real y preferencia como meramente instrumental vid. MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, II, 2, 8.ª ed., Milano, 1950, pp. 75 ss. En España ha destacado su carácter instrumental LÓPEZ ALARCÓN, *El derecho de preferencia*, Murcia, 1960, p. 67; para GARRIDO, “Teoría general de la preferencia”, *ADC*, 1998, p. 1806, el derecho real que acompaña a las garantías reales se encuentra en perfecta simbiosis con el derecho de preferencia, formándose entre uno y otro un conjunto armónico.

⁽⁴¹⁾ La absolutidad del derecho real no se extiende al derecho de preferencia, y es por ello perfectamente posible que exista un derecho de preferencia de otro tipo, como un privilegio, que atribuya un derecho de preferencia superior al que confiera una determinada garantía real. Cfr. GARRIDO, “Teoría”, cit., p. 1808.

⁽⁴²⁾ Sobre estos extremos me remito, entre otros, a VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002, pp. 43 y ss.; idem, “La ejecución del art. 1872 del Código Civil, la subasta notarial y el pacto comisorio”, *RDBB*, n.º 87, 2002, pp. 139-199, p. 141 y ss.

graduación entre sus acreedores ⁽⁴³⁾. Es la existencia de estos acreedores privilegiados la que explica en buena medida la proliferación de las garantías, y en especial las reales, siendo un medio de esquivar los derechos de preferencia atribuidos por la ley a los acreedores privilegiados ⁽⁴⁴⁾.

Las garantías suelen tener una posición superior a la de los créditos privilegiados. Si bien la mayoría de acreedores tutelados por una garantía ven satisfechos sus créditos con prioridad a los acreedores tutelados por un privilegio, no ocurre lo mismo con los acreedores ordinarios. Esto explica la contracción del crédito ordinario, pues difícilmente un acreedor concederá financiación sin garantía, ya que sabe que siempre cobrarán antes que él aquellos acreedores que cuando menos gocen de un crédito privilegiado sin garantía no hay crédito, ni tampoco puede haberlo.

No cabe la menor duda que el empleo de estas técnicas e instrumentos alternativos, que en suma buscan lograr una posición de preferencia, pone de manifiesto la quiebra y la rigidez del sistema de garantías reales tradicionales que parten de un principio de tipicidad legal de las causas de preferencia. Este desmesurado afán por escapar a las reglas de la igualdad entre acreedores lleva inevitablemente a que éstos ideen y empleen técnicas alternativas a las garantías reales, que cuando menos logren un resultado de preferencia análogo al de aquéllas, pero que a la postre terminan por desnaturalizar tanto las tradicionales formas de garantía como las propias causas de preferencia. El problema no es tanto el de si existe un *numerus apertus* de derechos reales, ya con base legal, ya creadas por voluntad de las partes, sino que aquél radica en que sólo la ley, y sólo la ley, puede sentar las bases de un negocio jurídico que a la postre significa una discriminación y perjuicio de los terceros. Es decir, no se trata tanto de si los negocios y derechos reales son un catálogo cerrado o no, sino el preservar el principio de legalidad de las causas de preferencia, que necesariamente se tra-

(43) Si las causas de preferencia de origen negocial responden a necesidades objetivas de la economía, la mayoría de las causas de origen legal revelan decisiones políticas de considerable importancia, que instituyen una jerarquía de valores digna de protección. Sobre el particular, v. GARRIDO, *Garantías reales*, cit., p. 79; un buen estudio sobre la diferencia no de estructura sino de función entre privilegio y preferencia en GORLA, *Le garanzie reali dell'obbligazione*, cit., p. 10.

(44) GILMORE, *Security interest in personal property*, Boston, 1965, 2 vols., p. 361, señala cómo la creación de un único derecho y contrato de garantía —art. 9 UCC—, al menos da a los acreedores que proporcionan el capital necesario a la empresa la oportunidad de protegerse contra el monstruo devorador de los privilegios legales. Un interesante estudio sobre los derechos de prioridad de los créditos y su impacto en los costes de una *corporate reorganization* es llevada a cabo por BAIRD, “The importance of priority”, *Cornell L.R.* (82), 1997, pp. 1420-1435, quien además cuestiona dentro del *puzzle de prioridades* el cambio de orientación dentro de los derechos de preferencia y los beneficios y costes que conlleva.

duce en un principio de *numerus clausus* de los derechos de preferencia⁽⁴⁵⁾. No cabe duda que una utilización inconsciente y masiva de causas atípicas de preferencia constituyen un desvalijamiento del sistema de tutela conflictual del crédito, provocando el hundimiento del complejo edificio de la tutela preferencial del sistema crediticio⁽⁴⁶⁾.

La preferencia que confieren los privilegios se proyecta, o bien sobre la globalidad del patrimonio del deudor, o bien sobre el valor que representa un bien concreto o aislado, sea este mueble o inmueble. Por su parte cuando hablamos referencialmente de privilegios generales y privilegios especiales, entendemos por los primeros los que dan preferencia a determinados créditos sobre el valor de la totalidad de los bienes integrados en el patrimonio del deudor⁽⁴⁷⁾. La *ratio* justificativa de estos privilegios se encuentra en el interés del legislador en amparar aquellos créditos que simbolizan causas dignas de protección. El privilegio no es más que un instrumento utilizado para la consecución de determinados fines específicos, tutelando bien al acreedor de una relación crediticia, bien al propio deudor, como es el caso de amparar determinadas necesidades humanitarias, bien a una determinada relación contractual digna de especial tutela o amparo, o bien los privilegios que tutelan los intereses públicos, como por ejemplo el privilegio de los créditos tributarios a favor de la provincia o del municipio no contenido en el art. 1923.1 CC (art. 71 LGT), o los créditos por cuotas de la Seguridad Social, recargos o intereses. A su vez, los privilegios especiales son aquellos que recaen sobre bienes concretos del patrimonio del deudor, muebles o inmuebles. Obviamente su realización sobre bienes individualizados los aproxima a las garantías reales, pues apenas hay diferencia entre la preferencia asociada a las garantías reales convencionales con los privilegios especiales⁽⁴⁸⁾. Y es precisamente en esta dualidad de privilegio general-específico donde carga sus fuerzas la nueva Ley concursal.

Deben por tanto eliminarse todas aquellas rémoras o privilegios que fueron fruto de determinados condicionantes de un momento socio-económico concreto, pues lo cierto es que hoy resulta difícilmente explicable el carácter privilegia-

(45) En esta línea argumentativa insiste GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 492, puesto que los negocios por los que se crea una causa de preferencia no están tutelados por el principio general de respeto a la autonomía de la voluntad, ya que, por esencia, son negocios en perjuicio de terceros.

(46) En este sentido POTTSCHMIDT/ROHR, *Kreditsicherungsrecht*, cit., p. 308, hablan de una pérdida de funcionalidad del *Insolvenzverfahrens*, a la vez que de un desvalijamiento —*Ausplünderung*— de los bienes de la empresa.

(47) Vid. por todos DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 754. También GULLÓN, Comentario art. 1921, en *Comentarios del Código Civil*, II, Madrid, 1993, p. 2065.

(48) Conforme GULLÓN, Comentario art. 1921 CC, en *Comentarios...*, XXIV, p. 689.

do de los créditos del asegurador, o los escriturarios, o los intervenidos por fedatarios por este mero evento, y máxime cuando se ha demostrado que la *ratio* de este carácter privilegiado no ha respondido a una determinada opción político-jurídica, sino a la inercia y trasiego histórico que los han mantenido en vigor despreocupándose de hallar una justificación⁽⁴⁹⁾. El acreedor que otorga crédito al deudor tiene interés en conocer con certeza tanto que la cosa sobre la que se constituye la garantía real pertenece al deudor como que sobre ésta no recaen ya otros derechos de garantía, o, si existen, determinar cuál es su alcance⁽⁵⁰⁾.

IV. LOS CRÉDITOS PRIVILEGIADOS EN LA LEY CONCURSAL

La nueva LEY CONCURSAL, aparte de poner fin a la anacrónica, dispersa y obsoleta situación de nuestro ordenamiento concursal dentro de sus homónimos europeos, y sobre todo cuando tanto en el ámbito europeo como en el norteamericano se están plasmando reformas de entidad, asienta como eje vertebrador del sistema de créditos el principio de universalidad del concurso, alrededor del cual se estructura todo el esqueleto y armazón a la vez del sistema prelativo que va a regir frente a todos y cualesquiera acreedores concursales⁽⁵¹⁾. Se procede a una doble integración universal tendente a impedir que ningún acreedor pueda actuar al margen del procedimiento concursal y que ningún bien se detraiga de la masa⁽⁵²⁾. Todos los acreedores son acreedores concursales y no concurrentes, como otrora era susceptible de diferenciarse. Se quiere *a priori* tratar de evitar todo atisbo que pueda desvirtuar la esencia misma del procedi-

(49) Vid. sobre estos extremos ALONSO LEDESMA, “La clasificación de los créditos en el concurso”, *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001*, VV.AA., Madrid, 2002, p. 189.

(50) El mayor o menor coste en la obtención de esta información es un factor determinante de las posibilidades de expansión del crédito mediante la utilización de las garantías reales. Vid. BAIRD, “Notice filing and the problem of ostensible ownership”, *J. Legal Stud.*, 1983, pp. 53-67, justifica el sistema de publicidad de las titularidades reales en la idoneidad del mismo en la efectiva reducción de los costes de determinar las titularidades reales teniendo presentes los propios costes del sistema.

(51) Como bien señala PULGAR EZQUERRA, “El presupuesto objetivo de apertura del concurso de acreedores”, en *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal* [GARCÍA VILLAYERDE et. al. (Dirs.)], Madrid, 2003, pp. 55-135, p. 57, la reforma acometida recoge las más recientes tendencias generalizadas en el marco del Derecho comparado, optándose acertadamente por la “gran reforma” o reforma a fondo institucional de todo el sistema concursal, frente a una mera “reforma técnica” consistente en mejorar las instituciones existentes.

(52) Terminología acuñada por el profesor ROJO respecto del Anteproyecto de 1983: “Las opciones del Anteproyecto de Ley Concursal”, *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal*, RFDUC, 1983, 8, pp. 104 ss., p. 107; Conforme ALONSO LEDESMA, “La clasificación de los créditos”, cit., p. 181.

miento concursal, que no es otro más que el principio de concursalidad o universalidad. Como es obvio ante esta inicial declaración programática de intenciones nada hay que podamos achacar, mas la praxis tiene la última palabra. De este modo, una vez declarado el concurso, todos y cada uno de los acreedores del deudor, con independencia de su nacionalidad, domicilio, y sobre todo condición, quedan integrados en la masa pasiva del concurso, con las excepciones de regímenes especiales aplicables al concurso de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras (Disposición Adicional Segunda). Merece un pequeño inciso el contenido de esta Disposición, pues a pesar de la inocencia que a primera vista pudiéramos pensar de su enunciado, esconde en realidad una cierta argucia del legislador que lleva a cabo una sustancial modificación del régimen concursal especial que protege distintos aspectos de los mercados de valores, operaciones de repos y formas de financiación como el *factoring* ⁽⁵³⁾. Y es que la Disposición, cuando establece que se aplicarán en los concursos de las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes de los sistemas de compensación y liquidación de valores, las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, *olvida* que *a sensu contrario* debemos interpretar que no se aplicarán en los concursos de las demás personas físicas o jurídicas.

Lo mismo sucederá con la *masa activa* de bienes y derechos, integrada por todos los existentes en el patrimonio del deudor en la fecha de la declaración, pero por supuesto, como no podía ser de otra forma, también por todos aquellos que se reintegran al mismo o los que adquiera hasta la conclusión del procedimiento, sin que en principio, y salvo lo que veremos posteriormente, quepa separar los bienes afectos a la satisfacción de determinados acreedores como era el caso de lo que hasta el momento presente acontecía y banalizaba en suma el principio de universalidad. Estos acreedores podrán satisfacerse, eso sí con cargo a los bienes afectos, pero siempre dentro del concurso. De este modo, y gracias a la integración de todos los acreedores tanto ordinarios como no, se impide el inicio de ejecuciones singulares, así como el seguimiento de apremios administrativos o tributarios, salvo en los que ya hubiere recaído providencia de

(53) Especialmente críticos son DÍAZ RUIZ/RUIZ BACHS, “Efectos indeseables de la nueva ley concursal sobre el sistema financiero”, *La Ley*, n.º 5825, de 16 de julio de 2003, pp. 1 y ss., quienes señalan como los efectos de la medida, aparte de ser contraria a las directivas comunitarias, pueden ser devastadores, pues generan una enorme inseguridad jurídica y eliminan una serie de protecciones cuya finalidad no era en general privilegiar a un determinado sector de nuestra economía en contra de otros, sino aislar y proteger al sistema financiero y los mercados de valores contra los riesgos sistémicos y una inseguridad jurídica latente que podría potencialmente hacer quebrar el propio sistema.

apremio con fecha anterior a la declaración del concurso. Se enervan además todas las actuaciones que se estuviesen tramitando una vez que se declare el concurso.

Lo novedoso es que, si bien estas actuaciones se predicaban y afectaban únicamente a los ordinarios, también afectarán a partir de ahora a los acreedores con garantía real y a los titulares dominicales de bienes con fines de garantía. [Como excepción, los titulares de créditos con privilegios sobre los buques y las aeronaves (artículo 76.3) podrán separar estos bienes de la masa activa del concurso mediante el ejercicio, por el procedimiento correspondiente, de las acciones que tengan reconocidas en su legislación específica]. Si de la ejecución resultare remanente a favor del concursado, se integrará en la masa. Estamos ante un supuesto de auténtico privilegio procesal de ejecución separada que permite a estos acreedores poder ejecutar la garantía con independencia del concurso y con arreglo a su propia y específica normativa. Algo que por lo demás no es nuevo, ya que así se recogió también en el Anteproyecto de 1983 mas no en la Propuesta de 1995, como tampoco lo es en el panorama internacional donde se prevén legislaciones específicas de privilegios especiales que recaen sobre los buques y aeronaves ⁽⁵⁴⁾. Sí es criticable empero, en la nueva Ley, la vigencia de la sanción de pérdida de sus derechos a estos acreedores, así como su sometimiento a la clasificación y graduación de créditos que establece la Ley Concursal si no ejercitan esos derechos de ejecución separada que la Ley les brinda en su debido tiempo, si bien no se especifica en ningún momento en qué plazo han de ejercitarlo ⁽⁵⁵⁾.

No cabe duda que de este modo el legislador ha reconocido unos derechos de ejecución separada que pueden resultar infructuosos a la hora de ejercitarlos. Téngase en cuenta que a su vez en el Anteproyecto se mantenía que también se separarán de la masa activa del concurso las cantidades correspondientes a retenciones tributarias y de seguridad social llevadas a cabo por el concursado en cumplimiento de una obligación legal (artículo 75.3.º y 4.º del Anteproyecto). El legislador alteró no sólo esta redacción sino incluso la conceptualización del mismo, pasando a considerarlas dignas de protección a través de un privilegio

(54) Como bien señala ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, cit., p. 368, esta solución merece total aprobación... sin que se permitan suspensiones o paralizaciones del derecho real de garantía en que el privilegio consiste dado su breve plazo de caducidad.

(55) Vid. nuevamente ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, cit., p. 368, para quien resulta incomprensible esta sanción, dada sobre todo la esencial movilidad del buque y de las aeronaves, lo que hace posible que, declarado el concurso, no pueda procederse durante un período de tiempo más o menos largo al embargo del buque o de la aeronave, que es la forma de ejercicio del derecho de garantía.

general (artículo 91.2 de la Ley Concursal). Se altera la concepción de estas cantidades retenidas que ahora ya no se consideran como depósito reivindicable sino, más correctamente, como deuda y, por tanto, como un crédito a favor de la Hacienda y de la Seguridad Social que pasa a tener, eso sí, carácter privilegiado⁽⁵⁶⁾. Cuestión esta que si bien resulta más comprensible desde una óptica dogmática y conceptual, no lo es tanto desde la coherencia que debería haberse predicado en todo momento de la nueva Ley, por lo que no se termina de comprender demasiado bien el empeño en privilegiar, una y otra vez, el crédito público.

Si *a priori* se parte de una paralización de la ejecución de las garantías esta se hace depender de dos vicisitudes, en un claro intento de aunar el respeto de una causa de preferencia negocial con los intereses del concurso: así, de un lado, se ha de distinguir si las actuaciones de la ejecución de una garantía se han iniciado o no antes de la declaración del concurso, y de otro si los bienes sobre los que recae la preferencia creditual están o no vinculados a la actividad empresarial, pues no en vano uno de los paradigmas de la ley es la conservación y viabilidad de la empresa. Pero las limitaciones son claras. Así en caso de que un acreedor con garantía pretenda ejecutarla, la declaración de concurso impide que se inicie la ejecución en tanto no se negocie un convenio cuyo contenido no afecte al ejercicio de ese derecho o transcurra un año desde la fecha de la declaración sin que se hubiere procedido a la apertura de la liquidación (vid. artículo 56). Si las actuaciones ya se iniciaron en ejercicio del derecho de ejecución de una garantía real se suspenderán desde que la declaración concursal conste en el correspondiente procedimiento y podrán reanudarse en los supuestos que establece el art. 56.1; se exceptúa el caso en que al tiempo de la declaración de concurso estuviesen publicados los anuncios de subasta del bien o derecho afecto y la ejecución no recaiga sobre bienes afectos e inherentes al tráfico empresarial o comercial, actividad profesional, mercantil o industrial, así como los afectos al proceso productivo (vid. artículo 56.2). Si por el contrario se trata de ejecución de bienes no afectos a actividades vinculadas al proceso productivo, las acciones se substancian hasta que tenga lugar la realización de los bienes, pero se suspende la tramitación posterior.

No es nuestra intención entrar ahora a criticar o no esta solución. Ahora bien, no se entiende demasiado bien por qué si se permite la posibilidad de ejecución, no paralizándose ésta al ser bienes no afectos ni la actividad ni la productividad empresarial o comercial, no se lleva a sus últimas consecuencias permitiéndose el reparto de lo obtenido con la realización en vez de optar como

⁽⁵⁶⁾ Vid. en este punto ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa activa”, cit., p. 379.

hace el proyecto por su suspensión⁽⁵⁷⁾. Parece que ahora sí en nombre de ese difuso y abstracto que no absoluto principio de la *par condicio creditorum* se obliga a los acreedores reales a una obligada y limitada espera —pequeño sacrificio— evitando que dicha ejecución pueda perjudicar soluciones beneficiosas para los intereses del concurso —si es que las hubiere—. La limitación en este tipo de ejecuciones merece nuestros plácemes, pues sólo así se puede lograr esa doble integración universal que, en definitiva, es uno de los ejes de la reforma (arts. 48 y 75 del Proyecto). Si se continuaran permitiendo estas ejecuciones separadas la sangría tanto de la masa pasiva pero, sobre todo, de la activa, difícilmente lograríamos la colectivización del detrimento patrimonial —deficitario— sobre la base del principio de la comunidad de pérdidas. Se evita *a priori*, porque no será en todos los supuestos (—véase el artículo 76.3, que recoge cuando menos un privilegio procesal de ejecución separada a favor exclusivamente de los titulares de créditos con privilegios sobre buques y aeronaves⁽⁵⁸⁾—), que unos acreedores vean satisfechos sus derechos en detrimento de otros que sí se ven atados por el procedimiento concursal. Se les niega el privilegio procesal, no el de la ejecución de unos bienes afectos en garantía que servirán para la satisfacción de la obligación garantizada incumplida. Se cierra el paso a una ejecución hipotecaria fuera del procedimiento concursal⁽⁵⁹⁾. Es de esperar que ciertos acreedores profesionales, como las entidades de crédito, endurezcan ante este hecho las condiciones de los créditos. Otro problema que se debe atajar o cuando menos aclarar dada la deficiente técnica legislativa que abrazó todo el Proyecto, y en este caso incluso contagió a la nueva Ley, viene dado a la hora de cotejar el privilegio hipotecario con el dictado del artículo 97.2 que en realidad introduce una nueva causa de extinción y de cancelación legal de la hipoteca, amén de las que se recogen en el artículo 70 de la LH. En este artículo y como consecuencia de la subordinación, esto es, como conse-

(57) En análogo sentido ALONSO LEDESMA, “La clasificación de los créditos”, cit., p. 182; PULGAR EZQUERRA, “El acreedor hipotecario en el anteproyecto de Ley concursal de 2001”, AC, XXXII, 2002, p. 679.

(58) La justificación a dicho privilegio se sitúa en el respeto al régimen específico de privilegios especiales que tanto en la legislación nacional como internacional recaen sobre buques y aeronaves y que no admite paralizaciones o suspensiones en la ejecución del derecho de garantía dado su breve plazo de caducidad. Conforme ALONSO LEDESMA, “La clasificación de los créditos”, cit., p. 186; PULGAR EZQUERRA, “El acreedor hipotecario”, cit., p. 682.

(59) Durante el tiempo que transcurra desde la paralización de la garantía o subsista en su caso la suspensión de la ejecución iniciada antes de la declaración del concurso, el administrador judicial podrá, con arreglo al artículo 154, o bien atender al pago íntegro del crédito con privilegio especial y, por tanto, hipotecario, con cargo a la masa sin realización de los bienes garantizados, en cuyo caso habrán de satisfacerse de inmediato la totalidad de los plazos de amortización e intereses vencidos, asumiendo la obligación de atender los sucesivos como créditos contra la masa; o bien podrá solicitar del juez la enajenación de bienes afectos a créditos con privilegio

cuencia de que el acreedor está especialmente relacionado con el deudor y siempre que no impugnare en tiempo y forma esta calificación, el juez puede dictar auto declarando extinguidas las garantías de cualquier clase constituidas a favor de los créditos de los que el acreedor fuere titular. A nuestro juicio es censurable adoptar una solución tan drástica, porque no hay que presumir sin más que por estar especialmente relacionado existe ya una mayor predisposición a confabularse o maniobrar fraudulentamente con el mutuo acuerdo del deudor. Este automatismo en calificar a estos acreedores como subordinados y al mismo tiempo extinguir la garantía puede ser un enorme foco de inseguridad jurídica e inestabilidad entre los acreedores. No obstante se cura en salud el legislador y trata con doble rasero a los acreedores, de modo que si el acreedor es un profesional del sistema financiero no le afectará esta extinción. ¡Como si no pudieran estar relacionados los directivos o ejecutivos con el deudor! “Pero hombre, si tienes un apuro recurre a la familia antes que a un extraño”, no parece, ni mucho menos, una presunción descabellada y, por tanto, merecedor de semejante subordinación. Por qué si un consocio, un administrador o un familiar ofrecen una similar oportunidad de financiación y, en ocasiones notablemente menos onerosa que la financiación externa de una entidad de crédito han de relegarse sus créditos siempre bajo el estigma de la sospecha de esconder ciertas connivencias o presuntas inteligencias defraudatorias. No cabe albergar duda alguna que esta solución automática extintiva elimina la posibilidad de acuerdos extraconcursales a la crisis. Pensemos no en el deudor empresario, sino el comúnmente llamado hasta la nueva Ley deudor de derecho civil al que también le afecta ahora una única legislación concursal, ¿a quién pediría ayuda financiera aparte de una entidad de crédito? Lo lógico es que sea a un familiar o a un amigo, ¿es que acaso por estar especialmente relacionado con el deudor, padre e hijo por ejemplo, no le puede socorrer financieramente? A nuestro juicio la mejor solución es aligerar este automatismo y eliminar su contundencia excluyendo de la subordinación aquellos créditos con garantía real de los que fueran titulares personas relacionadas con el deudor y siempre que no se demuestren inteligencias o maniobras fraudulentas ⁽⁶⁰⁾. Basta con la

especial con subsistencia del gravamen y la oportuna subrogación del adquirente en la obligación del deudor, o solicitar dicha enajenación sin subsistencia del gravamen, en cuyo caso el precio obtenido con la enajenación se destinará al pago del crédito privilegiado y, en el remanente, si lo hubiere, al pago de los demás créditos. La realización de bienes y derechos afectos con privilegio especial durante la tramitación del concurso se hará en pública subasta, salvo que el juez, a solicitud de la administración judicial y previa audiencia del concursado y el acreedor privilegiado, autorice la venta directa.

⁽⁶⁰⁾ Este es el sentir además del Consejo Económico y Social, en el dictamen que ha emitido sobre el Anteproyecto de 7 de noviembre de 2001, p. 11; también PULGAR EZQUERRA, “El acreedor hipotecario”, cit., p. 687.

posibilidad de ejercitar esas acciones rescisorias siempre y cuando se demuestre el carácter fraudulento a la hora de constituir o ampliar o incluso sustituir las garantías. Pero no partamos sin más de una presunción *iuris et de iure* porque puede conducir a daños mayores, no para el patrimonio del deudor sino para el de quienes sí son solventes y no tienen culpa alguna ⁽⁶¹⁾. Demuéstrese que en ese momento el deudor no tenía capacidad de pago y que el acreedor era consciente y conocedor de esa situación y presúmase únicamente *iuris tantum* que el acreedor especialmente relacionado con el deudor conocía esa vicisitud ⁽⁶²⁾.

Lo que sí nos interesa desde luego es abordar la clasificación de los créditos y sus clases. No es un secreto que toda reforma concursal debe cimentarse, al menos en su sima que no en su umbral, de un intento al menos de conseguir, aunque sólo sea intencionalmente, una igualdad de trato entre los acreedores. No cabe duda que todo intento de clasificación de los créditos es la cuestión central pero también más compleja y harto difícil de toda legislación concursal que tiene en su horizonte el objetivo de una igualdad de tratamiento entre los acreedores. Esto obviamente no significa un trato de absoluta igualdad a todos los acreedores, sino más bien que lo justo es tratar en pie de igualdad a aquellos que sean iguales, y en pie de desigualdad a los que de suyo sean desiguales ⁽⁶³⁾. Pues poca sería la justicia material si damos un tratamiento paritario a todos los acreedores del concurso. Una cosa es la *par condicio creditorum* y otra tratar igualitariamente a quien de suyo tiene un derecho preferente, ya de origen negocial, ya legal, que le atribuye una mejor posición. Si bien en la Exposición de Motivos se parte de un axioma de reducción drástica, “*poda de privilegios*” —lo cual simplemente es seguir la senda trazada ya por otros ordenamientos europeos de nuestro entorno—, ésta no se lleva a sus últimos extremos (ni

(61) Muy crítica con los planteamientos del art. 96 ALONSO LEDESMA, cit., p. 198 ss.

(62) Este es el régimen por el que opta el ordenamiento alemán (parágrafo 130 *InsO*): “Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die einem Insolvenzgläubiger eine Sicherung oder Befriedigung gewährt oder ermöglicht hat, ... (3) Gegenüber einer Person, die dem Schuldner zur Zeit der Handlung nahestand (art. 138), wird vermutet, daß sie die Zahlungsunfähigkeit oder den Eröffnungsantrag kannte”.

(63) Como bien señala ALONSO LEDESMA (“Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, cit., p. 359) el ideal de distribuir las pérdidas entre los acreedores con arreglo al principio de paridad de tratamiento que tan enfáticamente se resalta desde distintas instancias no ha llegado a ser operativo en ningún momento porque el reparto a los acreedores ha sido siempre desigual. En unos casos, porque los acreedores han procurado dotar a sus créditos de alguna forma de garantía convencional...; en otros, porque ha sido el legislador el que ha otorgado a determinados acreedores una causa de preferencia.

siquiera a los iniciales) en la nueva Ley, y ello en parte porque tampoco puede hacerse, o no ha querido hacerse⁽⁶⁴⁾.

El legislador ha tomado en sus manos la *navaja de Ockham* y ha podado de entre la maraña de créditos privilegiados aquellas preferencias y adherencias un tanto extrañas y oportunistas que sólo han provocado enturbiar la *ratio* y la claridad de estos privilegios. Ha podado pero no ha prensado y calibrado demasiado lo que queda, por lo que aún escurre una concepción de los privilegios no muy destilada. A la larga se ha comprometido la razonabilidad de los privilegios, su razón de ser y, en cierta medida, también la razonabilidad de los resultados.

Así, por un lado, se van a mantener algunos privilegios vinculados a créditos que en la realidad del tráfico alcanzan el mayor montante de la masa pasiva, como son los de Derecho Público; y, por otro lado, créditos que hasta ahora se situaban en los primeros escalones preferenciales, y que en la nueva ley concursal no figuran en la lista de privilegios, se recalifican y reubican a la vez como créditos integrantes en sede de deudas de la masa —créditos que se generan en el propio procedimiento o como consecuencia del desarrollo del mismo: pensemos en los gastos de conservación y custodia, así como de administración de los distintos bienes que integran la masa activa, amén de los inmensos gastos de tramitación del procedimiento concursal. También se crearán otros privilegios cuya *ratio* y reconocimiento es harto discutible, tal es el caso del privilegio atribuido al acreedor instante del procedimiento concursal, e incluso otros como son los créditos derivados de responsabilidad civil cuyo principal riesgo es que pueden aumentar *in crescendo* la posibilidad de que los acreedores ordinarios no lleguen a cobrar.

V. LAS CLASES DE CRÉDITOS

El capítulo III de la Ley Concursal, dedicado a la determinación de la masa pasiva establece en definitiva la distinción entre créditos contra la masa, crédi-

(64) Como intención de objetivos programáticos la Exposición acierta de lleno en la reducción de los privilegios, pero una cosa es la intención y otra la realidad. Sirva como botón de muestra la actuación inicial en el Anteproyecto de la Comisión de Codificación que limitaba la cuantía de los privilegios de las Administraciones en un 10% de la cuantía del pasivo. Por arte de magia el texto que hace suyo el Gobierno elevó al 50% el límite de los privilegios generales de la Hacienda y de la Seguridad Social. Afortunadamente en la presentación del Proyecto se ha tenido un criterio algo más racional, eliminándose el término *del pasivo*. No tiene desperdicio la crítica que hace en este punto a la Exposición de Motivos GUILARTE GUTIÉRREZ, “Los créditos privilegiados en el nuevo sistema concursal”, *Lex Nova La Revista*, noviembre-diciembre, 2001, p. 5.

tos concursales y créditos subordinados. El artículo 89.1 de la Ley señala que los créditos incluidos en la lista de acreedores se clasificarán a efectos del procedimiento concursal, en privilegiados, ordinarios y subordinados; siendo los primeros además susceptibles de desglosarse en créditos con privilegio especial, esto es, aquéllos que recaen sobre unos bienes o derechos determinados y específicos del deudor, y créditos con privilegio general, a saber, aquellos que se ejercen sobre la totalidad del patrimonio del deudor concursado. La ley parte en suma de una distinción nítida entre causas de preferencia especiales y generales, que también proyecta a la hora de graduar dichos créditos, estableciendo los artículos 155 y 156, relativos al pago de los créditos, la prevalencia de las causas de preferencia o privilegio especiales sobre las causas de preferencia generales, de modo que el acreedor que tiene un derecho de preferencia limitado a un bien determinado entre aquellos que forman la masa activa de bienes del deudor han de cobrar sus créditos con cargo a los bienes afectos a ese privilegio especial. Por su parte los acreedores con privilegio general cobrarán o se atenderán al pago sus créditos, una vez se deduzcan de la masa activa los bienes y derechos necesarios para satisfacer los créditos contra la masa y con cargo a los bienes no afectos a privilegio especial o al remanente que de ellos quedase una vez pagados estos créditos. En suma, se articula un doble escalón de privilegios en el que priman los especiales y, en un segundo nivel, los privilegios generales que en buena medida quedan a expensas del remanente que exista en la masa activa una vez satisfechos los créditos contra la masa y los créditos con privilegio especial.

1. Créditos contra la masa

Una de las claves de toda la arquitectura de un procedimiento concursal se centra en el interés que presenta la determinación de los gastos del concurso que deben ser satisfechos de forma preferente sobre los créditos concursales. Por todos es conocido que, en la actualidad, los procedimientos concursales existentes, suspensión de pagos y quiebra especialmente, son procedimientos excesivamente onerosos y en los que el pago de los gastos de sustanciación del propio procedimiento devoraban buena parte de la masa activa y, con ella, la mayor parte de las expectativas, pobres expectativas, que generaba el procedimiento para los acreedores, sobre todo para aquellos que carecían de preferencia alguna.

En principio hay que entender como créditos contra la masa todos aquellos que no sean créditos concursales y que, por tanto, no integran la masa pasiva. Se procede a una delimitación negativa o por oposición de la masa pasiva. Hasta ahora la delimitación de lo que eran créditos contra la masa era prácticamente de elaboración doctrinal y jurisprudencial, pasando con la nueva ley a obtener su consagración legal. Las deudas de la masa eran consideradas tradicional-

mente como créditos contra la masa, entre las que había que distinguir entre gastos de la masa y obligaciones de la masa. Créditos que en suma se originan con la apertura del procedimiento concursal y los subsiguientes gastos, costas y obligaciones que genera el procedimiento, razón por la cual no pueden ser incluidos entre los concursales y deben ser satisfechos con anterioridad y deducción de otros créditos⁽⁶⁵⁾.

La posición jurídica de los créditos contra la masa o, si aún se prefiere, deudas de la masa, tienen el carácter de extraconcursoales, de modo que no les son aplicables todas aquellas normas destinadas a regular el concurso de acreedores. Son asimismo créditos prededucibles, lo que significa que antes de proceder a la distribución del activo de la quiebra entre los acreedores concursales concurrentes se han de apartar las sumas correspondientes a estas deudas. Se satisfarán en su totalidad conforme vayan venciendo con prededucción, esto es, antes de proceder al reparto de cantidad alguna a los acreedores concursales que sí se sujetan en mayor medida a las resultas y vicisitudes del procedimiento. Es cierto que el incremento de este número de créditos contra la masa puede minorar las expectativas de satisfacción de los acreedores ordinarios, pero quizás uno de los problemas que el legislador no ha tenido en cuenta es que entre los créditos contra la masa se incluyen créditos surgidos con anterioridad al inicio del procedimiento concursal. Estos créditos, si no queremos desnaturalizar su clasificación y en aras de una mínima coherencia, deberían conceptuarse como créditos concursales, como no de otro modo debería considerarse a los “créditos por salarios de los últimos treinta días de trabajo anteriores a la declaración del concurso y en cuantía que no supere el doble del salario mínimo interprofesional”, lo que en definitiva consagraba, y todavía consagra hasta la entrada en vigor de la Ley Concursal, el viejo artículo 32.2 del Estatuto de los Trabajadores y que ahora se recoge en sede de créditos contra la masa en el artículo 84.2.2 de la Ley Concursal. Por si fuera poco, estos créditos, a diferencia de los restantes que configuran o se concretan como deudas de la masa, habrán de satisfacerse no a su vencimiento sino de un modo inmediato. Por otra parte, otra crítica que merece finalmente la Ley Concursal en sede de créditos contra la masa es en cierto sentido el ostracismo a que somete algunos de aquellos créditos que se suscitan como gastos de la administración del concurso, en especial la preterición que se lleva a cabo con las retribuciones de los administradores concursales y los honorarios de los expertos independientes a los que fuere necesario consultar (piénsese en determinados expertos y asesores como contables, actua-

(65) Como señalan URÍA/MENÉNDEZ/BELTRÁN, en *Uría-Menéndez, Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2001, p. 968, no se trata en realidad de verdaderas deudas de la masa, sino de *nuevas deudas del quebrado* nacidas regularmente a lo largo del procedimiento concursal para hacer posible su desarrollo.

rios, auditores, etc., cuyo concurso puede ser necesario y deseable para obtener la imagen más fiel posible de lo que queda del patrimonio del deudor). Créditos estos que explícitamente sí se recogían en el Anteproyecto y ahora se deberán entender incluidos por remisión en la cláusula cajón de sastre o de cierre del artículo 84.11 de la Ley cuando señala “*cualesquiera otros créditos a los que esta Ley atribuya expresamente tal consideración*”⁽⁶⁶⁾.

Quizás el tenor del artículo no es el perfecto, dando la sensación de un deliberado y apriorístico desorden sistemático del precepto mismo, así como el tratamiento *sui generis* que hace de estos créditos, aparte quizás de su excesiva y farragosa numeración. No casa bien que precisamente estos créditos encabecen el capítulo destinado a la determinación de la masa pasiva, cuando lo que caracteriza a esas deudas, es, sobre todo, el hecho negativo de no formar parte de la masa pasiva, ya que son extraconcursales, siendo lo razonable de esta numeración regulatoria se hubiese ubicado entre los preceptos atinentes a la determinación de la masa activa, ya que, siendo pagadas como lo son con preferencia y con cargo a esta masa, implican indefectiblemente su reducción. Lo cierto es que algunos de los créditos que tradicionalmente se han entendido encuadrables en esta categoría de créditos son olvidados o preteridos, pero por el contrario otros, que encajen mal y a la fuerza en el puzzle de los créditos contra la masa se incluyen contra viento y marea, careciendo de las mínimas características comunes de que gozan este tipo de créditos.

Asimismo la Ley ha corregido el criterio que a nuestro juicio erróneamente mantenía el Proyecto de considerar como créditos subordinados a aquellos créditos que se otorgaban para financiar el plan de viabilidad de la empresa. Créditos que en definitiva se habrían de satisfacer una vez pagados todos los créditos privilegiados y ordinarios.

2. Privilegios especiales

- A) Créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda con desplazamiento

En la enumeración que realiza el artículo 90 de los créditos con privilegio especial destaca sobremedida la inclusión de prácticamente todo el espectro de garantías reales que conoce nuestro ordenamiento e incluso nuestra práctica,

⁽⁶⁶⁾ En el mismo sentido ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, cit., p. 365.

dado que en el supuesto de la prenda de créditos, de marcada impronta práctica y jurisprudencial, es esta la primera vez que viene a reconocerse en sede legal. Es cierto que quizás la Ley Concursal ha perdido una buena ocasión para desterrar algunas garantías tan obsoletas como desconocidas en la praxis, mas también es cierto que quizás no es cometido de esta Ley tamaña injerencia en el Derecho patrimonial. En el párrafo 1 punto 1.º del artículo 90 la Ley señala como créditos privilegiados los garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, sobre los bienes hipotecados o pignorados. Una mínima crítica a este elenco de garantías viene por la permanencia todavía de las hipotecas legales, así como las hipotecas legales tácitas que explícitamente sí se reconocen en el párrafo 2 *in fine* del citado artículo ⁽⁶⁷⁾. Amén de ser un mero residuo histórico pocas son las razones que puede esgrimirse a favor de la pervivencia de estas garantías, que cuando menos, no deberían de haber gozado de semejante tratamiento prelativo, pues su justificación como tales preferencias carece de una congruente racionalidad.

Incluye además la Ley dentro de estos privilegios dos tipos especiales de prenda, la que se constituye sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta, ya sean acciones u obligaciones, o cualquiera otro tipo de valores, no se dice que sean negociables, con lo cual el abanico debe abrirse a todo instrumento o activo financiero que como forma de representación sea el de las anotaciones en cuenta y que sobre el mismo penda una garantía real prendaria. Es cierto que en la práctica crediticia una de las garantías más dinámicas y de mayor cuantía en cuanto a activos viene constituida por la prenda de acciones, y especialmente si estas están admitidas a negociación bursátil; una prenda que tiene unas peculiaridades constitutivas específicas y que en buena medida se atemperan en función de si cotizan o no esas acciones, exigiéndose mayores o menores requisitos y sobre todo comunicaciones en los sistemas de registro de doble escalón que han de llevar las entidades adheridos a los sistemas de com-

(67) Crítica este hecho también GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 229, quien no ve su cabida en un sistema moderno de garantías reales.

pensación y liquidación de valores en exclusiva si no son valores admitidos a negociación, o compartidas si se produce esta última vicisitud ⁽⁶⁸⁾.

B) Prenda de créditos

Asimismo la Ley acoge y reconoce en sede legislativa por vez primera la prenda de créditos, cual privilegio especial para el que no exige siquiera la forma pública que preconiza el artículo 1865 CC, bastando con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados. A nuestro juicio esta es una inclusión tan correcta como necesaria, si bien la principal crítica que se ha hecho a la prenda de créditos viene por aquellos que se oponen a que se instaure una forma de garantía real sin ninguna medida de publicidad ⁽⁶⁹⁾.

En cierto modo a medida que las necesidades del tráfico han demandado nuevas figuras, el catálogo de garantías reales ha ido ampliándose y perdiendo rigidez en aras de facilitar crédito allí donde las tradicionales figuras de garantía carecían de eficacia. Este hecho, unido a la libertad contractual de garantizar las obligaciones con créditos activos, ha ido forzando las normas de derecho común, que sólo regulaban una prenda corpórea ⁽⁷⁰⁾. No es menos cierto, además, que el tratamiento actual de la prenda de créditos se circunscribe, sobre todo en la jurisprudencia, a créditos derivados de depósitos bancarios. Aunque también proliferan aquellas prendas de crédito que se consideran *de iure* implícitas en las prendas posesorias o hipotecas inmobiliarias cuando la cosa garantizada se extingue, se daña o se pierde, correspondiendo a su titular un derecho de subrogación sobre un crédito de dinero. Pensemos en supuestos

(68) Sobre todos estos extremos tanto constitutivos como de funcionamiento del sistema me remito a VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002. Vid. además SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, pp. 176 y ss.; MEJÍAS GÓMEZ, *Prenda de acciones*, Elcano, 2002; sobre la posibilidad de constituir prendas rotatorias o sustitutivas de valores y prendas sobre valores internacionales me remito nuevamente a VEIGA COPO, “La prenda internacional de valores”, *Aranzadi Civil Mercantil*, 2001, n.º 32, pp. 1 y ss.; ídem., “Prenda *omnibus*, prenda rotativa de acciones y garantía flotante”, *RDBB*, 2001, n.º 82, pp. 33 y ss., especialmente p. 51, cuando se proyecta sobre una cartera de valores.

(69) Vid. sobre todo GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 229.

(70) LACRUZ, *Elementos de derecho civil*, III-2.º, Barcelona, 1991, p. 307 (existe nueva edición en Dikynson, revisada por LUNA SERRANO, Madrid, 2001, p. 212).

de prolongación de la garantía en forma de prenda de crédito resultante de la enajenación de la cosa autorizada por el vendedor⁽⁷¹⁾.

El Código Civil ni regula ni menciona la prenda de créditos, con lo que es evidente la no previsión de la posibilidad de que pueda constituirse una prenda sobre créditos. Esta ausencia de regulación afecta únicamente a las operaciones de garantía sobre derechos de crédito no incorporados a títulos valores y sometidos al derecho común⁽⁷²⁾. El Código se aparta de una singular tradición jurídica castellana, pues ya en las Partidas se recogía la prenda de créditos⁽⁷³⁾. La prenda de créditos se concebía como una cesión de la *actio utilis*, ya que sólo se permite al acreedor pignoraticio exigir al deudor el cumplimiento de la deuda y, por tanto, cobrar su importe, judicial o extrajudicialmente, como lo haría el deudor pignorante titular de la acción⁽⁷⁴⁾. La realidad no ha sido otra que una deliberada pretensión de desterrar o extrañar esta figura de nuestro derecho.

La admisión de un crédito como objeto de un derecho real de garantía no vulnera la restrictiva exigencia del desplazamiento posesorio del artículo 1863 CC, cuya finalidad es tanto velar por la efectividad de la garantía como llevar a cabo una función de publicidad. Situados en un plano meramente causal, este

(71) Sobre la prolongación de las garantías así como las garantías encadenadas ya tuvimos ocasión de pronunciarnos en VEIGA COPO, “Prenda *omnibus*, prenda rotativa de acciones y garantía flotante”, cit., p. 73.

(72) En Cataluña se ha regulado expresamente la prenda de créditos en la Ley de garantías posesorias sobre cosa mueble (22/1991, 29 de noviembre). El contenido de esta Ley ha sido modificado parcialmente en su régimen y se han ampliado las modalidades de garantía real con la nueva Ley de derechos reales de garantía de 5 de julio de 2002, 19/2002. Sobre la prenda de créditos ya tuvimos ocasión de manifestarnos tanto en VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, cit., p. 95. Como más recientemente en VEIGA COPO, “Prenda de créditos y negocios fiduciarios —venta en garantía—”, *RDBB*, n.º 89, 2003, pp. 57-126; ídem, “La pignoración de un seguro de crédito y la necesidad del consentimiento de la aseguradora”, *RDBB*, n.º 91, 2003, pp. 281-318.

(73) Partida 5.ª, Tít. 13, Ley 2, que bajo la denominación “Qué cosas pueden ser dadas en peños” señalaba: “Otro si dezimos, que todas las deudas, que deuan a un ome que las puede empeñar a otro, con todos los derechos que ha en ellas”.

(74) El Proyecto de 1851, que tomó como modelo los arts. 2075 y 2081 del código francés, recogió expresamente la prenda de créditos, en los arts. 1774.2 y 1777; sin embargo el anteproyecto de 1882-1888, que debía basarse en dicho proyecto, no recogió la misma normativa, sino una semejante a la que existe hoy. El hecho de que el artículo 1864 del Código Civil no haga expresa referencia a la aptitud de los derechos para ser susceptibles de ser dados en prenda no supone un obstáculo insalvable en aras de admitir la validez de tal construcción. Si la finalidad a la que atiende el derecho de prenda es la obtención de un valor sobre el que, en su caso, se satisfaga el crédito garantizado, esto hace suponer en suma una sujeción directa e inmediata al cumplimiento de una obligación bajo el poder del acreedor pignoraticio y con eficacia *erga omnes*.

desplazamiento pretende crear un estado de hecho tal, que obstaculice la posibilidad de una disposición material por parte del constituyente de la garantía. La alternativa que ofrece nuestro ordenamiento en sede de créditos como mecanismo que supla aquel traslado físico de efectiva desposesión es la notificación al deudor del crédito ahora pignorado. La notificación se erige así en el mecanismo idóneo para situar al acreedor en una posición similar a la que ostentaría en el caso de que la prenda recayera sobre una cosa corporal, cumpliendo al mismo tiempo el papel de publicidad de las garantías, si bien éste puede ser cuestionado en cuanto a su eficacia ⁽⁷⁵⁾.

La notificación, como la desposesión, tiene la función de proteger el derecho de preferencia del acreedor ante posibles maniobras fraudulentas del deudor ⁽⁷⁶⁾. En cierto sentido, se desvanece la protección que al deudor del crédito cedido le confiere el artículo 1527 CC. Tras la notificación del negocio celebrado al deudor del crédito pignorado, éste no podrá liberarse de su deuda desconociendo el derecho del acreedor pignoraticio, ni pactar alteraciones con el constituyente de la garantía que perjudiquen los derechos de aquél ⁽⁷⁷⁾.

(75) A favor de la notificación como requisito que suple la desposesión, entre otros, ALBALADEJO, *Derecho*, III-2, cit., p. 253; ROSENDE HONRUBIA, “La prenda de créditos”, *RCDI*, 1927, pp. 563 ss.; DÍEZ PASTOR, “Notas acerca de la naturaleza y contenido de la subhipoteca”, *RDCI*, 1930, p. 440 ss.; CAPO BONNAFOUS, “Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos”, *RCDI*, 1931, p. 293. Si bien académicamente pignoración y compensación son figuras muy alejadas, lo cierto es que en el funcionamiento de las garantías bancarias se produce un fuerte solapamiento de las mismas, “tanto en la prenda de créditos como en la irregular, se está ante figuras jurídicas que reposan sobre el mecanismo de la compensación de créditos”, vid. DÍEZ-PICAZO/GULLÓN, *Sistema*, III, cit., p. 508. Esta afirmación se hace más patente cuando acreedor y deudor pignoratícios son recíprocamente acreedores y deudores, que es la situación que se da usualmente en el ámbito bancario, vid. MARTÍN OSANTE, “Comentario a la STS de 13 de noviembre de 1999: Prenda de créditos: prenda de imposiciones bancarias a plazo fijo”, *CCJC*, 53, 2000, p. 523 ss., p. 528.

(76) Afirma EIZAGUIRRE, “Las imposiciones a plazo fijo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores. Comentario a la Sentencia de 27 de diciembre de 1985”, *RDBB*, 1987, p. 179 y ss.: “...sería cerrar los ojos a la realidad si en aras del pretendido dogma del no reconocimiento legal de la prenda de derechos se llegase a negar la posibilidad de utilizar como garantía pignoratícia los mismos derechos que antes lo eran, so pretexto de la pérdida del viejo soporte cartular... ¿por qué no admitir la pignorabilidad de un derecho de crédito si con la notificación de la constitución del gravamen se puede conseguir igual resultado?”.

(77) Como bien señala FÍNEZ RATÓN, “Comentario a la Sentencia de 19 de abril de 1997”, *CCJC*, 45, 1997, pp. 933 ss., p. 943, se notifica la garantía ya constituida, con lo que no existe dificultad alguna para la prenda de créditos futuros, que sólo devendrá eficaz cuando el crédito sobre el que recae llegue a nacer.

De lo expuesto se deduce que el derecho del acreedor pignoraticio-cesionario no es un derecho real propio porque falta un requisito esencial: la inmediatividad. El acreedor pignoraticio no tiene un poder directo e inmediato sobre el crédito, sino que necesita la colaboración tanto del pignorante como del mismo deudor cedido. Tampoco es un mero derecho personal. Podría decirse que es un derecho real impropio o un derecho personal con eficacia real. La nota que cualifica como real su eficacia es la absolutidad.

La prenda de créditos es una cesión limitada del derecho de crédito, porque el fin perseguido por las partes es asegurar al acreedor pignoraticio-cesionario el cumplimiento de la obligación de su deudor (pignorante u otra persona), afectando específicamente el derecho de crédito que éste ostenta frente a un tercero. Esta finalidad supone que el pignorante-cedente no quiere transmitir la titularidad del derecho al acreedor pignoraticio-cesionario, sino únicamente, como ocurre en los casos de prenda, transmitirle una serie de facultades que le permitan actuar sobre el tercero-deudor, como lo haría el pignorante cedente en determinados supuestos en que podría peligrar la garantía⁽⁷⁸⁾. Es una cesión de ciertas facultades del derecho de crédito, porque los derechos de crédito no son un todo único, sino que como todo derecho subjetivo está compuesto por una serie de facultades que se pueden desmembrar⁽⁷⁹⁾. Las prendas de créditos no son sino el efecto propio de los contratos de cesión de créditos en garantía⁽⁸⁰⁾. Lo que provoca que en un sistema de transmisiones patrimoniales de corte

(78) La sentencia del Tribunal de Turín de 31 de marzo de 1992, en *BBTC*, 1993-1.^a, II, p. 55, afirma: “Es evidente que en el caso de constitución en prenda del crédito no se ha transferido al acreedor pignoraticio la titularidad activa del crédito cedido en prenda, que queda en manos del cedente. El acreedor pignoraticio-cesionario es investido por tanto de la facultad de exigir el crédito al vencimiento y si el crédito consiste en una suma de dinero podrá proceder en tal momento a la compensación entre su crédito y su deuda, hasta el montante del crédito garantizado, remitiendo al cedente la diferencia. Si el crédito cedido no es de dinero, el acreedor pignoraticio deberá proceder según el art. 2803 a la venta o asignación. Al acreedor pignoraticio se le ha transferido un derecho menor y distinto respecto del crédito del deudor, derecho que contempla el *ius exigendi* con relación a este último pero no se confunden”.

(79) Conforme WILHEM, *Sachenrecht*, Berlín-Nueva York, 1993, p. 25: “*Das Pfandrecht am der Forderung ist ein separiertes Bündel von Befugnissen aus der Forderung*”. Análogamente, ARANDA, cit., p. 123.

(80) Conforme PANTALEÓN, “Prenda de créditos”, cit., p. 183. Muy crítico con esta construcción teórica de la prenda de créditos como una cesión de créditos limitada, tesis seguida fundamentalmente por PANTALEÓN, si bien muy influida por la doctrina alemana, se muestra GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 350, especialmente nota 147 *in fine*, quien censura a aquél que si lo que se defiende es la cesión fiduciaria de los derechos de crédito, debería utilizar otro tipo de argumentos y no tratar de encajar la prenda de créditos en el inadecuado marco de la cesión de créditos.

causalista como el nuestro no se puede producir el efecto jurídico de transmitir al cesionario la íntegra titularidad del crédito cedido con finalidad de garantía⁽⁸¹⁾. El acreedor garantizado adquiere con la cesión, en realidad, un derecho de crédito que está *intrínsecamente limitado*, en cuanto que la permanencia del derecho en la esfera jurídica del cesionario dura hasta el momento en el cual la garantía deja su razón de ser, es decir, hasta en tanto no se extinga por cualquier causa la deuda garantizada⁽⁸²⁾. En cierto sentido, la misma causa de garantía confiere a la transmisión de crédito un peculiar carácter de provisionalidad que no deriva ni de un pacto de naturaleza obligatoria entre los contrayentes ni de una condición en sentido estricto⁽⁸³⁾.

Para que el acreedor garantizado no tenga más que una simple expectativa del derecho de prenda, se le concede el *ius exigendi* del crédito, lo cual supone no una verdadera cesión, sino una cesión *pignoris causa* determinada, que se produce como efecto normal del negocio de prenda⁽⁸⁴⁾. El acreedor pignoraticio sólo es cesionario del crédito pignorado en la medida necesaria para garantizar su crédito⁽⁸⁵⁾; sólo desde esta óptica se explica la necesidad de conceder la facultad de cobro al acreedor garantizado a todo tipo de objetos y no sólo a los dinerarios, ya que de otro modo se reduciría la virtualidad garantística de la prenda de créditos.

En cuanto a los requisitos constitutivos de la prenda de créditos, y siendo conscientes de la necesidad de arbitrar nuevos canales de *traditio* que produzcan una posición similar a la que ostentaría el acreedor en caso de pignoración sobre cosas corporales, se hace inevitable aclarar qué función cumple la notificación. Es decir, le atribuimos el carácter de requisito constitutivo de la prenda de créditos, o bien, de ser mero efecto de cumplimiento de obligaciones con-

(81) En nuestro derecho no caben cesiones de crédito en garantía plenas, esto es, limitados sólo obligacionalmente en atención a la finalidad económica de garantía perseguida por las partes. Con dicha finalidad, no caben más que cesiones limitadas que generan una especial situación de cotitularidad del crédito entre cedente y cesionario.

(82) Vid. más ampliamente MANCINI, *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milán, 1968, p. 152.

(83) En este sentido, como bien señala ANELLI, cit., p. 227 aunque en el mismo sentido ya lo hizo antes MANCINI, cit., p. 152 ss., “*la funzione di garanzia sottesa al trasferimento del credito spiega effetti incisivi sulle facoltà del cessionario. Ne deriva una situazione in cui il soggetto gode di una titolarità funzionale del diritto, che implica l'imposizione di limitazioni sul piano degli effetti degli atti di disposizione da lui compiuti e delle facoltà di godimento, risultando imposto al titolare un dovere di comportamento nell'interesse alieno*”.

(84) Así CRUZ MORENO, “La prenda de créditos”, cit., p. 1287.

(85) DÍEZ PASTOR, op. cit., p. 452.

tractuales, generándose el efecto traslativo en virtud del contrato mismo. No olvidemos que los créditos como objeto de garantía se agotan con su ejercicio, es decir, el cobro de un crédito es el modo de ejecutar la prenda, por lo que al mismo tiempo es una causa de extinción de la deuda.

La notificación hace reconocible la pignoración frente a los acreedores del pignorante y evita igualmente el pago liberatorio del deudor a su acreedor. Cumple la misma función que la posesión en la prenda de cosas corporales: requisito de publicidad de las garantías⁽⁸⁶⁾. De este modo, la finalidad principal de la notificación al deudor es la protección del acreedor frente al pago que el deudor pudiera hacer al acreedor titular del crédito objeto de garantía⁽⁸⁷⁾. Ahora bien, no debemos soslayar que la notificación, al igual que sucedía con la desposesión, no constituye una medida de publicidad especialmente eficaz, ya que los terceros son totalmente ajenos a dicha notificación⁽⁸⁸⁾. Sirva como botón de muestra el problema de la publicidad y la desposesión en la prenda de valores anotados en cuenta, donde la inscripción carece de efectos publicitarios pero no obstante cumple la importante función de impedir que el deudor pueda enajenar los valores representados asegurando la efectividad del derecho de preferencia del acreedor y en donde el tercero simplemente no tiene acceso directo a ese registro.

C) La anticresis

La Ley Concursal, dentro del bloque de las garantías reales, recoge los créditos garantizados con anticresis sobre los frutos del inmueble gravado (art. 90.1.2.º). El origen de este privilegio arranca con la Propuesta de 1995 y tanto en aquella ocasión como ahora en la Ley Concursal surgen importantes dudas

(86) No comparten esta postura CARRASCO/CORDERO/MARÍN, cit., p. 875, para quienes es manifiesto que la notificación de la prenda-cesión no es una forma de publicidad negativa ni positiva equivalente al traspaso posesorio. En nada mejora la información de los terceros por el hecho de que el deudor cedido haya sido notificado de la prenda, o que, sin ello, conozca su existencia por cualquier otra vía.

(87) En este sentido DE EIZAGUIRRE, “Las imposiciones a plazo”, cit., p. 202; MANZANARES SECADES, “Prenda de dinero y prenda de créditos”, *ADC*, 1988, p. 1396; ARANDA, cit., p. 160.

(88) En realidad, la notificación como medida de publicidad es insuficiente, justamente porque la exigencia del propio bien objeto de la garantía —el crédito— puede ser desconocida por los sujetos afectados por la preferencia. No es de extrañar que en ocasiones se haya tildado a la prenda de créditos de garantía oculta, vid. GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 348; incluso se ha discutido sobre la conveniencia o no de un sistema de publicidad para la prenda de créditos, vid. FÍNEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Barcelona, 1994, pp. 228 ss.

cuando no incongruencias entre el cariz de este privilegio tal y como está redactado y su regulación en el artículo 1884 del CC. En efecto, el artículo 1884 CC confiere a su titular un derecho de realización del inmueble sobre el que recae, pero nada dice en torno a los frutos, cuestión a la que sí se circunscribe ahora el privilegio: “*los frutos del inmueble gravado*”. La duda por tanto es si el acreedor anticrético ejercita el derecho de realización que le brinda el artículo 1884 del Código Civil o se somete al concurso con el privilegio que únicamente está limitado, y por tanto garantizado, a los frutos del inmueble gravado. Hubiere sido deseable una mayor clarificación, así como una más correcta coordinación⁽⁸⁹⁾.

D) El crédito refaccionario

También se incluye dentro del abanico de las garantías reales al crédito refaccionario. Un privilegio que la Ley Concursal, a diferencia de la norma civil, hace depender en su eficacia de la inscripción registral, lo que asimila notablemente esta figura a la hipoteca, lo cual sí se producía en relación a los refaccionarios sobre el buque que se anotan en el Registro Mercantil, gravamen en suma de idéntica naturaleza que la hipoteca y que necesita pues la inscripción⁽⁹⁰⁾. No estamos ante el vigente y existente, hasta el momento, privilegio refaccionario, ya que ahora se exige para su validez su inscripción en el registro pertinente. Estamos ante una garantía real de origen legal⁽⁹¹⁾. El privilegio se extiende únicamente a los créditos por refacción, en sentido amplio, que figuren inscritos, de tal modo que se cercena el ámbito operativo objetivo del mismo, ya que lo lógico es que afecte a los bienes inmuebles, lo cual no significa que pueda extenderse igualmente a los créditos refaccionarios sobre bienes muebles siempre que figuren inscritos en el Registro de Bienes Muebles⁽⁹²⁾. Lo que ya no se comprende demasiado bien es la oportunidad del privilegio salarial refaccionario, que parece a todas luces incluso un añadido superfluo, que contribuye

(89) Como bien señala ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 374, la doctrina civilista ha venido interpretando, de forma unánime, que el acreedor anticrético es un acreedor privilegiado respecto de la finca dada en anticresis que debe figurar incluido en el mismo rango que los hipotecarios y refaccionarios inscritos (art. 1923.3 CC).

(90) Sobre esta figura véase en mayor profundidad ALONSO LEDESMA, *Los privilegios marítimos*, Madrid, 1995, p. 476.

(91) Conforme GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 230.

(92) Es interesante el artículo de EIRANOVA, “El privilegio del crédito refaccionario inmobiliario”, *La Ley*, n.º 5521, 11 de abril de 2002, p. 1 y ss., donde se denuncian los excesos a que lleva la extensión de este privilegio a todo tipo de créditos que se vinculen con la construcción.

más a complicar las dificultades interpretativas que se suscitan con el artículo 32 del Estatuto de los Trabajadores. No se comprende en definitiva este injerto en sede de créditos preferentes en el que el privilegio refaccionario tiene una existencia meramente registral ⁽⁹³⁾.

E) Créditos por cuotas de arrendamientos financieros o plazos de compraventa con precio aplazado

Por último la Ley Concursal reconoce un privilegio especial a los créditos por cuotas de arrendamientos financieros o plazos de compraventa con precio aplazado de bienes muebles o inmuebles, a favor de los arrendadores vendedores y, en su caso, de los financiadores, sobre los bienes arrendados con reserva de dominio, con prohibición de disponer o con condición resolutoria en caso de falta de pago. La Ley reconoce, en suma, una variada gama de figuras que utilizan la propiedad con fines de garantía, sin ser tampoco negocios fiduciarios. Se equiparan estas modalidades a las garantías reales confiriéndosele el privilegio siempre que se constituyan conforme a sus postulados, requisitos y formalidades específicos. Da la sensación sin embargo de ser este apartado una suerte de cajón de sastre sin demasiado orden ni concierto. Parece claro, o así se desprende del dictado del artículo, que, una vez declarado el concurso, el acreedor no puede recuperar el bien vendido a plazos, arrendado o con reserva de dominio, debiendo insinuar su crédito en el concurso y cobrarse con el importe de lo obtenido por la realización del bien o, en su caso, y si ha menester, es decir, si los administradores del concurso así lo estiman, se mantendrá vigente el contrato en los términos fijados en la Ley. Sí es criticable, como también ha hecho algún autor, la inclusión en este elenco de privilegios del que deriva del arrendamiento financiero, pues aparte de que no tiene una configuración de garantía ni siquiera de *pseudogarantía*, la incongruencia se produce, o por mejor decir se puede producir, porque el acreedor arrendador financiero tiene dos coberturas, la que dimana de gozar de un crédito al que se le reconoce como causa de preferencia especial sobre el bien arrendado, y la que dimana de reconocérsele la posibilidad de reivindicar el bien objeto del contrato ⁽⁹⁴⁾.

Pensemos además en el supuesto de que el comprador en la reserva de dominio, como el arrendatario en el leasing, hubiese incumplido su contrato y por tanto el vendedor o el arrendador financiero, antes de que se declare el

(93) Conforme, GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 230; ALONSO LEDESMÁ, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 375.

(94) Vid., muy crítico, GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., 230, quien habla metafóricamente de ese doble sombrero que puede usar a su antojo el arrendador: el de propietario, y el sombrero de acreedor preferente.

concurso, hubiesen emprendido ya las acciones pertinentes para recuperar la posesión de los bienes entregados.

3. Privilegios generales

A) Los privilegios fiscales

Hoy en día es un secreto a voces que desde diferentes enfoques dogmático-prácticos se han trivializado e incluso se ha exigido la supresión de los privilegios de que tradicionalmente se han revestido las arcas públicas y muy especialmente, la Hacienda⁽⁹⁵⁾. Podemos afirmar que la cuestión de la existencia y justificación de este privilegio venía siendo intensamente debatida en nuestra doctrina, como también lo era en la foránea donde se ha procedido a una reducción drástica e incluso eliminación de este tipo específico de privilegio. Respecto a este privilegio, y en estos momentos en el que la presión fiscal es mayor en correlación con una menor evasión, así como son mejores y mayores los medios de control y supervisión de que goza el Fisco, seguir confiando sin más en semejante privilegio provoca una enorme transgresión del procedimiento concursal. Y aunque parezca increíble en los últimos tiempos estamos asistiendo a un crecimiento gradual de los créditos fiscales y a su elevación jerárquica en la escala graduatoria⁽⁹⁶⁾. Esta situación ha de contrastarse con el hecho de que en la mayoría de los derechos europeos, los créditos públicos han dejado de ser privilegiados. La ardua protección con que se revisten los créditos fiscales son el exponente más claro de un principio de protección del interés público, al subsumir las necesidades tributarias bajo el paraguas de las necesidades públicas, y por ende representativas del interés general⁽⁹⁷⁾. De un lado porque este privilegio es un enorme monstruo devorador que ahoga toda expectativa de cobro por parte de muchos otros acreedores, dañando la totalidad del patrimonio del deudor que apenas subsiste, y pudiendo llegar incluso a desencadenar auténticas quiebreillas en cadena de otros empresarios (*efecto dominó*), con lo

(95) Rotundo se muestra HENCKEL, “Reform des Insolvenzrechts”, cit., p. 374: “Das Fiskusvorrecht sollte schon nach der Begründung zum Entwurf einer deutschen Gemeinschuldordnung von 1873 entfallen. *Es entbehrt einer innerer Rechtfertigung*”.

(96) Puede decirse que los tributos cuentan con un verdadero arsenal normativo a su disposición para su tutela preferencial. Como bien señala GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 464, la noción de “interés público” aparece como una cortina de humo que sirve para ocultar una opción política que perjudica a la mayor parte de acreedores. En cualquier caso, destaca la fragmentariedad y asistematicidad de la categoría de los privilegios de los créditos públicos.

(97) Vid. TUCCI, en *Tratatto di diritto privato*, “I privilegi”, [RESCIGNO (Dir.)], Turín, 1985, pp. 520.

que se provoca en definitiva un innecesario riesgo sistémico; téngase en cuenta además, que se produce una reducción importante de la discrecionalidad de la Administración Pública en la solución de las crisis económicas, en la medida en que la renuncia al privilegio deja de ser condición necesaria para la viabilidad de la empresa insolvente ⁽⁹⁸⁾.

Por otra parte quién mejor que este tipo de acreedores —*Hacienda y la Seguridad Social*— para conocer la auténtica situación patrimonial del deudor, pues no es menos cierto que ellos son los primeros acreedores que resultan impagados y que pueden detectar en suma los primeros síntomas de asfixia económica en el deudor. Se hace difícil justificar la existencia de los privilegios fiscales en la condición de acreedor involuntario de los entes públicos, y a que éstos se encuentran en óptimas condiciones para prever sus ingresos con precisión y dispones en consecuencia de medios de control de los deudores que son inaccesibles e inalcanzables por la mayoría de los acreedores. Ahora bien, tampoco es menos cierto que como acreedor involuntario y que goza al mismo tiempo de una situación excepcional, el fisco, a pesar de contar con ingentes medios, es un acreedor que afortunada o desgraciadamente no se distingue precisamente por su diligencia. Esto ha dado pie a manifestar la injusticia que supone castigar a los demás acreedores por la ineficiencia del fisco que a menudo es la causa principal de las enormes cantidades cubiertas por los privilegios tributarios ⁽⁹⁹⁾. Por otra parte se han alegado motivos económicos para privar de los privilegios a los créditos tributarios o cuando menos reubicarlos detrás de los créditos ordinarios. Primero, por el ya señalado efecto dominó, pues el no ejercicio del privilegio fiscal puede ser perjudicial para el interés público y, por ende, perjudicial para el resto de acreedores, ya que puede desencadenar quiebras en éstos, amén de menoscabar la economía nacional. Segundo, porque no hay que olvidar que los acreedores del deudor, en la medida de su pérdida, podrán deducir en sus declaraciones correspondientes un porcentaje de los créditos fallidos. Y finalmente no perdamos de vista que estos acreedores son poco adversos al riesgo, pues tienen capacidad de diversificar el mismo entre los innumerables créditos que componen su cartera. Así por ejemplo, y en el caso de créditos fiscales, una de las razones para privarles del carácter privilegiado, si se quisiera, vendría por la posibilidad que tienen de compensar los créditos fallidos con el aumento

(98) Conforme ROJO, “La reforma del derecho concursal español”, en *La reforma de la legislación concursal*, [ROJO (Dir.)], cit., p. 126; GARRIDO, *Preferenza e proporzionalità nella tutela del credito*, Milán, 1998, pp. 334 y ss.

(99) Así MILLOZZA, “I privilegi nelle procedure concorsuali”, *Fallimento*, 1985, p. 147 ss.; señala MACLACHLAN, *Bankruptcy*, St. Paul, Minn., 1956, p. 153, que es una triste paradoja que el Estado se aproveche de la quiebra para embolsarse las cantidades debidas a costa de los ya suficientemente dañados acreedores del quebrado.

correlativo de los impuestos, o lo que es lo mismo, incrementando el coste del crédito fiscal, lo que haría innecesaria la tutela a través de privilegios⁽¹⁰⁰⁾.

La nueva Ley concursal, al atribuir a estos créditos el carácter de privilegiados, no es que cometa un *cr Iprivilegi*, aso error, sino que esto sucede al tratar de blindarlos, es decir, no es que siga el legislador manteniendo el carácter privilegiado de los créditos públicos, sino que aumenta la cuantía, y lo hace con una redacción confusa y ambigua. Pero lo peor de todo es que en la actualidad tanto la existencia como la justificación de los privilegios fiscales es intensamente debatida, llegando incluso a cuestionarse la misma pervivencia de los privilegios fiscales en países como Estados Unidos, Francia, Inglaterra, Portugal, Austria y sobre todo en Alemania, donde se ha producido a una reducción importante o incluso eliminación de estos privilegios, si bien se mantienen las prendas legales que garantizan determinados impuestos⁽¹⁰¹⁾. Si leemos el apartado cuarto del artículo 91 de la Ley se dice textualmente que

(100) En Alemania la oposición al reconocimiento de un privilegio al crédito público goza de un fuerte arraigo en la doctrina; entre otros, vid. BERGES, “Die rechtlichen Grundlagen der Gläubiger-gleich-behandlung im Konkurs”, *KTS*, 4, 1957, pp. 49 ss.; HÄSEMEYER, “Die Gleichbehandlung der Konkursgläubiger”, *KTS*, 1982, 4, pp. 507, p. 569; HENCKEL, cit., p. 378, ve que por causa de los privilegios públicos se produce un correlativo aumento en la utilización de garantías mobiliarias sin desplazamiento de la posesión con el aguamiento por tanto de los créditos ordinarios. Más reacios se muestran en EE.UU., donde por ejemplo BUCKLEY, “The Bankruptcy Priorities Puzzles”, *Va.L.Rev.*, 1986, 72, pp. 1414, defiende la desaparición de los privilegios de los créditos de la administración, insinuando incluso su postergación tras los créditos ordinarios. Se empieza a hablar de la máxima “*un concurso sin clases*” propia del derecho alemán, vid. LÓPEZ-MEDEL BÁSCONES, “Algunas novedades del Proyecto de Ley Concursal”, *AC*, 2002, n.º 42, pp. 1295-1304, p. 1296, quien lógicamente ve en la supresión de los privilegios, entre ellos casi todos los laborales y los públicos, la favorable repercusión que tendrá en beneficio de los intereses generales al no disminuir la masa activa y un menor sacrificio de los acreedores, haciendo que la insolvencia de la carga se reparta de forma más equitativa y solidaria. Para ROJO, “La reforma del derecho concursal español”, en *La reforma de la legislación concursal*, cit., p. 126, debe reducirse además el porcentaje preferente de los créditos públicos, pues el daño que la insolvencia del deudor común ocasiona a los acreedores ordinarios se multiplica potencialmente en épocas de crisis. Una cuota mínima de satisfacción puede producir, como efecto reflejo, insolvencias en cadena, y esta posibilidad es algo que debe ser considerado muy detenidamente. Sobre los *Klassenlosser Konkurs*, vid. HOLZHAMMER, *Österreichischen Insolvenzrecht. Konkurs und Ausgleich*, 2.ª ed., Viena-Nueva York, 1983, p. 37. Sobre los *Klassenlosser Konkurs* también HABSCHEID, “Öffentlich-rechtliche Forderungen, insbesondere Steuerforderungen im Konkurs”, *KTS*, 1996-2, pp. 201 ss., p. 202.

(101) La nueva *Insolvenzordnung* reduce en gran medida los privilegios tributarios, ya que elimina los privilegios tributarios generales pese a que siguen existiendo las prendas legales que tutelan ciertos impuestos y que son equivalente *mutatis mutandis* a los privilegios especiales de nuestro ordenamiento. Vid. entre otros APP, *Die Insolvenz Ordnung*, Bonn, 1995, p. 31; UHLENBRUCK, *Das neue Insolvenzrecht*, Herne-Berlín, 1994, p. 47 ss.; quizás Portugal es todavía más radical, léase si no el artículo 152 en el que se dice que *com a declaração de falência*

son créditos con privilegio general “los créditos tributarios y demás de Derecho público, así como los créditos de la Seguridad Social que no gocen de privilegio especial conforme al apartado 1 del artículo 90, ni del privilegio general del número 2 de este artículo. Este privilegio podrá ejercerse para el conjunto de los créditos de la Hacienda Pública y para el conjunto de los créditos de la Seguridad Social, respectivamente, **hasta el cincuenta por ciento de su importe**”. Afortunadamente algo se trastoca en la redacción dada por la Ley Concursal de la anterior propuesta en el Anteproyecto en lo que era el artículo 89.

El peligro a nuestro juicio es, por un lado, la extensión del espectro de los privilegios, pues a pesar de predicar una reducción drástica o una poda de los privilegios, *parece que la navaja de Ockham se oxidó al llegar aquí*, por lo que ahora da la impresión de que esta política de mesura y prudencia en el establecimiento de los privilegios sólo se dilata, es decir, no es que se invistan de privilegio los créditos tributarios y las cuotas de la Seguridad Social, que por cierto no es ninguna novedad, es que en cambio ahora también gozarán del carácter privilegiado *los demás de Derecho público...* si bien se elimina la coetilla y *demás de recaudación conjunta* que existía en la redacción del Proyecto. Mayor ambigüedad imposible, como también lo es este dislate.

Hay que señalar que ha habido grandes modificaciones sobre este privilegio desde su primera versión en la fase prelegislativa hasta llegar a ser Ley. Así, una de las grandes diferencias entre la redacción del Anteproyecto y la del

*extinguem-se imediatamente os privilégios creditórios do Estado, das autarquias locais e das instituições de segurança social, passando os respectivos créditos a ser exigíveis apenas como créditos comuns; vid. MARTINS LEITÃO, Código dos processos especiais de recuperação da empresa e de falência anotado, 2.ª ed., Porto, 1999, p. 262 es claro: “É uma solução que, antes mesmo da necessária revisão da legislação vigente sobre os privilégios creditórios, só pode robustecer a autoridade das pessoas colectivas públicas e facilitar o esforço colectivo dos credores realmente interessados na cura económica da empresa financeiramente enferma”; así mismo CARVALHO FERNÁNDEZ/LABAREDA, Código dos processos especiais de recuperação da empresa e de falência anotado, 2.ª ed., Lisboa, 1995, pp. 381. En Francia por obra de la Ley de 28/12/1966 se estableció un sistema de publicidad de los privilegios fiscales cuando las sumas debidas a la Administración sobrepasaban los 80.000 francos. Existe al respecto un registro específico que llevan los tribunales, de tal modo que la falta de publicidad convierte a la Hacienda en un acreedor ordinario, vid. entre otros SIMLER/DELEBECQUE, *Les sûretés. La publicité foncière*, 2.ª ed., París, 1995, p. 525 ss., para quienes “la lista de privilegios fiscales es tan larga como la de los propios impuestos”; en EE.UU. los privilegios se recogen en las prioridades en el 507 (A) (7) del *US Bankruptcy Code*, beneficiando a los impuestos de los tres últimos años. El fisco puede inscribir los créditos registralmente, para lo que gozaría de la preferencia propia de un *security interest*, amén de contemplarse privilegios específicos en función de la tipología de los tributos. Por si fuera poco, además de la condición privilegiada, los créditos tributarios tienen la condición de *non dischargeable debts*, es decir, créditos que en todo caso han de pagarse por el deudor incluso si el procedimiento queda anulado. Vid. entre otros DUNHAM/SHIMKUS, “Tax Claims in Bankruptcy”, *Am. Bankr. L.J.*, 67, 1993, pp. 67 y ss.*

Proyecto es precisamente la eliminación de esta coletilla *los demás de Derecho público*, con lo que al menos se ganaba en concreción y se eliminaba un posible cajón de sastre en el que se fueran paulatinamente incluyendo más privilegios públicos. Pero por si no fuera poco, se ampliaba además la cuantía del privilegio que de un 10% de la masa pasiva se sitúa ahora en un 50% de la misma, lo cual era enormemente dañino y desproporcionado. Pues lo cierto es que si queremos en la práctica llevar a sus últimas consecuencias ese principio de igualdad entre los acreedores, con este 50% convertimos ineludiblemente el privilegio en enemigo del derecho y de la justicia como decíamos al principio ⁽¹⁰²⁾. Una cosa es que este 50% se calcule sobre la masa pasiva y otra, más ecuánime a la vez que acertada, si bien discrepamos de lo excesivo de dicho porcentaje, es que se calcule sobre la masa activa. Siendo lógico que el privilegio porcentual se establezca sobre el activo a repartir y no sobre un hipotético pasivo carente de trascendencia a efectos liquidatorios, no cabe duda que la masa pasiva por definición es superior a la activa, por lo que si el porcentaje se calcula sobre aquélla el perjuicio que se irroga sobre el resto de acreedores hace que el procedimiento concursal arroje cuando no empuje al resto de acreedores hacia el abismo, un abismo rodeado de espinas. Este blindaje provocaba además que al extenderse el privilegio al conjunto de los créditos de la Hacienda y de la Seguridad Social, respectivamente, hasta el 50% del importe de la masa pasiva, llevaba en realidad a una extensión de la cobertura rayano al 100%. Debido a las fuertes críticas desde amplios sectores finalmente se ha trastocado la que fue la redacción del Proyecto este punto, señalándose un escueto pero suficiente *hasta el cincuenta por ciento de su importe*. Se rectificó por tanto en el Proyecto la anomalía que significaba el cálculo del porcentaje que resultaba privilegiado sobre la masa pasiva, reconociendo la Ley el privilegio sobre el cincuenta por ciento de los créditos. Resultan por consiguiente privilegiados hasta el 50% de su importe todos los créditos que puedan ser calificados de públicos y no sólo los tributarios o de la Seguridad Social sino cualquiera que resulte a favor del Estado o de sus distintas administraciones públicas. Al final más de lo mismo, pues si bien y aunque se consiguió rebajar los porcentajes pretendidos inicialmente, se amplió paralelamente el número de créditos a los que se les reconoce el carácter privilegiado.

(102) GUILARTE GUTIÉRREZ, cit., p. 5, señala como obvio que proyectar sobre la masa pasiva concursal la limitación del privilegio general a favor de las Administraciones Públicas resulta absolutamente irreal, pues en un proceso liquidatorio, que es donde realmente va a jugar el privilegio, lo decisivo es tener presente cuál será el activo realizable. Consecuentemente debiera proyectarse sobre tal activo el porcentaje de preferencia de la Hacienda y el de la Seguridad Social y no sobre su pasivo, absolutamente indiferente si de lo que se trata es de actuar un proceso liquidatorio de la masa activa concursal.

Por otra parte éste era un buen momento para dilucidar entre otras cosas y de una vez por todas si por ejemplo el privilegio se extiende tan sólo al importe del tributo, o por el contrario se extiende también a los distintos recargos. Pues a nadie se le escapa, desafortunadamente, que el crédito tributario se vea incrementado considerablemente por la adición de recargos de apremio o de mora, por poner sólo dos ejemplos. Hasta el presente más o menos ha sido pacífico entre los tributaristas entender que el privilegio abarcaba también a los recargos de apremio (art. 127 LGT), así como a los intereses de demora⁽¹⁰³⁾. O por ejemplo aclarar también el momento del nacimiento del privilegio: ¿nace en el momento de expiración del plazo voluntario de pago, o en el momento de realización del hecho imponible? Ambas posibilidades tienen sus partidarios y sus detractores, pero no perdamos nunca de vista que la preferencia beneficia a los créditos vencidos y no satisfechos, con lo que los privilegios han de entenderse nacidos a partir del fin del período voluntario de pago⁽¹⁰⁴⁾. Y así como debe incluirse dentro del privilegio los recargos indemnizatorios dada su condición de accesorios del crédito, no sucede lo mismo con las sanciones tributarias, pues de este modo sólo perjudicaríamos al resto de acreedores que no son responsables de las actuaciones del deudor, que insolvente no puede hacer frente a las sanciones, unas sanciones que son ajenas al fin recaudatorio del tributo, y por tanto, a la causa del crédito. Al ser un privilegio general debe afectar a todos los bienes ejecutables del deudor, tanto muebles como inmuebles y que únicamente cederá ante las causas de preferencia especiales sobre bienes inmuebles y muebles registrables. Entiendo incluso que una prenda sobre anotaciones en cuenta prevalecerá sobre el privilegio tributario pese a que el registro de valores no es un registro público sino privado de valores, pues lo que en definitiva es causa del crédito es el derecho

(103) Entre otros SÁNCHEZ SOCÍAS/TORRES FERNÁNDEZ, *La Hacienda Pública frente a las quiebras y las suspensiones de pagos*, Madrid, 1992, p. 149, si bien sólo extiende la cobertura de este privilegio hasta la apertura del procedimiento.

(104) Cfr. GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 473.

real que les ampara con o sin inscripción en el registro⁽¹⁰⁵⁾. Pese a que la Ley concursal nada dice entendemos que el privilegio beneficia a las haciendas estatales, autonómicas y municipales, y las beneficia asimismo por las dos últimas anualidades, aquella en que se reclame el cobro y la anterior⁽¹⁰⁶⁾.

De un modo casi subrepticio en el propio art. 91 de la Ley se hace mención a los créditos tributarios... que no gocen de privilegio especial conforme al apartado 1.º del artículo 90, refiriéndose éste a los créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria..., y en el párrafo 2 del artículo 90 *in fine* se habla explícitamente de la hipoteca legal tácita, con lo que en la ley concursal gozan de privilegio especial las hipotecas legales tácitas sobre determinados bienes, o sobre afección de otros, etc., con lo que la poda de privilegios tan anunciada y proclamada no tiene apenas sitio en sede tributaria, perjudicando en suma al resto de acreedores privilegiados. Nos referimos, que, duda cabe, al privilegio del art. 73 de la LGT, conceptualizado por la mayoría de la doctrina por ser una hipoteca legal tácita, si bien en realidad puede analizarse como un privilegio inmobiliario, que llega incluso a imponerse a las garantías reales inscritas⁽¹⁰⁷⁾. No cabe duda que la hipoteca legal tácita es un instituto cuyos efectos interfieren en el régimen general de la responsabilidad

(105) Esta solución ya la insinuaba GARRIDO, *Tratado*, cit., p. 475, nota 755. En esta línea incide la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera, la cual parte de un riguroso antiformalismo (ver art. 3) por la que la constitución, validez, perfección, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba de un acuerdo de garantía financiera, o la prestación de garantía financiera en virtud de un acuerdo de garantía financiera, *no deben supeditarse a la realización de acto formal alguno, como la ejecución de un documento de una manera o forma determinadas*, el registro en un organismo oficial o público, o la inscripción en un registro público, la publicidad en un periódico o revista, en un registro o publicación oficiales o en cualquier otra forma, la notificación a un funcionario público o la aportación, en una forma determinada, de pruebas sobre la fecha de ejecución de un documento o instrumento, el importe de las obligaciones financieras principales o cualquier otro aspecto. No obstante la propia Directiva especifica que no se deben considerar actos formales aquéllos que la legislación de un Estado miembro establece como condición para la transferencia o constitución de una garantía real sobre instrumentos financieros distinta de las anotaciones en cuenta, como el endoso, en el caso de los títulos a la orden, o la anotación en los registros del emisor en el caso de los instrumentos nominativos.

(106) Así el art. 73 de la LGT amplía a dos anualidades la preferencia que brindaba el Código Civil en su art. 1923, que debe quedar por tanto derogado en este extremo.

(107) Vid. FALCÓN Y TELLA, voz “Hipoteca legal tácita (derecho financiero y tributario)”, *EJB*, II, Madrid, 1995, p. 3317, una hipoteca que comprende dos anualidades y recae sobre bienes inscribibles. GUILARTE GUTIERREZ, cit., p. 5, propone la supresión del privilegio general recogido en el vigente art. 71 de la Ley General Tributaria, compensando su supresión a través de un reforzamiento de los privilegios especiales del art. 89.1.1 y que, referidos a concretos bienes, alteraría en mucha menor medida el cabal funcionamiento del proceso concursal.

patrimonial y alteran los principios registrales. Baste una mera remisión a los artículos 1923 CC y 194 de la LH. Leyendo todos estos preceptos la antinomia no puede ser más palmaria⁽¹⁰⁸⁾. Los acreedores protegidos por este privilegio son: el Estado, CC.AA., Provincias, Municipios y entes supramunicipales. En el ámbito de esta garantía sólo están comprendidos los tributos que gravan periódicamente los bienes o derechos inscribibles en un registro público, o sus productos directos, ciertos o presuntos. Por tanto, los tributos que gravan los bienes tienen como hecho imponible la propiedad, la posesión y los derechos de uso o disfrute. La hipoteca legal tácita despliega sus efectos en relación con los titulares actuales de los bienes o derechos sobre los mismos, al ser una garantía real. Para este tipo de hipoteca, el adquirente de un bien responde con el bien de las cuotas del año en que adquiere y del anterior. Si esta persona transmite su derecho, el *accipiens* sólo responderá de las cuotas del año de su adquisición y el inmediato anterior. Como no podía ser de otro modo, toda transmisión de derechos sobre el bien produce la caducidad de la garantía vigente respecto de anteriores adquisiciones. Si las nuevas adquisiciones no purgasen la garantía anteriormente vigente, ello implicaría que este tipo de hipoteca prolongaría sus efectos a un período superior a dos años, o incluso a intervalos discontinuos. No olvidemos, sin embargo, que lo propio de la hipoteca es prevalecer sobre derechos constituidos e inscritos con posterioridad a ella.

B) El privilegio del acreedor instante

Uno de los privilegios que introduce, o como algunos señalan resucita, la nueva Ley concursal y que al menos a primera vista puede suscitar cierta reticencia es el del acreedor instante. Ya en el Anteproyecto de 1995 se le asignaba un privilegio general sobre la mitad del importe del crédito a aquel acreedor que hubiera instado la declaración judicial de concurso y no fuera subordinado. En la nueva Ley se reduce ese privilegio a la cuarta parte de su importe (art. 91.6) que cuando menos *a priori* parece más sensato. La *ratio* justificativa se centra, o debe centrarse en principio, en la evitación de pérdidas de valor patrimonial y sobre todo de los créditos ordinarios debido a las asimetrías informativas que ineludiblemente van a sufrir unos acreedores respecto de otros, con independencia del motivo o causa de esa asimetría. Sólo el deudor debe ser, aunque en ocasiones ni tan siquiera, quién conozca a la perfección el estado de sus cuentas, de sus finanzas, sabiendo a cuántos acreedores ha dejado de pagar sus créditos; por el contrario es difícil que un acreedor conozca de un modo seguro

(108) Vid. con mayor profundidad SIMÓN ACOSTA, “La hipoteca legal tácita en garantía de deudas tributarias”, en *Comentarios a la Ley General Tributaria y líneas para su reforma. Homenaje a Fernando Sáinz de Bujanda*, II, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1992, pp. 1079 y ss., p. 1082.

y fiable la verdadera situación del patrimonio del deudor, ignorando si ha pagado o no a otros acreedores y con qué medios. Parece que este privilegio está motivado como incentivo para que aquel acreedor que conoce o cree conocer, la realidad económico-financiera del deudor, con el riesgo que entraña esto, inste la declaración del concurso que por tanto beneficiaría al resto de acreedores⁽¹⁰⁹⁾. Ahora bien, qué acreedor está en la mejor posición para conocer las entrañas patrimoniales y financieras de su deudor y desvelar por tanto la situación de insolvencia que aqueja al deudor. No se me ocurren otros mejores que las entidades de créditos, quienes ya se asegurarán por la cuenta que les trae de proveerse de buenos privilegios especiales, y la Hacienda y la Seguridad Social, a quienes sus créditos son los primeros a los que no puede hacer frente el deudor y hacen que salten las alarmas, o deberían hacerlo, aunque la realidad nos enseñe que no siempre es así pues falla el control y la supervisión. No es menos cierto que a estos últimos acreedores poco les puede reportar el privilegio del acreedor instante de último rango prelativo respecto del que ya tienen. Estas situaciones pueden llevar incluso a una cierta inseguridad jurídica respecto de los acreedores, quienes no sabrán en qué momento puede el deudor solicitar el concurso. No cabe duda que en el fondo late cierta obsesión por declarar el concurso en tiempo oportuno. El problema del desfase temporal, timing problem, de llegar al concurso sin que el patrimonio del deudor esté completamente vacío, ha sido una constante y una preocupación por parte de todos quienes se han ocupado del derecho de la insolvencia. Como en su día se decía en la Propuesta de 1995 el concurso de acreedores debe ser un instrumento técnico para poder curar a enfermos y no para enterrar cadáveres. La Ley Concursal ha propugnado como medio indirecto u oblicuo el privilegio del acreedor instante. Nuestra Ley concursal no define aunque sí hace referencia a la insolvencia inminente (art. 2.3) que sí define el derecho alemán en el § 18 —*Drohende Zahlungsunfähigkeit*—, lo que en la práctica puede propiciar un anticipo excesivo en el momento de la apertura del concurso voluntario⁽¹¹⁰⁾. Sólo el deudor es quien mejor conoce o debe conocer su propio patrimonio, siendo él quien mejor puede revelar tal información a un coste óptimo en el momento en que se produce la insolvencia. Otra cuestión es que sea proclive a transmitir esta

(109) Vid. más detenidamente GARRIDO, “El privilegio del acreedor instante de la quiebra”, *RDM*, 1992, pp. 799 y ss.; id. “La graduación de créditos”, cit., p. 238. Muy crítica ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 387.

(110) Vid. las acertadas reflexiones de PULGAR EZQUERRA, “Insolvencia: conservación versus liquidación”, *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* [GARCÍA VILLAVARDE/ALONSO UREBA/PULGAR (Dir.), Madrid, 2002, p. 73; el parágrafo 18 de la *InsO* define la insolvencia inminente, *drohende Zahlungsunfähigkeit*, así “se considera que existe incapacidad de pago inminente cuando el deudor no está en situación de satisfacer las obligaciones de pago a su vencimiento”.

información y no intente huir hacia adelante. Por otra parte los síntomas que perciben la mayoría de los acreedores, salvo algunos muy especializados, se exteriorizan en el momento en que el deudor cesa en los pagos corrientes, como a trabajadores, proveedores y suministradores, etc., es decir, cuando la escasez sale a la luz. Esto es, se objetiva en hechos internos, no externos, ahora bien, el problema no sólo radica en el hecho de la exteriorización, sino en el momento en que tiene lugar la misma, que por desgracia las más de las veces se manifiesta no en los momentos iniciales, sino cuando la descomposición patrimonial ya es aguda y ciertamente irreversible. Ello nos lleva además al espinoso tema de las prevenciones de las crisis económicas, las cuales deben acogerse con todo tipo de cautelas, que hacen que el momento de apertura de un concurso en situaciones de pre-crisis (inminentes) deba supeditarse exclusivamente a supuestos de concursos voluntarios ante los que la inminencia de la insolvencia es objetiva y ampara un adelanto en la apertura del procedimiento. El peligro es dejar la instancia al libre albedrío de insensatos acreedores lanzados a una carrera desenfrenada para instar el concurso y que careciendo de privilegios específicos pretendan acaparar el del acreedor instantáneo⁽¹¹¹⁾. Lo que nos es más difícil creer es qué acreedor estaría dispuesto a realizar investigaciones para obtener dicha información, encargando por ejemplo a expertos informes sobre la solvencia del deudor. Obviamente y a primera vista los costes excederían con creces a los beneficios que cuando menos se concretan en un privilegio por la cuarta parte del crédito, por lo que difícilmente se le asegura la íntegra recepción de lo adeudado. Por ello es más factible creer que el acreedor sopesará si no le conviene más intentar extraconcursalmente el cobro de su crédito, en un claro intento de anteponer su interés particular a la realización del interés común, evitando así el inmiscuirse en un problema de acción colectiva⁽¹¹²⁾.

Si se asignara al instante un privilegio mejor, como por ejemplo un privilegio singular sobre la totalidad del crédito, nada perderían estos acreedores res-

(111) Así en la Exposición de Motivos del Anteproyecto, y en relación al anticipo del momento de la apertura del concurso a situaciones de insolvencia no actual sino inminente, parece que su limitación a supuestos de concurso voluntario se justifica, de un lado, porque el concurso tiene una finalidad conservativa, pero no sanatoria, y de otro lado, porque nadie conoce mejor la situación económica de un deudor que él mismo y, por tanto, es él y no los acreedores quien puede detectar esa “inminencia” de insolvencia, solicitando el concurso para evitar el deterioro de la situación económica. Resulta sumamente ilustrativo el artículo de BONGIORNO, “I comportamenti illeciti dei creditori nella fase prefallimentare”, *Dir. Fall.*, 1998, 5, pp. 968 ss.

(112) Resultan paradójicas las palabras de BAIRD, “Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy”, cit., p. 818: “en un mundo donde los trabajadores gozan de una especial prioridad sólo en la quiebra, los acreedores se esforzarán por resolver sus diferencias fuera del concurso”. Ese mundo parece bastante lejano en función de las distintas leyes concursales.

pecto a su crédito, no interesándoles la vía extraconcursal probablemente. Ahora bien, la vía para cometer excesos quedaría abierta. Ante la mínima sospecha de insolvencia y en un afán de mejorar su posición crediticia robusteciéndola con semejante privilegio se abrirían por todos sitios posibles instancias de declaración de concurso. Esto no es más que llevar a sus últimas consecuencias el fenómeno del *forum shopping* actuando los acreedores en aquel escenario en el cual sus créditos puedan obtener un mayor valor⁽¹¹³⁾. El derecho crea *another avenue of enforcement. It represents a parallel system of debt collection*⁽¹¹⁴⁾. La recompensa no es precisamente pequeña, pero sólo uno la alcanzará. De este modo se despilfarran recursos por un lado, y se destruyen por otro, en perjuicio de los demás acreedores, ya que al solicitar el concurso antes, incluso, de que surja propiamente la situación de insolvencia se destruyen una gran parte de los activos inmateriales existentes en el patrimonio del deudor —reputación, honor, oportunidades de negocio, clientela, etc.—⁽¹¹⁵⁾. Quizás para evitar esta desmesura se atenúa mínimamente el riesgo con la imposición de costas al solicitante en supuestos en que el juez desestime la solicitud de apertura.

Sí merece un pequeño comentario el hecho de que quien inste el concurso sea el asegurador de créditos por aquellos de los que sea titular en virtud de la cesión realizada por los asegurados de los créditos que tuvieran contra el deudor una vez pagada la indemnización (artículo 72.3 de la LCS). No obstante este privilegio parece que devendría posible si la cesión de créditos se hubiere llevado a cabo antes de los seis meses anteriores a la solicitud del concurso, ya que el artículo 3.2 de la Ley establece que carece de legitimación para instar el concurso el acreedor que, dentro de ese periodo de tiempo, adquiriere el crédito después de su vencimiento. Sin embargo, lo que en realidad es más probable que quiera decir la norma es que estamos ante una cesión legal obligatoria que opera análogamente a una subrogación legal.

No obstante, hay que dejar claro que el privilegio se limita objetivamente respecto del crédito del acreedor que insta el procedimiento, una limitación que es doble: de un lado cuantitativa, ya que sólo recae sobre la cuarta parte de su importe, pero de otro lado, cualitativa o subjetiva, ya que la limitación implica que el privilegio recaerá sobre aquellos acreedores que no tengan carácter de subordinados, con lo que se trata de evitar que aquellas personas que tienen una

(113) BAIRD, “Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy”, cit., p. 825, ejemplifica los costes del *forum shopping* por ejemplo en el caso de una misma jurisdicción en la que existen dos ciudades diferentes y que es más costoso para las partes el que el litigio se resuelva en una o en la otra, o el caso de acreedores laborales y acreedores bancarios, su tratamiento diferirá si en una ciudad el tribunal es más *pro-labor* o *anti-labor*.

(114) Cfr. BAIRD, “Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy”, cit., p. 827.

(115) Vid. en particular BERMEJO, cit., p. 270 ss.

relación más estrecha con el deudor, a saber, cónyugue, parientes, ascendientes, descendientes, etc., así como socios o insiders, en el caso de que sea persona jurídica, se benefician de este privilegio al tener a su alcance cierta información privilegiada sobre la situación patrimonial del concursado.

C) Los privilegios salariales

Respecto a los créditos laborales su tratamiento estaba abocado en el *iter legislativo*, tal y como se sucedían los hechos, al menos en los primeros momentos de vigencia, a cierta tensión no exenta de polémica. Se ha cambiado, acertadamente, el criterio de delimitación respecto a los créditos salariales. Ha sido en la última fase de elaboración de la Ley en donde sí se han tenido en cuenta, como no podía ser de otro modo, las legítimas pretensiones y derechos de los trabajadores. No obstante sí es preciso señalar que en primer lugar se produce una atracción de jurisdicción y competencia ante el Juez del concurso —superjuez— que ha de conocer cuestiones laborales, acciones sociales y cuestiones prejudiciales sociales. Por si fuera poco no hay que olvidar que el Reglamento comunitario sobre los procedimientos de insolvencia (1346/2000) establece que la protección de los trabajadores y las relaciones laborales a los efectos de procedimiento de insolvencia sobre la continuación o conclusión de dichas relaciones “debe regularse con arreglo a las normas generales del conflicto” y añade: “los privilegios salariales serán los del Estado de apertura del procedimiento concursal”. Hasta el momento presente de entre los créditos privilegiados de índole laboral que destacaban por encima de todos antes de la entrada en vigor de la Ley Concursal, está el que confiere el art. 32.1 del Estatuto de los Trabajadores, por los últimos treinta días de trabajo y en cuantía que no supere el doble del salario mínimo interprofesional (2.404 pesetas × 2 diarias a finales de 2001): “gozarán de preferencia sobre cualquier otro crédito, aunque éste se encuentre garantizado con prenda o hipoteca”. Si nos damos cuenta este privilegio pasa por encima de toda causa de preferencia de origen convencional como una hipoteca o una prenda. No en vano se le calificaba de superprivilegio, cuando no de superhipoteca. Extraconcurso, este crédito es preferente a cualquier otro, aun cuando estuviere garantizado con prenda o hipoteca. Mas en el concurso, y a pesar que en el *iter legislativo* pasó por muchas y confusas vicisitudes, finalmente el artículo 84.2.1.º, al considerarlo como crédito contra la masa, le ha situado en el óptimo nivel que todo acreedor puede desear. Pero la prelación que establecía tanto el Anteproyecto de Ley como también el Proyecto no contemplaba en modo alguno la supervivencia de semejante privilegio (en sede de clasificación de créditos), al establecer un catálogo excluyente y exclusivo de los mismos. Ni se incluye en el art. 90 de los privilegios especiales ni en el 91 de los generales, en los que sí se incluyen los créditos salariales que no tengan reconocido privilegio especial, en la cuantía

que resulte de multiplicar el triple del salario mínimo interprofesional por el número de días de salario pendientes de pago, las indemnizaciones derivadas de la extinción de los contratos, en la cuantía correspondiente al mínimo legal calculada sobre una base que no supere el triple del salario mínimo interprofesional, las indemnizaciones derivadas de accidente de trabajo y enfermedad profesional, y los recargos sobre las prestaciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de salud laboral devengados con anterioridad a la declaración del concurso. (El cálculo de ese mínimo legal sobre una base que no supere el triple del salario mínimo interprofesional: 7212 pesetas diarias a reserva del salario mínimo para el 2002). Esto parece que, en principio, venía a significar que los salarios de los seis meses anteriores a la declaración del concurso del empleador no gozan de preferencia sobre cualquier otro crédito aunque esté garantizado con garantía real; es más, cuando el art. 90 hace un guiño a las hipotecas legales hay que entender también las tácitas que van por delante del salario y de las indemnizaciones. Ahora bien, debido a las fortísimas críticas desde amplios sectores, el Proyecto de Ley, en lo que era una de las grandes novedades respecto a los privilegios redactados en el Anteproyecto, había añadido un nuevo artículo respecto al que cambia el dictado del art. 154, pasando éste a ser el 155 y así correlativamente hasta el final, en el que al regular el pago de los acreedores, se intercala, entre el pago de créditos contra la masa y el pago de créditos con privilegio especial, el pago de créditos salariales por los últimos treinta días de trabajo, con lo que por esta vía un tanto indirecta se salvaba el artículo 32.1 del Estatuto de los Trabajadores, y se salvaba asimismo el superprivilegio. Fue esta, en realidad, una rocambolesca argucia que intentaba colmar los anhelos y las críticas de los trabajadores, pero que por su confusión y su no se sabe bien a qué razones dogmáticas respondía su emplazamiento un tanto malabar acabó por desecharse. En el Anteproyecto el pago de los créditos que gocen de privilegio especial se antepone a los privilegiados genéricos, con lo que nos encontramos con que el superprivilegio de la normativa laboral no tenía cabida en el concurso sino para supuestos extraconcursoles⁽¹¹⁶⁾. Incluso el Proyecto de Ley Concursal en su Disposición Final Duodécima (antes en el Anteproyecto era la Decimocuarta) modifica el art. 32 del ET alterando levemente el articulado del 32.1. pero haciéndolo valer, eso sí, con privilegio preferencial sobre una garantía real únicamente en procedimientos ajenos al concursal (vid. la redacción del apartado 5 del art. 32 del Estatuto conforme a la redacción de la Ley Concursal en su Disposición Final Decimo-

(116) Vid. FERNÁNDEZ RUÍZ, "Los créditos salariales y otras cuestiones laborales", *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* [GARCÍA VILLAVERDE/ALONSO UREBA/PULGAR (Dirs.)], Madrid, 2002, p. 206 ss., p. 226.

cuarta)⁽¹¹⁷⁾. Esta Disposición, finalmente, modifica el artículo 32 del Estatuto relativo a las garantías salariales. Este nuevo texto debe precisarse que regirá cuando la Ley Concursal entre en vigor en septiembre de 2004. Lo más destacable de esta modificación es la supresión del privilegio de autonomía procesal laboral. Es cierto que con las preferencias que la nueva ley concede a los créditos salariales y laborales en general, en algunos supuestos prácticamente absolutas, la supresión no parece tan drástica y dañina como *a priori* en la fase del Anteproyecto y el Proyecto se vaticinaba. No obstante no hay que olvidar que es un utilísimo instrumento para que los trabajadores cobren sus créditos salariales en los aún existentes hasta la entrada en vigor de la Ley Concursal, procedimientos de ejecución colectiva, salvándose la lentitud de los procedimientos concursales actuales⁽¹¹⁸⁾.

Por tanto en el Anteproyecto de ley concursal se asignaban a los créditos salariales únicamente privilegios generales, uno por salarios y demás retribuciones derivadas de relaciones laborales correspondientes a los seis meses anteriores a la declaración del concurso, y un segundo privilegio por las indemnizaciones correspondientes a despidos devengadas igualmente en los seis meses anteriores a la declaración concursal y calculadas sobre una base que no supere el triple del salario mínimo interprofesional (art. 90.1 y 90.4 respectivamente del Anteproyecto). Este aparente repliegue preferencial significa que su satisfacción en el concurso se posterga a la de los privilegios especiales, y una vez satisfechos éstos, se satisfacen los generales por el estricto orden que establece el artículo 90, lo cual significa que los créditos por salarios se pagarán por delante de cualquier otro crédito con privilegio general y que los créditos por indemnizaciones por despido sólo se pagarán una vez satisfechos los créditos por trabajo personal no dependiente y por derechos de autor y los créditos por responsabilidad extracontractual. Afortunadamente, algo se había ganado en la redacción del Proyecto de Ley Concursal de 23 de julio de 2002, y ambos créditos salariales se unifican en un mismo apartado, con lo que se evita la distorsión a la hora de proceder al pago de los créditos, de modo que tanto los

(117) Contrasta esta solución por ejemplo con la nueva Ley de concursos mercantiles mexicana de 27 de abril de 2000 (publicada en el Diario Oficial de 12 de mayo de 2000), que sitúa en lugar preferente de pago a los créditos laborales extendiendo la protección a los salarios de los años anteriores a la declaración del concurso (véase el art. 123 fracción XXIII), con la graduación de los créditos que se lleva a cabo en los arts. 217 y ss. así como el art. 221, que señala cómo los créditos laborales diferentes a los del art. 123 y los créditos fiscales se pagarán después de que se hayan cubierto los créditos singularmente privilegiados y los créditos con garantía real, *pero con antelación a los créditos con privilegio especial*.

(118) En el mismo sentido ALAMEDA CASTILLO, *Conservación de empresas en crisis*, cit., p. 70; RÍOS SALMERÓN, “El Anteproyecto”, cit., p. 67; FERNÁNDEZ RUIZ, “Los créditos salariales y otras cuestiones laborales”, cit., p. 430.

créditos por salario que no tengan reconocido privilegio especial como las indemnizaciones por despido ocupan el primer escalón dentro de los privilegios generales. Cuando menos se ha dado un paso más y se habla por primera vez de créditos por salarios que no tengan reconocido privilegio especial, lo que en la redacción del Anteproyecto se obviaba, y ha supuesto además la adición en el art. 90.3 de la Ley, que regula los privilegios especiales y en concreto los refaccionarios, de la siguiente apostilla: “...*incluidos los de los trabajadores sobre los objetos por ellos elaborados mientras sean propiedad o estén en posesión del concursado*”.

Finalmente, en el redactado final de la Ley Concursal, se ha considerado en su artículo 84.2.1.º como *créditos contra la masa* —con las implicaciones tan favorables que esto conlleva para este tipo de acreedores—, los debidos por salarios de los últimos treinta días de trabajo anteriores a la declaración del concurso y en cuantía que no supere el doble del salario mínimo interprofesional. Créditos que por tanto se pagarán antes que los concursales, para lo cual los administradores deducirán de la masa activa los bienes y derechos necesarios para satisfacerlos.

Además en la Ley Concursal, y por si cupiese duda alguna, ocupan el primer lugar de preferencia de los créditos contra la masa, con lo que se robustece todavía más su carácter de crédito superprivilegiado⁽¹¹⁹⁾.

A su vez el apartado 5.º del artículo 84.2 de la Ley también considera como créditos contra la masa a los generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial del deudor *tras* la declaración del concurso, incluyendo los créditos laborales, comprendidas en ellos las indemnizaciones debidas en caso de despido o extinción de los contratos de trabajo, así como los recargos sobre las prestaciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de salud laboral, hasta que el juez acuerde el cese de la actividad profesional o empresarial, apruebe el convenio o, en otro caso, declare la conclusión del concurso. Es cierto que se puede criticar que en el caso de las indemnizaciones por extinción del contrato de trabajo acordada por el juez del concurso puede considerárseles como una tergiversación de los propios privilegios, puesto que los créditos que traen su origen en una relación contractual antecedente deben tener la consideración de créditos concursales, lo cual, mal que mal, siempre es preferible que sean contra la masa.

Por lo que atañe en sí a los créditos laborales con privilegio general, pues con privilegio especial ya nos hemos referido supra, la Ley dispensa en el

(119) Conforme, FERNÁNDEZ RUIZ, “Los créditos salariales y otras cuestiones laborales en la Ley Concursal”, en *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal*, cit., p. 421.

artículo 91.1.º un tratamiento muy favorable para el trabajador, sobre todo si se compara con las versiones del Proyecto, para los créditos que no tengan reconocido privilegio especial *en la cuantía que resulte de multiplicar el triple del salario mínimo interprofesional por el número de días de salario pendientes de pago, las indemnizaciones derivadas de la extinción de los contratos, en la cuantía correspondiente al mínimo legal calculada sobre una base que no supere el triple del salario mínimo interprofesional, las indemnizaciones derivadas de accidente de trabajo y enfermedad profesional, y los recargos sobre las prestaciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de salud laboral devengados con anterioridad a la declaración del concurso*. Se gana en el primer supuesto en la no limitación restrictiva al tiempo, es decir, en la versión del Anteproyecto, por ejemplo, la cuantía de multiplicar el triple del salario tenía como tope el plazo de seis meses, dado lo cual la ventaja ahora es más grande para todo aquel trabajador que supere ese umbral temporal de los seis meses, pudiendo acogerse a este privilegio. Sólo tendrán la limitación de la cuantía señalada ⁽¹²⁰⁾.

- D) Privilegios por créditos por trabajo personal no dependiente y los que correspondan al propio autor por la cesión de los derechos de explotación de la obra objeto de propiedad intelectual

Entre los privilegios más novedosos, ha de destacarse el privilegio general que se otorga sobre “los créditos por trabajo personal no dependiente y los que correspondan al propio autor por la cesión de los derechos de explotación de la obra objeto de propiedad intelectual, devengados durante los seis meses anteriores a la declaración del concurso. Este privilegio engloba en realidad dos créditos diferentes que, no obstante, tienen como eje vertebrador común el que sus titulares sufren una situación de debilidad respecto a la otra parte de la relación contractual, que provoca la existencia y consistencia de esta preferencia. El primer privilegio, el de los créditos por trabajo personal no dependiente, que guarda sus concomitancias con el artículo 913.1.c) del Código de Comercio en el que se regula el establecimiento de la prelación y se hace referencia a los acreedores por trabajo personal por los seis últimos meses anteriores a la quiebra, parece que responde a una vaga idea de parasubordinación de aquellos que se encuentran en una situación de subordinación, principal-agente por ejemplo, respecto a un empresario que incurre en situación de

(120) En el mismo sentido GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 233; FERNÁNDEZ RUIZ, “Los réditos salariales y otras cuestiones laborales en la Ley Concursal”, cit., p. 424.

insolvencia⁽¹²¹⁾. Es cierto que los empresarios colaboradores de un empresario insolvente son empresarios independientes, pero que, *de ipso*, su situación y su dependencia del principal está más próxima a la de un trabajador asalariado. Es discutible además si la racionalidad de este privilegio ha de circunscribirse única y exclusivamente a este tipo de acreedores o, por el contrario, si es susceptible de extenderse también a otros muchos créditos derivados del trabajo personal no dependiente, aunque no se dé esa relación de *parasubordinación*, con lo que subjetivamente el ámbito de actuación de este privilegio se amplía notablemente⁽¹²²⁾.

El segundo tipo de los privilegios tutelados por este artículo es el del propio autor por la cesión de los derechos de explotación de la obra objeto de propiedad intelectual. Se ampara en este caso la presumible debilidad en que puede llegar a encontrarse el creador de una obra intelectual frente a la empresa que explota los derechos de propiedad intelectual. Un privilegio que entronca con el derogado “privilegio” que se reconocía en el artículo 54 de la Ley de Propiedad Intelectual por la ambigua remisión de dicho artículo a la preferencia de los créditos laborales.

Este privilegio no obstante tiene una doble delimitación. Por un lado material, dada la interpretación restrictiva que en todo caso hemos de hacer de la medida que preside la extensión de un privilegio, por lo que éste sólo ha de cubrir las cantidades a favor del autor derivadas de la cesión de los derechos de explotación de su obra, sin deber extenderse a otros conceptos como las indemnizaciones que se le adeuden por infracción de sus derechos o por las remuneraciones que se le deban en otros conceptos⁽¹²³⁾. Temporalmente, por que el propio artículo en que se consagra este privilegio, así lo hace escuetamente, seis meses.

E) Los créditos por responsabilidad civil extracontractual

Una de las grandes novedades que la Ley Concursal aporta en el ámbito de la masa pasiva de los acreedores, es el reconocimiento de un privilegio a favor

(121) GARRIDO, “La graduación de créditos”, cit., p. 234; ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 380.

(122) Vid. en este punto ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 380, quien no ve obstáculo alguno a que profesionales que prestan su trabajo personal de asesoramiento, como son auditores, consultores, asesores varios, se vean protegidos por este singular privilegio.

(123) En este sentido GARRIDO, *Tratado de preferencias*, cit., p. 411; GIL RODRÍGUEZ, “Comentario al artículo 54”, en *Comentarios a la Ley de Propiedad Intelectual*, [BERCOVITZ (Dir.)], Madrid, 1989, pp. 832 y ss., p. 887. También ALONSO LEDESMA, “Delimitación de la masa pasiva”, cit., p. 382.

de acreedores que lo son de forma involuntaria. Esto es, estos acreedores no han tenido ni la ocasión ni tampoco la oportunidad de elegir a su contraparte negocialmente, es más, son acreedores muy a su pesar en el sentido, de que devienen acreedores por causa de los daños que ha ocasionado el comportamiento conductual negligente o culposo del deudor. No es del todo una novedad, pues este privilegio sí se reconocía para un ámbito muy acotado, el del privilegio marítimo que gozaban los acreedores por daños a las personas o a las cosas causados por el buque. Sí es más discutible no ya el acierto o no de este reconocimiento que prácticamente es unánime en la doctrina, sino el rango de prelación que la Ley atribuye a estos acreedores. Ocupan en la Ley el penúltimo escalón prelativo, con lo que la tutela real y efectiva sobre estos créditos se reduce notablemente. Es cierto que en ocasiones este acreedor, será un tercero víctima o perjudicado, por lo que si su deudor es además un asegurado de un concreto seguro de responsabilidad civil, gozará de la acción directa que le inmunizará el artículo 76 de la Ley de Contrato de Seguro. Ahora bien para aquellos casos en que no haya seguro del que pueda reclamarse la indemnización, la verdad es que semejante privilegio no vale de mucho. Sí es cierto que el propio artículo 91.5 en el que se reconoce este privilegio prevé la posibilidad de que no obstante, los daños personales no asegurados se tramitarán en concurrencia con los créditos públicos. Algo que por lo demás no parece que venga a mejorar mucho la especial situación de estos acreedores. No olvidemos finalmente que, como bien se ha señalado, con esta distinción se está haciendo resucitar indirectamente el privilegio a favor de los aseguradores en virtud del derecho de subrogación que les asiste, lo cual como muy bien se ha señalado es contrario a las propias líneas generales que inspiran esta reforma concursal⁽¹²⁴⁾.

Una vez que la entidad aseguradora paga al tercero perjudicado, podrá repetir contra el asegurado (ahora concursado con los límites que esto conlleva para la aseguradora) por el hecho de haber tenido que pagar una indemnización a un tercero indebidamente si tenemos en cuenta los parámetros del contrato de seguro, un tercero al que no ha podido oponer las excepciones que sí hubiera podido esgrimir frente al asegurado⁽¹²⁵⁾. La acción directa que la víctima plantea ante la aseguradora dimana de un derecho propio de la víctima que se impermeabiliza de los derechos que quepa exigir en la relación asegurador-asegurado. Un derecho que obviamente no deriva del contrato del que como es lógico no es parte el perjudicado, sino de un hecho, una actuación o una con-

(124) Cfr. GARRIDO, “La graduación”, cit., p. 237.

(125) Como bien ha señalado CALZADA CONDE, *El seguro voluntario de responsabilidad civil*, Madrid, 1983, p. 413, el derecho de repetición del art. 76 no hace más que confirmar que “la cuestión de cobertura o relación interna asegurado-asegurador no afectará, en su caso, a la relación externa asegurador-tercero”.

ducta del asegurado que, si como sucede con el dolo se encuentra excluido de cobertura, la aseguradora debe igualmente indemnizar a la víctima con reserva del derecho de repetición que puede ejercitar para recobrar por la vía de regreso el importe de lo que anticipadamente abonó. Como bien se ha dicho, ese es su *riesgo de empresa*: que en el regreso el asegurado demandado resulte insolvente, lo que no va a ser, desde luego, algo infrecuente ⁽¹²⁶⁾.

⁽¹²⁶⁾ Así YZQUIERDO TOLSADA, *Aspectos civiles del nuevo Código Penal*, Madrid, 1997, p. 210.

CRÓNICA

LA LEY 35/2003 DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. UNA APROXIMACIÓN GENERAL A SU CONTENIDO

ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: PROPÓSITO Y ALCANCE DE ESTE ESTUDIO.
- II. ANTECEDENTES, VIGENCIA Y ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LIIC DE 2003.
 - 1. Antecedentes.**
 - 2. Vigencia.**
 - 3. Ámbito de aplicación.**
- III. OBJETIVOS, PRINCIPIOS Y CONTENIDO DE LA LIIC 35/2003.
 - 1. Objetivos.**
 - 2. Principios básicos.**
 - 3. Contenido.**

RDBB núm. 93 / Enero-Marzo 2004

IV. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE LAS IIC.

- 1. Concepto de IIC.**
- 2. Clases de IIC.**

V. DISPOSICIONES COMUNES A LAS IIC.

- 1. Condiciones de acceso a la actividad de las IIC.**
- 2. Condiciones de ejercicio de la actividad de las IIC.**
- 3. Comercialización transfronteriza de acciones y participaciones de IIC.**

VI. DISPOSICIONES ESPECIALES APLICABLES A LAS IIC FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS.

- 1. Disposiciones aplicables a las IIC financieras.**
- 2. Disposiciones aplicables a las IIC no financieras.**

VII. ENTIDADES AUXILIARES DE LAS IIC.

- 1. Las Sociedades Gestoras de IIC.**
- 2. Los depositarios de las IIC.**

VIII. NORMAS COMUNES A LAS IIC Y A SUS ENTIDADES AUXILIARES.

- 1. Normas de conducta.**
 - 2. Control público.**
-

I. INTRODUCCIÓN: PROPÓSITO Y ALCANCE DE ESTE ESTUDIO

Nuestro mercado de valores ha mostrado, en los últimos tiempos, dos circunstancias que afectan a las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) y, en particular, a los fondos de inversión, que son relevantes para establecer sendos puntos de partida de este estudio:

En primer lugar, la reactivación de los fondos de inversión en el año 2003 y principios del año en curso les ha llevado a recuperar las cifras máximas de patrimonio y partícipes que alcanzaron en 1999. Así, nos encontramos con que, en enero de 2004, los fondos de inversión tenían un patrimonio de 202.209

millones de euros —próximos al máximo de 213.500 millones de euros alcanzado en abril de 1999— y un número de 7,72 millones de partícipes. Además, el ritmo de crecimiento es notable porque, a lo largo del mes de enero de 2004, el crecimiento del patrimonio de los fondos fue de 3.840 millones de euros ⁽¹⁾. Por lo tanto, el primer punto de partida de este estudio es que las IIC y, en particular, los fondos de inversión, son —por su volumen y el número de inversores implicados— una de las instituciones más importantes de nuestro mercado financiero.

En segundo lugar, la prensa económica se ha hecho eco de algunas declaraciones del Presidente de la CNMV en las que se apuntaban irregularidades en la gestión de los fondos con la realización de operaciones en beneficio de sus gestores y en perjuicio de sus partícipes ⁽²⁾; fenómeno que no resulta en absoluto peculiar de nuestro mercado, como lo demuestra, por ejemplo, la multa pactada de 250 millones de dólares que impuso la SEC estadounidense a Alliance Capital Management, la mayor gestora de fondos de inversión cotizada. Por lo tanto, la segunda premisa de partida será que las IIC, y en particular, los fondos de inversión son instituciones financieras que deben ser objeto de una atención especial para evitar que puedan convertirse en peligrosas o conflictivas, con graves daños a los intereses económicos de amplias capas de población.

En este contexto de importancia y riesgo de las IIC se publica en el BOE de 4 de noviembre de 2003 la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC (en adelante, LIIC de 2003) que establece un régimen de estas IIC semejante, en términos generales, al de la LIIC 46/1984 porque, al igual que esta última —tal y como había quedado redactada tras numerosas e importantes reformas— responde, por un lado, a los mandatos armonizadores de la Directiva 85/611/CEE en la regulación de las IIC de carácter financiero y, por otra parte, va mas allá del perímetro de armonización comunitaria al regular las IIC de carácter no financiero, en particular, las IIC inmobiliarias.

Sin perjuicio de esta continuidad sustancial, es lo cierto que la nueva LIIC de 2003 introduce algunas novedades significativas, tales como la posibilidad de que las sociedades y los fondos de inversión se constituyan por compartimentos (arts. 3.º 1 y 9.º 1), la limitación de las sociedades de inversión de carácter financiero a la forma de capital variable, SICAV (arts. 29 y 32 y ss.), la ampliación de las actividades que pueden desarrollar las Sociedades Gestoras de IIC (en adelante, SGIIC) (art. 40), las obligaciones y responsabilidades de éstas últimas, especialmente respecto del ejercicio de los derechos políticos de

(1) Ver *expansión* de 3 de febrero de 2003, p. 27.

(2) Ver *expansión* de 29 de enero de 2004, pp. 1, 21 y 22.

los valores integrados en los fondos de inversión que administren (art. 46), las normas de conducta que vinculan a las SGIIC, a las entidades depositarias de IIC y a las IIC que revistan la forma de sociedad (art. 65 y ss.), etc.

Visto lo anterior, en este estudio haremos referencia general a las cuestiones en que se aprecia una continuidad sustancial con la normativa precedente y nos detendremos en algunas cuestiones novedosas que suscitan un mayor interés teórico y práctico (v.gr. la incidencia de las IIC como inversores institucionales en el gobierno corporativo). Asimismo, fijaremos nuestra atención en los aspectos jurídico-privados, tales como las obligaciones y responsabilidades de quienes intervienen en el sistema de las IIC; dejando en un segundo plano los aspectos jurídico-públicos propios de la intensa intervención administrativa en este ámbito. Sepa, pues, el lector que se encuentra lejos de nuestro ánimo cualquier pretensión de realizar un examen exhaustivo de una LIIC que será objeto, sin duda, de una gran atención por la doctrina científica, vista su importancia en el “Derecho vivo” de nuestro sistema financiero tanto por el crecimiento cuantitativo del patrimonio y del número de personas que invierten a través de estas IIC como por la evolución cualitativa de las mismas, con los riesgos de gestión desleal que se vienen detectando desde hace algún tiempo. Así pues, no pretendemos más que deslindar el bosque, internándonos por algunos de sus senderos, sin entrar a examinar ahora los numerosos árboles que lo componen.

II. ANTECEDENTES, VIGENCIA Y ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LIIC DE 2003

1. Antecedentes

Las IIC han estado reguladas, hasta el 5 de febrero de 2004 (fecha de entrada en vigor de la LIIC 35/2003, conforme a su Disposición Final Sexta), por la LIIC 46/1984, de 26 de diciembre; su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, y una abigarrada normativa reglamentaria ⁽³⁾.

Aquella LIIC de 1984 sirvió de marco útil para encauzar el enorme desarrollo que han experimentado dichas IIC, en particular, de los fondos de inversión, desde las dos últimas décadas del pasado siglo XX hasta la fecha. Para ello, la LIIC de 1984 se vio sometida a una serie de modificaciones que preten-

⁽³⁾ Ver la recopilación de dichas disposiciones en CNMV, Servicios Jurídicos, *Legislación del Mercado de Valores*, septiembre 2000, p. 1073 y ss. Sobre los antecedentes y características de dicha regulación puede verse nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998, así como las referencias, más sintéticas y actualizadas, contenidas en nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 119 y ss.

dieron, por una parte, adaptarla a las nuevas Directivas Comunitarias y, por otra, dotarla de una mayor flexibilidad para que pudiera ir encajando la propia evolución de nuestro mercado de valores en el que aquellas IIC actúan como principales inversores institucionales⁽⁴⁾. La última de las modificaciones importantes de la LIIC de 1984 fue la introducida por el art. 41 de la LIIC 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que invirtió el sistema previo de autorización de las IIC, que pasó a ser competencia de la CNMV, y de las SGIIC, cuya autorización pasó a corresponder al Ministro de Economía; alteró el procedimiento de fusión de fondos de inversión y sometió la actuación como depositario de una IIC a la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los diferentes mercado de valores españoles⁽⁵⁾.

Sin embargo, la elasticidad de aquella LIIC de 1984, al modo de la de cualquier cuerpo físico, tenía un límite que se alcanzó a resultas tanto del número de modificaciones introducidas como de la importancia de las mismas. Y ello impuso la elaboración de una nueva LIIC⁽⁶⁾.

2. Vigencia

Según decíamos, la LIIC de 2003 entró en vigor el 5 de febrero de 2004, esto es, a los tres meses de su publicación en el BOE, que se produjo el 5 de noviembre de 2003 (apartado 1 de la Disposición Final Sexta) y, con ello, quedó derogada la LIIC de 1984 (Disposición Derogatoria).

Lo anterior se entiende sin perjuicio, primero, de que la Disposición Transitoria Primera de la LIIC de 2003 declare expresamente vigentes las normas reglamentarias dictadas al amparo de la LIIC de 1984, siempre que no se opongan a la primera y en tanto no se dicten las normas de desarrollo reglamentario de la LIIC de 2003. Esta subsistencia —provisional— de la normativa regla-

(4) La evolución de esta normativa se puede seguir por nuestras noticias en esta Revista, que se señalan en la bibliografía que consta en la p. 43 de nuestra obra citada sobre *Sociedades y Fondos...*, a las que cabrían añadirse las publicadas en los siguientes números y páginas: 67, p. 1028 y ss.; 68, p. 1393 y ss.; 69, p. 294 y ss.; 70, p. 581 y ss.; y 83, p. 286 y ss.

(5) Sobre estas modificaciones ver PADEIRA ROMERO, J., “Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo”, en SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Comentario a la LIIC 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Pamplona, 2003, p. 375 y ss.

(6) Sobre el Proyecto, que se publicó en el BOCG, Congreso de los Diputados, VII Legislatura, Serie A, 4 de abril de 2003, n.º 139-1, dimos noticia en esta *RDBB*, n.º 91, 2003, p. 325 y ss.

mentaria dictada en desarrollo de la anterior LIIC de 1984 merece una primera reflexión sobre su incidencia en la seguridad jurídica puesto que, si bien resulta preciso reconocer que, en la práctica, resultaba imprescindible tal mantenimiento de la normativa reglamentaria anterior, también es forzoso admitir que la necesidad de insertar los mandatos de la nueva LIIC de 2003 en el contexto de las profusas disposiciones reglamentarias dictadas conforme a la anterior LIIC de 1984 obliga al operador jurídico a realizar una labor de interpretación que abre márgenes de incertidumbre y consiguiente discrecionalidad en la labor de las autoridades supervisoras, fundamentalmente la CNMV. En este terreno, el grado de eventual contradicción entre las normas de la nueva LIIC de 2003 y los preceptos reglamentarios anteriores vendrá condicionado por el grado de ejecutividad directa de las primeras porque, en la nueva LIIC de 2003, existen disposiciones inmediatamente ejecutivas, junto a otras que sólo serán efectivas previo desarrollo reglamentario ⁽⁷⁾.

Una segunda reflexión que suscita la pervivencia de la normativa reglamentaria anterior a la LIIC de 2003 consiste en su alcance porque la Disposición Transitoria Primera no solo produce, como efecto directo, la pervivencia de aquellas normas reglamentarias sino que incluso puede producir, como efecto indirecto, la promulgación de nuevas normas dictadas al amparo de habilitaciones contenidas en aquellas normas reglamentarias previas que subsisten conforme a dicha Disposición, produciéndose un fenómeno de “ultra-actividad” de dichas normas.

En relación con las circunstancias señaladas, procede llamar la atención sobre la Circular 3/2003, de 29 de diciembre, de la CNMV, sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV, dictada tras la promulgación de la LIIC de 2003, aunque antes de su entrada en vigor, al amparo de la habilitación contenida en el apartado 2.º de la Orden de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la LIIC 46/1984, que faculta a la CNMV para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las IIC.

Por último, conviene resaltar que la Disposición Transitoria Cuarta de la LIIC de 2003 concede a las IIC autorizadas el plazo de un año, desde su entrada

(7) Como consecuencia de esta supervivencia de la normativa reglamentaria dictada al amparo de la LIIC de 1984 siguen siendo válidas gran parte de las consideraciones que hemos realizado en obras precedentes sobre la normativa anterior a esta LIIC 35/2003. Por ello, efectuaremos las correspondientes remisiones a *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., y a nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit.

en vigor, para adaptar sus reglamentos de gestión y estatutos a la nueva normativa legal ⁽⁸⁾.

3. **Ámbito de aplicación**

La LIIC de 2003 extiende su ámbito a las IIC y a sus entidades auxiliares (art. 2.º):

A. Las IIC

En cuanto a las IIC, procede distinguir entre:

a) Las IIC nacionales, pudiendo calificarse como tales, si se trata de sociedades de inversión, las que tengan su domicilio en España; mientras que, si estamos ante fondos de inversión, aquellos que se hayan constituido en España y cuya sociedad gestora esté domiciliada en España. A estas IIC nacionales se les aplica la LIIC de 2003 con plenitud de efectos.

b) Las IIC extranjeras, a las que se aplica parcialmente la LIIC de 2003. Dentro de este segundo grupo, debemos distinguir, a su vez, entre las IIC comunitarias, esto es, las autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea; y las IIC extracomunitarias, autorizadas en un Estado no comunitario. Dentro de las primeras IIC comunitarias, procede distinguir entre las armonizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, a las que sólo les serán aplicables en su actuación en España las normas de conducta y el régimen disciplinario establecidos en el Título VI de la LIIC; y las no armonizadas, a las que se aplicará la LIIC “cuando se comercialicen en España”. Igual aplicación limitada se produce respecto de las IIC extracomunitarias, definiendo el mismo art. 2.º lo que debe entenderse por comercialización de una IIC.

B. Las entidades auxiliares: las Sociedades Gestoras de IIC y los depositarios

En cuanto se refiere a las entidades auxiliares, la LIIC 35/2003 se aplicará:

a) A las Sociedades Gestoras de IIC (en adelante, SGIIC), a las que se refiere el Título IV de la LIIC, esto es, a las SGIIC autorizadas por el Ministro de Economía e inscritas en el Registro de la CNMV (art. 41).

(8) Podemos detectar procesos semejantes de adaptación estatutaria a las modificaciones de las Leyes extranjeras sobre IIC en las IIC que se comercializan en nuestro país. Así, la prensa económica del pasado día 5 de febrero de 2004 (*Expansión*, p. 35) publicaba el anuncio de convocatoria de la Junta Extraordinaria de los Accionistas de Franklin Templeton Investment Funds, SICAV luxemburguesa, cuyo primer punto del orden del día era: “sustituir toda referencia a la Ley de Luxemburgo de 30 de marzo de 1988 en los arts. 3 y 30 de los artículos de Incorporación de la Compañía por la referencia a la Ley de Luxemburgo de 20 de diciembre de 2002”.

b) A los Depositarios de IIC, regulados en el Título V de la LIIC, esto es, las entidades de crédito o las sociedades y agencias de valores (art. 58) autorizadas por la CNMV e inscritas en sus registros (art. 59).

c) A “otras entidades que presten servicios a las IIC” en los términos legal y reglamentariamente previstos; referencia que abarcará a las sociedades de tasación, respecto de las IIC inmobiliarias; a entidades de crédito, en las que los depositarios deleguen la custodia de todos o parte de los activos de las IIC (ver art. 62), etc.

III. OBJETIVOS, PRINCIPIOS Y CONTENIDO DE LA LIIC 35/2003

1. Objetivos

La LIIC de 2003 —según el apartado I de su Exposición de Motivos— tiene un doble objetivo: Formal, consistente en “instituir de forma clara, ordenada y completa en sede legal los aspectos sustantivos del régimen jurídico” de las IIC y en adaptar la normativa a las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE⁽⁹⁾; Sustancial, que reside en adaptar la regulación de las IIC al enorme crecimiento experimentado por el sector desde 1984 tanto en términos cuantitativos como cualitativos. En este último sentido, dicho crecimiento ha desembocado en un notable grado de madurez, que se manifiesta mediante “una demanda diversificada y exigente en calidad y precio y en una creciente competencia entre los prestadores de servicios de gestión de las IIC tanto en nuestro mercado, como en el ámbito europeo y global”.

2. Principios básicos

Para alcanzar los objetivos señalados, la LIIC de 2003 se basa en tres principios básicos cuales son la liberalización de la política de inversión de las IIC, el refuerzo en la protección de los inversores que acuden a dichas IIC y el perfeccionamiento del régimen de la intervención administrativa en las mismas para alcanzar el mejor punto de equilibrio entre la agilidad del procedimiento y la seguridad jurídica para los administrados.

(9) Ver sobre las mismas nuestra noticia en esta *RDBB*, 87, 2002, p. 328 y ss.

3. Contenido

El contenido de la LIIC 35/2003 se distribuye a lo largo de seis títulos, con 94 artículos, cinco Disposiciones Adicionales, seis Disposiciones Transitorias, una Disposición Derogatoria y seis Disposiciones Finales. Conviene destacar que, por regla general, el lenguaje y la sintaxis de las normas hace inteligible su contenido, lo cual constituye un motivo de rara satisfacción a la vista de nuestra legislación financiera reciente.

IV. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE LAS IIC

1. Concepto de IIC

El concepto de IIC, contenido en el art. 1.º 1 de la LIIC de 2003, es funcional y se basa en la forma característica de operar de este tipo de inversores institucionales en tres momentos⁽¹⁰⁾: Primero, en el momento de la captación de recursos que será amplia en su objeto y pública en su forma (así se habla de “captación de fondos, bienes o derechos del público”). Segundo, en el momento del destino de los recursos captados, que será la gestión e inversión colectiva igualmente amplia en su objeto (así se habla de “para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no”). Tercero y último, en el momento de establecer los rendimientos de las inversiones previamente captadas y gestionadas, que será colectiva (así se habla de “siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”).

Este concepto de IIC despliega una doble eficacia: Como mecanismo de tipificación que permite delimitar el ámbito de aplicación imperativa de la LIIC de 2003 (art. 1.º 1, párrafo 2.º); Como presupuesto de la reserva de la actividad compleja que integra el concepto de IIC a favor de las IIC que cumplan los requisitos legales (art. 1.º 1, párrafo 2.º y art. 14.1), de modo tal que ninguna persona o entidad podrá desarrollar dicha actividad sin la preceptiva autorización y registro (art. 14.3), incurriendo en la responsabilidad administrativa consiguiente en caso contrario (art. 14.4).

(10) Ver RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Entidades del mercado de inversión colectiva. Las Instituciones de Inversión Colectiva. Sociedades y Fondos de Inversión”, en ALONSO UREBA, A./MARTÍNEZ SIMANCAS, J., *Instituciones del Mercado Financiero*, vol.VI, Madrid, 1999, p. 3492. Ver también nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 81 y ss., así como nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 126 y ss. sobre la noción de IIC en el Derecho comunitario, en el Derecho español y en el Derecho comparado.

2. Clases de IIC

La LIIC de 2003 —siguiendo la voluntad diversificadora y omnicompreensiva que inspiraba la anterior LIIC de 1984⁽¹¹⁾— establece la tipología básica de IIC atendiendo a dos criterios que, según veremos, se superponen⁽¹²⁾: el de su forma jurídica y el de su objeto.

1. Clases de IIC según su forma jurídica:
sociedades y fondos de inversión

- a) *Los fondos de inversión*

La estructura jurídica —tanto personal como patrimonial— de los fondos en la LIIC de 2003 presenta una continuidad respecto de la LIIC de 1984, con la novedad del reconocimiento expreso de la posible compartimentación.

En efecto, los fondos de inversión se definen como patrimonios separados, carácter de personalidad jurídica y asentados sobre un triángulo de relaciones personales⁽¹³⁾ en cuyos vértices están: Primero, los partícipes, quienes, en número mínimo de 100, aparecen como copropietarios del fondo con unos derechos mínimos tipificados legalmente que cabe resumir diciendo que tienen derecho a desinvertir, mediante el reembolso de sus participaciones o el traspaso de sus inversiones; estar informados; reclamar y exigir responsabilidades a la SGIIC y al depositario (art. 5.º). Segundo, la SGIIC, encargada de la gestión y representación del fondo y dotada para ello de una titularidad fiduciaria manifiesta legalmente al decir que ejerce “las facultades de dominio sin ser propietaria” de aquél (art. 3.º 1). Tercero, el depositario, que se encarga de la custodia de los activos del fondo y de la vigilancia de la SGIIC (art. 3.º 1 y art. 57). La

(11) Ver RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ob. cit., p. 3493 y ss. y nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 90 y ss.

(12) Ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 129 y ss. sobre las clases de IIC en el Derecho comunitario y en el Derecho español. Adviértase que de la Directiva 85/611/CEE cabe deducir que, en el Derecho comunitario, existen tres criterios de clasificación de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) que no coinciden plenamente con los nuestros y son: el de su liquidez, que permite distinguir los abiertos y los cerrados; el de la apelación al ahorro del público, que lleva a distinguir los públicos de los privados; y el de su estructura jurídica, que diferencia los fondos de las sociedades de inversión. A estos criterios nos referimos en nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 87 y ss.

(13) Esta estructura personal de carácter triangular sobre la que se asientan los fondos de inversión muestra una continuidad con la normativa previa. Ver, al respecto, nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización* cit., p. 162 y ss.

SGIIC y el depositario podrán percibir del fondo sus respectivas comisiones de gestión y depósito y la SGIIC podrá percibir de los partícipes comisiones de suscripción y reembolso de participaciones (art. 8.º).

El patrimonio del fondo se constituirá por las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos y su separación hace que no responda de las deudas de los partícipes, de las sociedades gestoras o de los depositarios, al igual que aquellos no responden de las deudas del fondo (art. 6.º). Dicho patrimonio se divide en partes alícuotas que son las participaciones, carentes de valor nominal, consideradas valores negociables y susceptibles de representarse mediante certificados nominativos o anotaciones en cuenta. Dentro de un mismo fondo o de un mismo compartimento de un fondo podrán existir distintas clases de participaciones que se diferenciarán por las comisiones que les resulten aplicables. El valor liquidativo de cada clase de participación será el que resulte de dividir el valor de la parte del patrimonio del fondo que corresponda a dicha clase entre el número de participaciones de tal clase en circulación y se calculará y publicará en la forma reglamentariamente prevista, atendiendo a las distintas políticas de inversión, la naturaleza de los partícipes y la liquidez del fondo. Este valor liquidativo tiene una importancia esencial para la suscripción y reembolso de las participaciones, que se hará generalmente en efectivo y excepcionalmente mediante entrega de bienes, valores o derechos aptos para la inversión y adecuados a la vocación inversora del fondo (art. 7.º).

Según vemos, el cálculo correcto del valor liquidativo de las participaciones de un fondo por la SGIIC, bajo la supervisión del depositario [art. 60.e)], constituye el presupuesto esencial del funcionamiento adecuado de un fondo de inversión y, en particular, de la protección sustancial de sus partícipes porque ese valor liquidativo cumple una función análoga a la “cotización” de las acciones, esto es, marca el precio objetivo y público al que los inversores pueden suscribir las participaciones o solicitar su reembolso. Los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por las SGIIC para calcularlo resultan relativamente sencillos cuando el patrimonio del fondo está compuesto por valores cotizados, ya que existe un valor de mercado de referencia; pero se complican cuando el fondo integra activos de renta fija, derivados y otro tipo de activos financieros poco líquidos o estructurados, cada vez más frecuentes en las carteras de los fondos ⁽¹⁴⁾. Nuestra práctica financiera ofrece pruebas evidentes de esta complejidad y de la importancia esencial de un cálculo correcto del valor liquidativo. Así, la CNMV ha suspendido el proceso de suscripción y reembolso de partici-

(14) Ver FERNÁNDEZ, G./ROIG, M., “Cómo se valoran las carteras”, *Expansión*, 31-1-2004, p. FS 8, donde explican cómo la inclusión, en las carteras de los fondos, de productos financieros cada vez más sofisticados, tales como derivados, renta fija privada, bonos emergentes y de alta rentabilidad complican el cálculo del valor liquidativo de sus participaciones.

paciones de los fondos administrados por una SGIIC al detectarse errores en los cálculos señalados ⁽¹⁵⁾.

La novedad más significativa de la nueva LIIC de 2003 consiste en la posibilidad de crear fondos de inversión por compartimentos “en los que bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión se agrupen dos o más compartimentos, debiendo quedar reflejada esta circunstancia expresamente en dichos documentos” (art. 3.º 2). Esta compartimentación hará que un fondo de inversión opere, en la práctica, como varios fondos coexistentes, con sus respectivos valores liquidativos, políticas de inversión, sistemas de comisiones, etc. En este sentido, destaca la asimilación del tratamiento de los traspasos de inversiones entre IIC a los traspasos entre compartimentos de una misma IIC.

b) *Las sociedades de inversión*

La LIIC de 2003 presenta una continuidad sustancial con la precedente de 1984 en la caracterización de las sociedades de inversión como sociedades anónimas especiales (art. 9.º 1), con el consiguiente efecto de aplicación supletoria de la LSA (art. 9.º 2 LIIC 35/2003 y art. 3 LSA). También continúa exigiendo un número mínimo de 100 accionistas (art. 9.º 4) y que su capital esté íntegramente desembolsado desde su constitución y representado mediante acciones, que podrán estar representadas por títulos nominativos o anotaciones en cuenta (art. 9.º 3).

Sin embargo, la LIIC de 2003 altera el *statu quo* previo al contemplar —al igual que en el caso de los fondos de inversión— la posibilidad de crear sociedades de inversión por compartimentos “en las que bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales se agrupen dos o más compartimentos, debiendo quedar reflejada esta circunstancia expresamente en dichos documentos” (art. 9.º, 1 párrafo 2.º); y limitar las sociedades financieras a la forma de capital variable (SICAV) (art. 32 y ss.), eliminando la de capital fijo (las SIM) que podrán transformarse conforme a la Disposición Transitoria Segunda.

(15) Se trata, en concreto, de los fondos de inversión administrados por AFINA GESTIÓN, quien solicitó de la CNMV la suspensión cautelar de las suscripciones y reembolsos de las IIC gestionadas (con un patrimonio de 81 millones de euros) tras detectar errores informáticos que podían afectar al valor liquidativo (ver *expansión* de 3 de febrero de 2004, p. 22). El caso ha suscitado un gran interés público, de modo tal que en la prensa económica se han sucedido los artículos que destacan la importancia esencial que para la industria de los fondos tiene la correcta determinación del valor liquidativo de sus participaciones. En este sentido pueden verse los artículos de BANDA, A., “El futuro de los fondos de inversión” (*Expansión* 30-1-2004, p. 47) y de SANZ CABALLERO, J.I., “Fondos de inversión y transparencia” (*Expansión* 2-2-2004, p. 47).

2. Clases de IIC según su objeto: IIC de carácter financiero y no financiero

En segundo lugar, el criterio de los bienes en que invierten los fondos captados, que lleva a diferenciar las IIC de carácter financiero de las IIC de carácter no financiero (art. 1.º 3). La definición y las normas específicamente aplicables a estas dos clases de IIC se desarrollan en el Título III de la LIIC 35/2003 al que nos referiremos más adelante.

V. DISPOSICIONES COMUNES A LAS IIC

1. Condiciones de acceso a la actividad de las IIC

1. Autorización y registro

El acceso de las IIC a su actividad típica está sometido a un procedimiento trifásico de autorización sobre proyecto de constitución que ya es tradicional en nuestro sistema financiero (porque se aplica a las empresas de servicios de inversión, a las entidades de crédito, etc.) y se inicia con la autorización del proyecto de constitución por la CNMV; sigue con su constitución mediante escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, que será obligatoria en las sociedades de inversión y potestativa en los fondos de inversión; y acaba con la inscripción de la IIC y de su folleto informativo en el Registro Administrativo de la CNMV (art. 10.1 y 6). Así, la nueva LIIC ratifica las dos principales reformas operadas en su día por la LIIC 44/2002: la “inversión” del régimen tradicional de autorización de las IIC y de sus SGIIC y la caracterización potestativa de la inscripción de los fondos de inversión en el RM⁽¹⁶⁾. En efecto, por un lado, mientras que en el régimen tradicional anterior⁽¹⁷⁾ la autorización de las IIC correspondía al MEH primero y al ME después, y la de las SGIIC era competencia de la CNMV, desde la reforma de la LIIC 44/2002 se invierten las competencias para atribuir la autorización de las IIC a la CNMV y la de las SGIIC al ME. Por otro lado, mientras que hasta la reforma de la LIIC 44/2002

(16) Sobre las razones de ambas modificaciones, ver PADEIRA ROMERO, ob. cit., p. 377 y ss.

(17) Ver al respecto nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 111 y ss. y p. 232 y ss., respectivamente.

el acceso de los fondos de inversión al RM era obligatorio, desde entonces su inscripción es potestativa⁽¹⁸⁾.

Quienes promuevan la constitución de una IIC deberán presentar ante la CNMV una solicitud de autorización. Esta solicitud deberá incorporar, en general, una memoria, la acreditación de la honorabilidad y profesionalidad de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la IIC, y cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos legalmente exigibles. En particular, si se trata de fondos de inversión, la solicitud deberá incorporar el folleto informativo y el reglamento de gestión; mientras que, si se trata de sociedades de inversión, deberá incorporar sus estatutos sociales y, si no se ha designado una SGIIC, una memoria de actividad con la estructura organizativa (art. 10.2).

Dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud de autorización, la CNMV deberá notificar bien la autorización o bien la resolución motivada que la deniegue basada en el incumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios o en los supuestos previstos en el art. 10.4. Conviene destacar que se establece un mecanismo de silencio administrativo positivo con los efectos previstos en el art. 43 de la LIIC 30/1992 en caso de que transcurran cinco meses sin resolución expresa (art. 10.3).

Para obtener y conservar la autorización, deberán cumplirse los requisitos de forma jurídica adecuada (constitución como sociedad anónima o fondo de inversión), objeto social exclusivo, capital social o patrimonio mínimos, número mínimo de accionistas o partícipes, designación de SGIIC en el caso de fondos de inversión, designación de depositario en los fondos de inversión y en las SICAV y, en el caso de las sociedades de inversión, organización administrativa y contable y procedimientos de control interno adecuados, domiciliación y efectiva administración y dirección en territorio español, honorabilidad empresarial o profesional de sus administradores o directivos, conocimiento y experiencias adecuadas de la mayoría de los administradores y directivos y un reglamento interno de conducta en los términos legalmente previstos (art. 11).

El procedimiento de autorización descrito también se aplicará a las modificaciones del proyecto constitutivo, de los estatutos o de los reglamentos de gestión de las IIC; salvo que se trate de modificaciones especiales (cambio de domicilio, incorporación de preceptos legales o reglamentarios, ampliaciones de capital, modificaciones exceptuadas por la CNMV) que únicamente deberán ser comunicadas a la CNMV. Las modificaciones del reglamento de un fondo de inversión, después de su autorización por la CNMV, deberán comunicarse de

(18) Ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 135 y ss. sobre el proceso de constitución de las IIC financieras tras la reforma de la LIIC 46/1982 por la LIIC 44/2002.

forma inmediata a los partícipes, quienes tendrán derecho de separación, sin deducción de comisión o gasto alguno cuando tales modificaciones afecten a la política de inversión, de distribución de resultados o comporten la sustitución de la SGIIC o del depositario o la fusión, transformación o escisión, etc. (art. 12).

2. Suspensión y revocación de la autorización

La autorización concedida a una sociedad de inversión puede ser suspendida por infracción grave y sistemática de las disposiciones legales o reglamentarias, por la influencia dañina de sus accionistas significativos, por sanción o por aplicación analógica de lo previsto en el art. 76.1.a), b) y c) de la LMV para las empresas de servicios de inversión⁽¹⁹⁾ (art. 13.2).

La autorización concedida a una IIC puede ser revocada por la CNMV por sanción prevista en el art. 85.1.c), por incumplimiento de los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad, por inactividad inicial imputable, por renuncia, por falta de inscripción en el Registro de la CNMV, por falsedad en la obtención de la autorización, por volumen de actividad insuficiente, por influencia dañina de los accionistas significativos en las sociedades de inversión, por inicio de un procedimiento concursal o cuando se dé una causa de disolución forzosa de las previstas en el art. 260 de la LSA (art. 13.1).

2. Condiciones de ejercicio de la actividad de las IIC

1. La transparencia de las IIC

a) *Transparencia informativa*

La posición jurídica que ocupan los inversores en las IIC —en particular, los partícipes en los fondos de inversión— hace de la información el instrumento esencial de protección de sus legítimos intereses. Por ello, la regulación de la transparencia informativa⁽²⁰⁾ es una cuestión clave que abarca dos aspectos:

Primero, el contenido de la información, estableciendo la LIIC la forma de organizarla a través de una serie de documentos. Así, las SGIIC, respecto de cada fondo de inversión que administren y las sociedades de inversión deberán

(19) Sobre estas causas, ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 100.

(20) Sobre los deberes de información de las IIC financieras en la normativa precedente, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 126 y ss.

publicar, para su difusión entre los accionistas, partícipes y público en general los siguientes documentos: un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y un informe trimestral al objeto de que sean públicamente conocidas, de forma actualizada, cuantas circunstancias puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución, con particular atención a sus riesgos y al grado de cumplimiento normativo. Dichos documentos deberán reunir el contenido mínimo previsto en el art. 17 de la LIIC y se acomodarán a los modelos normalizados que establezca la CNMV.

Segundo, el proceso de transmisión de aquella información, estableciendo la LIIC el tipo de información que deberá transmitirse en cada caso y las circunstancias de aquella transmisión. Así, antes de la suscripción de participaciones o acciones, deberán entregarse a los suscriptores de acciones o participaciones el folleto simplificado y el último informe semestral y, además, cuando lo soliciten, el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados. Periódicamente, se remitirán a los partícipes y accionistas los informes anual y semestral, salvo expresa renuncia y, además, se remitirá el informe trimestral, cuando expresamente se solicite (art. 18.1 y 2).

Según decimos, la particular estructura jurídica de las IIC y, en especial, de los fondos de inversión hace que la transparencia sea la principal garantía de los intereses de sus partícipes y la información el instrumento esencial para alcanzar aquella transparencia. Es por ello por lo que la nueva LIIC articula la información como una relación obligatoria en la que los partícipes de los fondos aparecen como acreedores [art. 5.º 3.c)] y la SGIIC y el depositario como deudores de la obligación de entregar la información pertinente antes de la suscripción de participaciones o acciones y durante la permanencia de los partícipes o accionistas como tales (art. 18).

En concreto, la información previa a la suscripción de participaciones en los fondos de inversión es una obligación esencial de la SGIC y la depositaria, cuyo incumplimiento faculta al partícipe desinformado para resolver el contrato de suscripción al amparo de lo establecido en el art. 1124 del Código Civil o a ejercitar la acción de anulabilidad del mismo contrato por error en el consentimiento prestado con la consiguiente restitución de las prestaciones conforme a lo establecido en los arts. 1300, 1301 y 1303 del Código Civil. Encontramos un ejemplo de acción de resolución en el litigio resuelto por la Sentencia de la Sección 14.ª de la Audiencia Provincial de Madrid, de 10 de febrero de 2003 que —revocando la Sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia n.º 7 de Madrid, de 20 de febrero de 2002— declaró resuelto un contrato de suscripción de participaciones en un FIM, con el consiguiente deber de la SGIIC y de la depositaria, demandadas de devolver al partícipe la suma de las participaciones suscritas en su día, con los intereses legales pertinentes. Y dicha declaración de resolución

se efectuó por entender acreditado el incumplimiento por las dos demandadas de sendas obligaciones informativas de carácter esencial que fueron la falta de remisión del folleto explicativo integrado con el reglamento de gestión del fondo y la falta de remisión de los correspondientes informes trimestrales⁽²¹⁾.

Por otro lado, cuanta publicidad contenga una invitación a comprar participaciones o acciones de una IIC deberá informar sobre la existencia y disponibilidad de los folletos antes señalados (art. 18.3 y 4).

Junto a los documentos informativos estables y periódicos, las SGIIC y las sociedades de inversión deberán hacer públicos los hechos relevantes relacionados con la IIC conforme a lo dispuesto por la LMV, comunicándolos a la CNMV e incorporándolos a los informes sucesivos para información de los accionistas y partícipes (art. 19). Esta remisión a la LMV exige una labor de

(21) En concreto, el supuesto de hecho consistió en que una persona física suscribió participaciones de un FIM mediante orden telefónica y con conocimiento del producto financiero por haber suscrito con anterioridad participaciones de un FIM análogo, haber recibido información publicitaria de diferentes fondos de inversión y haber sido informado previamente por su asesor personal en conversación telefónica. Sin embargo, las entidades financieras demandadas no pudieron demostrar que remitieran al partícipe el folleto explicativo integrado con el reglamento de gestión y los informes trimestrales. Por lo tanto, en el procedimiento se plantearon tres cuestiones de gran interés en el régimen de los fondos de inversión, que se reflejan en los fundamentos de Derecho de la Sentencia: primero, la estructura jurídica de la gestión de los fondos que se proyecta en identificar las entidades deudoras de la obligación de información. En este sentido, tanto la SGIIC como la depositaria alegaron sendas excepciones de falta de legitimación pasiva y de falta de litisconsorcio pasivo necesario por no haberse llamado al FIM a juicio. Esta primera cuestión se desestimó de forma coincidente por el Juzgado 1.ª Instancia y la Audiencia Provincial sobre la base de la contundente alusión contenida en la LIIC de 1984 y reiterada en la LIIC vigente de 2003 en el sentido de que la “gestión y representación (de los fondos de inversión) corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio, sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario” (art. 3.º 1). El segundo aspecto relevante fue el carácter esencial del cumplimiento estricto de la obligación de información en los términos legalmente exigidos. En efecto, la Audiencia no consideró suficiente la información comercial o verbal recibida por el suscriptor, sino que estimó que la obligación de información es exigible en los términos legal y reglamentariamente previstos y que tiene un carácter esencial respecto del contrato de suscripción de participaciones, por lo que su incumplimiento facultaba al partícipe al resolverlo al amparo del art. 1124 del Código Civil. En tercer lugar y al hilo del anterior incumplimiento, se planteó una cuestión de prueba de enorme importancia práctica no sólo en el ámbito de las IIC sino en toda la actividad de intermediación financiera, en la que los intermediarios tienen una serie de obligaciones de informar a sus clientes que cumplen utilizando el correo sin poder dejar constancia fehaciente de la remisión de la información en cada caso, por motivos evidentes del coste desmesurado que ello supondría. En concreto, la Audiencia Provincial consideró que las demandadas no probaron el cumplimiento de sus obligaciones informativas (prueba que podría haberse realizado por vía indiciaria o de presunciones con la aportación, por ejemplo, de la constancia en sus archivos informáticos o con un informe pericial sobre sus sistemas de remisión de información) y que, por el contrario, el demandante aportó una serie de pruebas (especialmente, reclamaciones sucesivas ante la CNMV) que permitieron vislumbrar los incumplimientos denunciados.

adaptación de lo previsto para la información relevante de las sociedades cotizadas en el art. 82 de la LMV al supuesto de hecho de las IIC ⁽²²⁾. De tal manera que se considerará hecho relevante relacionado con una IIC todo aquél cuyo conocimiento pueda afectar razonablemente a un inversor para solicitar la suscripción o el reembolso de acciones o participaciones en IIC. Asimismo, las SGIIC y las sociedades de inversión deberán difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, todo hecho relevante; el contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, en su caso, cuantificado y la CNMV podrá dispensar de esta obligación a las SGIIC y sociedades de inversión que lo soliciten, justificando la eventual influencia negativa en sus legítimos intereses.

b) Transparencia contable

Las IIC deberán ajustar su contabilidad a las normas específicas que establezca el ME o, con su habilitación específica, la CNMV, previo informe del ICAC, quienes determinarán tanto los modelos públicos de cuentas anuales como los estados complementarios de información reservada que deberán rendirle las IIC para su supervisión (art. 20).

Las IIC deberán someterse a auditoría de cuentas conforme a lo previsto en la disp. adic. 1.^a de la LIIC 19/1988, de Auditoría de Cuentas. Dicha auditoría deberá extenderse a los documentos previstos en aquella LIIC y se realizará conforme a las normas reguladoras de la Auditoría de Cuentas (art. 21).

c) Transparencia política

De forma análoga a lo que sucede en las restantes entidades financieras (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión o entidades aseguradoras), la LIIC de 2003 establece un mecanismo de control público sobre las participaciones significativas en las IIC. De modo tal que la adquisición y pérdida de una participación significativa en una IIC deberá hacerse pública en la forma y plazos reglamentariamente previstos; dejándose también al desarrollo reglamentario tanto los porcentajes de capital y patrimonio que tendrán la consideración de participación significativa como las personas o entidades obligadas a su comunicación o difusión (art. 22). Recordemos que esta remisión legal,

(22) Sobre “el régimen jurídico de la obligación de comunicación de los hechos relevantes” previsto en el art. 82 de la LMV, ver, por todos, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, en SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Comentario a la LIIC 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Pamplona 2003, p. 213 y ss.

de carácter general, al desarrollo reglamentario mantiene en vigor la normativa reglamentaria vigente conforme a la Disposición Transitoria Primera de la LIIC⁽²³⁾.

2. Normas sobre inversiones

Todas las IIC deberán invertir su activo conforme a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia establecidos en el art. 23 que se concretan según la clase de IIC de que se trate, bien sean financieras (art. 30.2) o inmobiliarias (art. 36).

3. Modificaciones estructurales

La LIIC 35/2003 regula las siguientes modificaciones estructurales de las IIC:

a) La disolución y liquidación, distinguiendo según se trate de fondos de inversión o sociedades de inversión (art. 24): Los fondos de inversión se disolverán por cumplimiento del plazo previsto, por acuerdo de su SGIIC y el depositario y por las demás causas previstas en la LIIC, en sus normas de desarrollo o en el Reglamento de gestión. La liquidación de los fondos se realizará por la SGIIC con el concurso del depositario y previo cumplimiento de los requisitos de publicidad y demás garantías legales. Las sociedades de inversión se disolverán y liquidarán conforme a lo previsto en la LSA, con las especialidades previstas en la legislación específica sobre IIC.

b) La transformación de las IIC, que estará limitada entre IIC de la misma forma jurídica y clase, sin perjuicio de que las sociedades de inversión puedan transformarse en sociedades de régimen general y las sociedades anónimas en sociedades de inversión, cumpliendo los requisitos legalmente previstos (art. 25).

c) La fusión de IIC podrá implicar, únicamente, a IIC pertenecientes a la misma clase y podrá realizarse tanto por absorción como por creación de una nueva IIC, siempre que, en este último caso, se trate de IIC que compartan una misma forma jurídica. Estas operaciones de fusión deberán obtener la autorización de la CNMV conforme al procedimiento general del art. 10 de la LIIC y seguirán, en el caso de las sociedades de inversión el proceso previsto en la

(23) Sobre la transparencia de las participaciones significativas en la normativa precedente, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 121 y ss.

LSA, mientras que en el caso de fondos de inversión, deberán seguir el proceso específicamente previsto en la LIIC 35/2003 (art. 26)⁽²⁴⁾.

d) La escisión de IIC, que podrá ser total o parcial; pudiendo las IIC beneficiarse de la escisión total o parcial de cualquier otra entidad, siempre que no suponga desvirtuar su carácter y naturaleza jurídica o implique el incumplimiento de sus requisitos y obligaciones específicos. Tales escisiones deberán cumplir los requisitos previstos para las transformaciones de IIC en el art. 25.3 y, en caso de sociedades de inversión, deberán respetar la LSA (art. 27).

e) Los traspasos de inversiones entre IIC o entre compartimentos de una misma IIC deberán cumplir los requisitos de procedimiento previstos en el art. 28 y, supletoriamente, las normas generales sobre suscripción y reembolso de las participaciones en fondos de inversión y sobre adquisición y enajenación de acciones en sociedades de inversión (art. 28).

3. Comercialización transfronteriza de acciones y participaciones de IIC

1. Movimientos de entrada: comercialización en España de acciones y participaciones de IIC extranjeras

A estos efectos, el art. 15 de la LIIC distingue el régimen de comercialización según se trate de dos tipos de IIC⁽²⁵⁾:

a) IIC comunitarias armonizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE, cuya comercialización se beneficia del pasaporte comunitario y, por lo tanto, será libre, sin perjuicio de su deber de presentar, ante la CNMV, la documentación acreditativa de su condición de IIC comunitaria armonizada e informativa sobre la propia IIC y el proyecto de comercialización de sus acciones o participaciones en territorio español; de su deber de respetar las normas de Derecho español que excedan del ámbito de la Directiva citada; y de su deber de adoptar las medidas que la CNMV considere necesarias para facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, el reembolso de participaciones o la adquisición de acciones, la difusión de información y el ejercicio por aquellos de sus derechos (art. 15.1).

(24) Téngase en cuenta que este procedimiento ya fue reformado por la Ley 44/2002. Ver PADEIRA ROMERO, ob. cit., p. 379 y ss.

(25) Sobre el régimen vigente anterior a la LIIC de 2003, nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 130 y ss., y nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 140 y ss.

b) IIC comunitarias no armonizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE y extracomunitarias. La comercialización en España de sus acciones y participaciones, al no gozar del pasaporte comunitario, queda sometida al cumplimiento de los requisitos previstos en el art. 61 de la LMV para las ofertas públicas de venta de valores ⁽²⁶⁾, previa acreditación de la homogeneidad de la IIC —especialmente en cuanto a la protección de los intereses de sus accionistas o partícipes— con la normativa española y de la aportación de un informe favorable de la autoridad competente de su Estado de origen sobre el desarrollo de las actividades por su parte (art. 15.2).

2. Movimientos de salida: comercialización en la Unión Europea de acciones y participaciones de IIC españolas

Cuando una IIC española pretenda comercializar sus acciones o participaciones en un Estado comunitario al amparo de la Directiva 85/611/CEE deberá informar a la CNMV del proyecto de comercialización y solicitarle la expedición de un certificado de que reúne los requisitos previstos en aquella Directiva (art. 16). En consecuencia, el proceso de entrada de dicha IIC en cada Estado miembro estará sometido a un procedimiento armonizado conforme a la repetida Directiva que será semejante al previsto en el art. 15.1 de la LIIC.

VI. DISPOSICIONES ESPECIALES APLICABLES A LAS IIC FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

1. Disposiciones aplicables a las IIC financieras

1. Concepto y clases de IIC de carácter financiero

Son IIC de carácter financiero aquellas entidades que, reuniendo las características generales del art. 1.º 1, tengan por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros (en concreto, los activos aptos para la inversión enumerados en el art. 30) ⁽²⁷⁾.

Estas IIC financieras pueden adoptar la forma de fondos de inversión (FI) o de sociedades de inversión de capital variable (SICAV) (art. 29). Esta clasifi-

⁽²⁶⁾ Sobre el régimen reglamentario de estas OPVs, contenido en el Capítulo IV del RD 291/1992 (arts. 28 y 29), ver el comentario de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario Sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 773 y ss.

⁽²⁷⁾ Ver RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ob. cit., p. 3496 y ss.

cación legal básica simplifica notablemente la establecida en la LIIC de 1984, que, tras las sucesivas reformas, daba cobijo, junto a las IIC financieras generales, de estructura societaria (SIM y SIMCAV) o fundacional (FIM y FIAMM), a las IIC especializadas, que podían ser: IIC de fondos, con estructura a su vez societaria (SIMF y SIMCAVF) o fundacional (FIMF); IIC con estructura de subordinación (las denominadas “master-feeder”) organizadas mediante Fondos de Inversión Mobiliaria Principales (FIMP), e IIC subordinadas, que a su vez podían adoptar las formas societaria (SIMS y SIMCAVS) o fundacional (FIMS); e IIC especializadas en la inversión en valores no negociados en mercados secundarios, de estructura societaria (SIME) o fundacional (FIME). Además, debe tenerse en cuenta la existencia de tipos específicos como los Fondos de Inversión en Deuda del Estado (Fondtesoros)⁽²⁸⁾.

2. Disposiciones comunes aplicables a las IIC de carácter financiero

Tales IIC financieras están sujetas a determinadas disposiciones comunes sobre materialización y diversificación de sus inversiones y sobre obligaciones frente a terceros⁽²⁹⁾:

a) Su patrimonio deberá estar materializado en activos aptos para su inversión tales como valores negociables e instrumentos financieros admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación o respecto de los cuales esté solicitada la admisión a negociación en aquellos mercados o sistemas o en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar tal admisión; acciones y participaciones de otras IIC autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE cuyos reglamentos o estatutos no autoricen a invertir más del 10% del activo de la IIC en participaciones o acciones de otra IIC o bien de IIC no autorizadas conforme a aquella Directiva 85/611/CEE cuando se cumplan determinados requisitos; depósitos a la vista o a corto plazo en entidades de crédito; instrumentos financieros derivados negociados en un mercado o sistema de negociación o no negociados cuando cumplan determinados requisitos; instrumentos del mercado monetario que cumplan ciertos requisitos; valores o instrumentos financieros distintos y, en el caso de sociedades de inversión, bienes muebles o inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad (art. 30.1).

(28) Sobre las distintas clases de sociedades y fondos de inversión existentes en nuestra normativa anterior a la LIIC de 2003, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 134 y ss., y nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 130 y ss.

(29) Sobre la normativa precedente, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 113 y ss., y nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 136 y ss.

Por otro lado, las IIC de carácter financiero no podrán adquirir metales preciosos ni ningún otro tipo de materia prima o de bienes muebles o inmuebles diferentes de los previstos legalmente (art. 30.9).

Además, debe recordarse que las IIC deberán mantener un coeficiente de liquidez que garantice suficientemente el régimen de reembolso de sus participaciones en los términos reglamentariamente previstos (art. 30.2 párrafo 1.º).

b) Las IIC deberán diversificar los riesgos de sus inversiones sin superar, con carácter general, el 5% de su patrimonio en activos e instrumentos financieros de un mismo emisor y el 15% en un mismo grupo (art. 30.2 párrafo 2.º y 3.º).

c) Asimismo, las IIC deberán definir claramente su vocación inversora de modo tal que el inversor conozca con precisión a qué categoría pertenece de entre las establecidas a fines estadísticos e informativos por la CNMV (art. 30.2 párrafo 4.º). La exigencia de transparencia lleva a imponer a las IIC financieras el deber de incorporar a sus reglamentos o estatutos sociales la explicación de los principales aspectos de su política de inversión, tales como forma de cumplimiento de los principios generales del art. 23, reglas de utilización de los instrumentos financieros derivados, financiaciones que pueden recibir y operaciones sobre sus activos (art. 31).

d) En cuanto a las obligaciones frente a terceros, ni las SGIIC ni las sociedades de inversión podrán conceder o avalar créditos por cuenta de terceros (art. 30.4), realizar ventas al descubierto de ciertos activos (art. 30.5), pignorar ni constituir garantías con los valores y otros activos de la cartera de la IIC (art. 30.6), endeudarse más allá del 10% de su activo (art. 30.7), recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos u otras análogas (art. 30.8).

3. Las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV)

Las SICAV son sociedades anónimas especiales que se registrarán por sus normas específicas y, supletoriamente, por la LSA (art. 9.º 2). Su principal especialidad funcional consiste en la variabilidad de su capital social que podrá aumentar o disminuir, sin necesidad de acuerdo de junta general, dentro de los límites máximo y mínimo fijados en sus estatutos mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones (art. 29, pfo. 3.º). Esta variabilidad de su capital comporta una serie de especialidades funcionales derivadas sobre el mantenimiento de acciones en cartera, el valor liquidativo de cada acción, la emisión y recompra por la sociedad de sus propias acciones, etc. (art. 32) y la exigencia de mantener un coeficiente de liquidez (art. 33). Por otro lado, la

especialidad estructural más destacable consiste en la necesidad de designar en sus estatutos sociales un depositario (art. 32.2)⁽³⁰⁾.

2. Disposiciones aplicables a las IIC no financieras

Siguiendo la técnica tradicional, se definen las IIC de carácter no financiero por exclusión como aquellas no contempladas en el art. 29 de la LIIC, esto es, aquellas cuya finalidad sea la inversión en activos e instrumentos no financieros (art. 34)⁽³¹⁾.

Dentro de las IIC no financieras se distinguen dos categorías:

a) Las IIC inmobiliarias, que tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento —que pueden adquirir en sus distintas fases de construcción—, sin perjuicio de la posible inversión de una parte de su activo en valores negociados en mercados secundarios (art. 35)⁽³²⁾.

Estas IIC inmobiliarias están sujetas a unas normas de inversión comunes que afectan a los criterios de valoración de los bienes y derechos en los que inviertan, a los coeficientes de liquidez y diversificación del riesgo, al plazo mínimo de permanencia de las inversiones, adquisición y enajenación de bienes inmuebles, opciones de compra, compromisos de compra a plazo y derechos reales, etc. que se desarrollen reglamentariamente (art. 36).

Las IIC inmobiliarias pueden organizarse en las dos formas jurídicas básicas, esto es: Como sociedades de inversión inmobiliaria, que son sociedades anónimas con un capital mínimo totalmente desembolsado desde su constitución y cuya gestión podrá encomendarse a una SGIIC (art. 35.3 y 37)⁽³³⁾; Como fondos de inversión inmobiliaria, que se regirán por las normas generales sobre fondos de inversión (capítulo I del título I, arts. 3.º a 8.º), por sus normas específicas, relativas a las particularidades que impone el carácter inmueble de

(30) Ver, recientemente, CERVERA-MERCADILLO, V., “Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, p. 3963 y ss.

(31) Ver RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ob. cit., p. 3557 y ss.

(32) Sobre el régimen precedente de estas IIC inmobiliarias, ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 165 y ss.

(33) Sobre el régimen precedente de estas SII, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 220 y ss.

los activos en que invierten en las reglas de suscripción y reembolso de sus participaciones (art. 38.2) y, supletoriamente, por las normas sobre los fondos de inversión de carácter financiero (art. 38.1)⁽³⁴⁾.

b) Las IIC no financieras distintas de las inmobiliarias que se regirán por las normas generales previstas en la LIIC y por las disposiciones especiales que apruebe el ME o, con su habilitación expresa, la CNMV (art. 39).

VII. ENTIDADES AUXILIARES DE LAS IIC

1. Las Sociedades Gestoras de IIC

1. Su concepto como sociedades anónimas especiales. Especial atención a la ampliación de su objeto social

Las SGIIC aparecen en la LIIC de 2003 como sociedades anónimas especiales (art. 40.1) con el consiguiente efecto general, previsto en el art. 3 de la LSA, de la aplicación a las mismas de su normativa especial y, supletoriamente, de dicha LSA⁽³⁵⁾.

El rasgo esencial que caracteriza a las SGIIC es su objeto social exclusivo —y excluyente— respecto del que observamos una notable y lógica ampliación respecto de la normativa precedente⁽³⁶⁾. Dicho objeto puede alcanzar tres tipos de actividades con efectos netamente diferenciados:

a) Actividades principales, que consisten en “la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión”⁽³⁷⁾. Estas actividades deben formar parte del objeto social de las SGIIC (art. 40.1, párrafo 1.º) y quedan reservadas

(34) Sobre el régimen precedente de estos FII, ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 222 y ss.

(35) Sobre el régimen previo de estas SGIIC, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ob. cit., p. 3573 y ss., y nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 171 y ss.

(36) En ella, estas SGIIC tenían como objeto social exclusivo la administración y representación de IIC, aun cuando se había venido ampliando el ámbito de sus actividades, por un lado, al asesoramiento de inversión (a resultas de una consulta resuelta por la CNMV en 1997) y, por otro, a la gestión de la suscripción y reembolso de participaciones de las IIC (a consecuencia de la reforma de la LIIC 46/1984 por la LIIC 37/1998. Ver al respecto nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 229 y ss.

(37) Ver RICO ARÉVALO, B., “Tratamiento del régimen de responsabilidad de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, p. 4345 y ss.

a ellas (art. 40.6) de modo tal que ninguna otra persona o entidad podrá desarrollarlas (art. 40.8), siendo sancionadas en caso de que desconozcan tal reserva de actividad (art. 40.9).

b) Actividades adicionales, que pueden abarcar la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas expresamente las pertenecientes a fondos de pensiones; y la administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital-riesgo (art. 40.1, párrafo 2.º); así como la comercialización de las acciones y participaciones de IIC (art. 40.3). Téngase en cuenta que, a diferencia de las primeras, estas actividades adicionales no están reservadas a las SGIIC.

Respecto de la primera actividad adicional citada, conviene recordar que “la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión” es un servicio de inversión tipificado en el art. 63.1.d) de la LMV y reservado, hasta el momento, a las empresas de servicios de inversión (art. 62.1 LMV) y a las entidades de crédito (art. 65.1 LMV)⁽³⁸⁾. Conviene advertir que la expresa alusión a la gestión de las carteras de inversión de los fondos de pensiones no supondrá la sustitución de la entidad gestora del fondo de pensiones de que se trate, sino que estamos ante la posibilidad —expresamente prevista en el art. 20.4 de la LPFP— de que aquellas entidades gestoras contraten la gestión de las inversiones de los fondos de pensiones con terceras entidades.

Distinta es la posición de las SGIIC en cuanto a la segunda de las actividades adicionales antes citadas porque, en estos casos, la SGIIC asumirá la administración de los fondos de capital-riesgo; posibilidad prevista en los arts. 27.1 y 31 de la LIIC 1/1999, de 5 de enero, Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras.

En cuanto a la actividad adicional de comercialización de acciones o participaciones de IIC, destacan las siguientes circunstancias: primero, que no se circunscribe expresamente a las IIC que administren, por lo que cabría entender que una SGIIC podrá comercializar acciones o participaciones de IIC ajenas a su gestión. Segundo, la previsión de realización de la actividad bien de forma directa por la SGIIC o bien “mediante agentes o apoderados en las condiciones que reglamentariamente se determinen”. Tercero, la expresa previsión de que las suscripciones o adquisiciones de acciones o participaciones de IIC deban realizarse mediante cheque nominativo librado a favor de la IIC, transferencia bancaria a favor de la misma o “entrega de efectivo directamente efectuada por la persona interesada el depositario para su posterior abono en la cuenta del fondo o de la sociedad” (art. 40.3).

(38) Ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 291 y ss.

c) Actividades complementarias, descritas en el art. 40.2 y condicionadas en su autorización a que la SGIIC esté autorizada para prestar los servicios mencionados en el art. 40.1.a) (gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión). Tampoco estas actividades complementarias están reservadas a las SGIIC. En concreto, se trata de las siguientes:

Primero, el asesoramiento sobre inversiones en valores negociables, instrumentos financieros e instrumentos del mercado monetario (art. 63.4 LMV). Se trata de una de las actividades complementarias [art. 63.2.f) LMV] que pueden realizar tanto las empresas de servicios de inversión (art. 62.2 LMV) como las entidades de crédito (art. 65.1 LMV).

Segundo, la custodia y administración de las participaciones de fondos de inversión o de las acciones de las sociedades de inversión. Se trata de una proyección concreta de la actividad complementaria tipificada en la letra a) del apartado 2 del art. 63 de la LMV con un menor alcance objetivo porque no se extiende a todos los instrumentos previstos en el art. 63.4 de la LMV ni comprende expresamente “la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta”; llevanza que parece reservada al depositario de la IIC respectiva conforme al art. 58.1.

2. Condiciones de acceso a la actividad de SGIIC

El acceso de las SGIIC a su actividad típica está condicionado a la previa obtención de la autorización del ME, a propuesta de la CNMV. Se sigue el procedimiento trifásico tradicional de autorización sobre proyecto de constitución, constitución privada mediante otorgamiento de la correspondiente escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil y posterior inscripción en el Registro Administrativo de la CNMV (art. 41.1 y 2).

Para obtener aquella autorización, las SGIIC deberán acreditar que reúnen los requisitos estructurales y funcionales exigibles. Así, debe revestir la forma de sociedad anónima, constituida por tiempo indefinido y cuyas acciones tengan carácter nominativo, limitar su objeto social exclusivo al previsto en el art. 40, establecer su domicilio social y su efectiva administración y dirección en territorio español, disponer del capital social mínimo totalmente desembolsado en efectivo y de los recursos propios exigibles, organizar su administración en forma de Consejo con un mínimo de tres miembros, que cuenten con los requisitos de honorabilidad y experiencia adecuados, comunicar la identidad de sus accionistas significativos, establecer una buena organización administrativa y contable y procedimientos y mecanismos de control interno adecuado, etc. (art. 43).

El proceso de autorización presenta especialidades cuando se den factores de extranjería comunitaria, con la consiguiente consulta previa a la autoridad supervisora del correspondiente Estado miembro de la UE (art. 41.3).

La autorización se denegará por incumplimiento de los requisitos exigidos, por falta de idoneidad de los accionistas significativos, por falta de transparencia en la estructura del grupo al que habitualmente pertenezca la SGIIC, por existencia de vínculos estrechos con otras entidades que resulten nocivos para la supervisión de la CNMV, por indicios de graves dificultades futuras para inspeccionar y obtener información por la CNMV, etc. (art. 42, en relación con el art. 10.4).

La autorización se revocará por inactividad inicial, renuncia, interrupción de actividades, actividad insuficiente, incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigibles, sanción, etc.; estableciéndose un procedimiento específico (arts. 49 y 50).

Los efectos de la autorización podrán suspenderse por la CNMV cuando se abra un expediente sancionador por infracción grave o muy grave, se dé alguna de las causas de revocación en tanto se sustancie el procedimiento, cuando se adquieran participaciones significativas incumpliendo el deber de comunicación o como sanción (arts. 51 y 52).

3. Condiciones de ejercicio de la actividad de SGIIC

a) *Transparencia política y contable y defensa de la clientela*

Se establece un sistema de control por parte de la CNMV de las participaciones significativas (superiores al 5% del capital o de los derechos de voto o que permitan ejercer una influencia notable) en SGIIC de forma tal que quien pretenda adquirir o incrementar tales participaciones —alcanzando o superando el 10%, el 15%, el 20%, el 25%, el 33%, el 40%, el 50%, el 66% o el 75%— deberá informar previamente de ello a la CNMV que, en el plazo máximo de un mes, podrá oponerse a la adquisición comunicada. El incumplimiento de estos deberes se sanciona con la desactivación de los derechos políticos de las participaciones irregularmente adquiridas, la eventual suspensión de actividades, la intervención de la SGIIC o la sustitución de sus administradores, amén de las sanciones correspondientes. También deben comunicarse las transmisiones de participaciones significativas que lleven a descender los niveles porcentuales antes señalados (art. 45).

Las SGIIC deberán someterse a auditoría de cuentas conforme a la Ley 19/1988, aplicándoseles las normas sobre registro por la CNMV de sus informes de auditorías de cuentas según lo previsto en el art. 92.c) de la LMV (art. 47).

La defensa de la clientela de las SGIIC se realiza mediante la obligación de las mismas de contar con un departamento o servicio de atención al cliente y la posibilidad de designar un defensor del cliente (art. 48).

b) *Obligaciones y responsabilidad*

El art. 46 de la LIIC 35/2003, dedicado a las “obligaciones y responsabilidad” de las SGIIC constituye la auténtica “clave de arco” de la regulación de las IIC porque la gestión es esencial en los fondos de inversión y éstos son las principales IIC. Nos ocuparemos de tres aspectos:

b.1) Parámetros del cumplimiento de las obligaciones por la SGIIC.

De las expresiones utilizadas en el apartado 2 del art. 46 (“actuarán en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones cuyos activos administren”, “le corresponderán... las facultades del dominio sobre el patrimonio del fondo, sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes, de acuerdo con lo dispuesto en esta LIIC, en sus normas de desarrollo y en el reglamento de gestión”) podemos deducir que existen dos parámetros esenciales para valorar el modo de cumplimiento de sus concretas obligaciones por la SGIIC:

El primero consiste en la diligencia técnica en la gestión porque a la SGIIC le es exigible un conocimiento suficiente de los mercados financieros para gestionar la IIC de forma óptima. A ello atienden los requisitos que se les exigen para acceder a su actividad típica, en particular, los requisitos relativos a su organización, medios y controles y a la experiencia y conocimiento de sus administradores y directivos [art. 43.1.h), i), j)].

El segundo parámetro es la lealtad o fidelidad en el cumplimiento de sus obligaciones que resulta especialmente exigible porque la SGIIC tiene atribuida legalmente una especie de propiedad fiduciaria del patrimonio del fondo. En este sentido, aun cuando la relación de gestión que mantiene la SGIIC respecto de los partícipes de los fondos que administra no llega a ser orgánica, por la propia carencia de personalidad jurídica del fondo, es lo cierto que la existencia de relaciones institucionales entre la SGIIC y los partícipes del fondo que administra recomienda tomar en consideración no sólo los parámetros de conducta del comisionista o mandatario, respectivamente establecidos en los arts. 244 y ss. del Código de Comercio y 1709 y ss. del Código Civil, sino también los nuevos criterios establecidos en los arts. 127, 127 bis y 127 ter de la LSA —tras

su modificación por el art. 2.º 5 de la Ley 26/2003— sobre los deberes de diligente administración, de fidelidad y de lealtad⁽³⁹⁾.

Es importante resaltar que estos criterios o parámetros tienen una gran importancia en la realidad porque, a menudo, los conflictos jurídicos se plantean en este ámbito financiero no sólo acerca del incumplimiento total y absoluto de una obligación sino que versan sobre el modo en el que una obligación exigible se ha cumplido y es entonces cuando aquellos criterios adquieren importancia esencial para determinar la eventual concurrencia del primer presupuesto de exigencia de responsabilidad civil, cual es el acto negligente, cuestión de la que nos ocuparemos más adelante.

En todo caso, conviene recordar que las SGIIC están sujetas al cumplimiento de las normas de conducta previstas en el Título VII de la LMV, conforme al art. 65 de esta LIIC de 2003, aspecto del que nos ocuparemos posteriormente.

b.2) Obligaciones específicas.

Las SGIIC tienen una serie de deberes específicos que se mencionan en los apartados 1 y 3 del art. 46 y que afectan a dos aspectos fundamentales:

En primer lugar, unos deberes informativos, que se proyectan en dos direcciones: hacia la CNMV, a la que deben comunicar los cambios relevantes en sus condiciones de autorización [46.1.a)] o cualquier anomalía que detecten en las funciones del depositario (art. 46.3) y a informarla de las inversiones en que materialicen sus recursos propios y las que realicen por cuenta de los fondos que administren [art. 46.1.b)] y de la composición de su accionariado [art. 46.1.c)]; hacia los depositarios de las IIC que administren a quienes deberán remitir la información que se precise reglamentariamente (art. 46.3). Naturalmente, no debemos olvidar los deberes informativos de las SGIIC hacia los partícipes y accionistas de las IIC que administren y hacia el público general, de los que nos ocupamos antes (art. 18).

En segundo término, unos deberes de ejercicio de los derechos inherentes a los valores de los fondos que administren, que constituyen una de las novedades más relevantes de esta LIIC de 2003 y a los que prestaremos una atención especial. En este sentido, las IIC, en cuanto inversores institucionales, pueden

(39) A estos efectos, conviene tener en cuenta el debate sobre la naturaleza, societaria o fundacional, de los fondos de inversión, sobre el que puede verse la reciente aportación de PULGAR EZQUERRA, J., “La caracterización societaria de los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, p. 4261 y ss.

aparecer como sujetos activos o pasivos de las relaciones de gobierno corporativo, esto es, pueden ser actores cualificados en el gobierno corporativo de las sociedades en cuyos valores invierten o pueden ser escenario de relaciones de gobierno corporativo⁽⁴⁰⁾. Esta cuestión se inserta en la más amplia del activismo o beligerancia de los inversores institucionales —que en nuestro Derecho son, junto a las IIC, los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras y de crédito y las sociedades de valores⁽⁴¹⁾— en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas⁽⁴²⁾; aspecto éste que se ha abordado en todos los informes y códigos de buen gobierno que se han elaborado tanto en el ámbito comunitario como en nuestro país y en el extranjero. Un aspecto específico de este activismo societario es el papel que los fondos de inversión pueden jugar en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas mediante acciones proponiendo a la junta general la separación de los administradores conforme al art. 131 de la LSA o exigiéndoles la responsabilidad en los términos del art. 133 y concordantes de la misma LSA⁽⁴³⁾.

En este sentido, conviene recordar que, en el anterior ejercicio de 2003, fueron los fondos de inversión en renta variable los que experimentaron un mayor crecimiento⁽⁴⁴⁾. Este dato económico tiene su consecuencia jurídica en forma de incremento de la importancia relativa de las acciones en el patrimonio

(40) A este doble papel nos referíamos en *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 99 y ss.

(41) Art. 7.1.a) del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

(42) Aspecto al que ya nos referimos en nuestro trabajo “Institutional Investors and Corporate Control in Spanish Perspective”, publicado en BAUMS/BUXBAUM/HOPT (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlín/Nueva York, 1994, pp. 399 y ss. Allí nos referíamos al hecho de que la intervención de los inversores institucionales en las grandes sociedades cotizadas podía provocar un “segundo salto o disociación” entre la propiedad y el control de las mismas que viniera a superponerse al derivado de la clásica “revolución de los managers”. En particular, nos referíamos a la intervención de las IIC en el gobierno de las sociedades cotizadas.

(43) A esta faceta de los inversores institucionales en el proceso de sustitución y selección de los administradores de las sociedades cotizadas se refería DAVIES, P., “The United Kingdom”, en BAUMS, T./WYMEERSCH, E., *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and The United States*, La Haya/Londres/Boston 1999, pp. 335 y ss. y BAUMS, T./SCOTT, K.E., “Taking Shareholders Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, *Arbeitspapiere* n.º 119 (11/2003) Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, pp. 29 y 30, con referencia a la situación en EE.UU. y en Alemania, respectivamente.

(44) El diario económico *expansión* del pasado 3 de febrero de 2004 (p. 27) señalaba el crecimiento experimentado por el patrimonio de estos fondos de renta variable desde los 17.549 millones de euros en septiembre de 2003 hasta los 23.991 millones de euros en enero de 2004.

de los fondos, con sus derechos políticos —voto e información— inherentes y la consiguiente capacidad de intervención de los fondos y sus SGIIC en la vida de las sociedades cotizadas. Así, pues, la evolución más reciente de los fondos de inversión en nuestro mercado de valores no hace más que confirmar una tendencia imparable de incremento de la participación de los inversores institucionales en la estructura accionarial y en el gobierno de las sociedades cotizadas⁽⁴⁵⁾. A estos efectos, debe tenerse en cuenta que las IIC actúan según pautas específicas de comportamiento que las sitúan en una posición intermedia entre los accionistas individuales y los de dominio porque, si bien comparten con los primeros su objetivo de liquidez y su rechazo del dominio, en la práctica les resulta difícil desinvertir, bien por el propio volumen de su inversión o bien porque desarrollan políticas de “indexación” (invierten en un conjunto de valores representativos de los índices bursátiles). En consecuencia, no resultan recomendables políticas de abstención en el gobierno de las sociedades cotizadas en cuyos valores invierten⁽⁴⁶⁾.

Según veremos, el art. 46 de la nueva LIIC se refiere al papel de las SGIIC como actores de las relaciones de gobierno societario de las sociedades cotizadas. En efecto, tiene una especialísima importancia la previsión contenida en la letra d) del apartado 1 del art. 46 en un doble sentido:

Por un lado, la eventual obligación de la SGIIC de ejercer los derechos inherentes a los valores de la cartera de la IIC que administre. En este primer sentido, se deja al desarrollo reglamentario el establecimiento de los supuestos en los que la relevancia cuantitativa y el carácter estable de la participación de un fondo de inversión en una sociedad implique la obligación, para su SGIIC, de “ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales”.

Por otro lado, la determinación de una política de ejercicio de los derechos políticos y la transparencia de la misma diciendo que “en todo caso, las SGIIC deberán informar a los partícipes de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo, justificando bien el no ejercicio de derecho de voto o bien el sentido del mismo.

(45) En este sentido, ver GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo*, Monografía RdS n.º 20, Pamplona, 2003, p. 162 y ss., donde ofrece cuadros detallados de la evolución de los porcentajes de participación de los inversores institucionales en el total de las acciones emitidas en los EE.UU. o de los admitidos en la Bolsa de Nueva York.

(46) Ver TRIAS SAGNIER, M., “El sistema de protección del accionista inversor”, RdS n.º 14, 2000-1, p. 203 y ss.

Asimismo, deberán dejar constancia de dicha política en los documentos informativos que se determinen”.

Ambos deberes están directamente inspirados en los documentos e informes comunitarios y nacionales sobre transparencia y buen gobierno societario que, al tratar del papel de los inversores institucionales, han venido insistiendo en tres principios esenciales: determinación por las SGIIC de una política de ejercicio de los derechos políticos coherente con el tipo de IIC de que se trate, transparencia máxima de dicha política y de su aplicación ante los partícipes y accionistas de las IIC administradas y el mercado en general ⁽⁴⁷⁾ y libertad de ejercicio —o no— de aquellos derechos políticos.

En este último sentido, la imposición a los inversores institucionales de una eventual obligación de ejercer los derechos de voto inherentes a las acciones que posean ha suscitado dudas porque existen razones a favor ⁽⁴⁸⁾ y en contra ⁽⁴⁹⁾. Por ello, no parece conveniente imponer tal deber de voto con carácter general y nos parece prudente que el art. 46.1.d) de nuestra LIIC de 2003 deje al eventual desarrollo reglamentario el establecimiento de los supuestos de ejercicio obligatorio de los derechos —políticos, económicos y mixtos (v.g. el de suscripción preferente)— inherentes a los valores de la cartera de la IIC.

Según dejamos dicho, la conducta que impone el art. 46.1.d) de la LIIC de 2003 a las SGIIC se inspira directamente en los informes y documentos comunitarios y españoles sobre el gobierno corporativo.

(47) Así pues, parece que cambiará —en cuanto a las IIC se refiere— el papel de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades que, entre nosotros, TRIAS SAGNIER, ob. cit., p. 244, caracterizaba como de un “guardián en la sombra, que sólo actúa por excepción, pero cuya presencia entre bastidores se ha hecho progresivamente más notoria”. A la luz del art. 46.1.d) de la LIIC de 2003, las SGIIC deberán salir de aquella sombra para manifestar públicamente sus políticas de intervención, y su actuación en el gobierno societario ya no será excepcional.

(48) Especialmente interesante es la experiencia estadounidense con los fondos de pensiones, a los que su ley específica (la ERISA de 1974), interpretada por el Departamento de Trabajo, impone el deber de voto al considerar que la capacidad de votar es un activo de los fondos y que, por lo tanto, procede la destitución de los gestores de los fondos que no ejercen los derechos de voto de aquellos o que votan sin prestar la atención debida a las implicaciones que su voto tiene en el valor último del patrimonio del fondo. En este sentido, vid. KLAUSNER, M./EFENBEIN, J., “The United States”, en BAUMS, T./WYMEERSCH, E., *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and The United States*, La Haya/Londres/Boston, 1999, pp. 364 y ss.

(49) Según veremos, el Informe Winter consideraba que la imposición de una obligación de ejercer el voto con carácter general podría resultar contraproducente al implicar un “seguidismo” o voto automático favorable a las propuestas de los administradores de las sociedades cotizadas.

En el ámbito comunitario, el Informe Winter concluía diciendo que el Grupo era partidario de la máxima transparencia del sentido del voto ejercido, en su caso, por los gestores de inversores institucionales, sin llegar a imponerles un deber de votar⁽⁵⁰⁾. El testigo del Informe señalado fue recogido por la Comisión, en la Comunicación que realizó al Consejo y al Parlamento Europeo el 21 de mayo de 2003 sobre la “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar” (COM 2003.284 final), donde señalaba que los inversores institucionales debían estar obligados a informar sobre su política de inversiones y de ejercicio del derecho de voto y sobre el sentido del voto ejercido⁽⁵¹⁾.

(50) Este Informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades sobre “Un marco normativo moderno para el Derecho de Sociedades en Europa” (Informe Winter) de 2 de noviembre de 2002, en el apartado 3.3 de su Capítulo III, dedicado al “Gobierno Corporativo”, se refería a las “responsabilidades de los inversores institucionales”, entre los que se mencionaban los fondos de inversión, junto a los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Allí, tras constatar el incremento de las participaciones accionariales de este tipo de inversores en las sociedades cotizadas y la tendencia creciente al ejercicio por su parte de los derechos políticos inherentes a tales participaciones, el Grupo manifestaba su convicción sobre el importante papel que tales inversores están llamados a jugar en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Para que esta colaboración resulte positiva, y ante los eventuales conflictos de intereses que pueden tener los gestores de estos inversores institucionales a la hora de votar en las juntas generales de las sociedades cotizadas en las que invierten, estos deben manifestar ante sus partícipes o accionistas el sentido de sus políticas de voto y los últimos deben tener derecho a informarse del sentido de los votos emitidos. Añadían que la Unión Europea debía garantizar que estas medidas de transparencia estaban incluidas en las regulaciones nacionales porque ello desembocaría en una participación más activa de tales inversores en el gobierno corporativo. Finalmente, mostraban sus dudas sobre la imposición a los inversores institucionales de una obligación general de votar. Este capítulo es objeto de comentario por GUERRA MARTÍN, G., “Capítulo III (Gobierno Societario) del Informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades sobre un Marco Normativo Moderno del Derecho de Sociedades de Europa (Informe Winter). Bruselas 4 de noviembre de 2002”, en la *RdS* n.º 20, año 2003-1, p. 275 y ss. Entre nosotros, explicaba estos aspectos un coautor del Informe, GARRIDO, J.M., “El Informe Winter y el gobierno societario en la UE”, en *RdS* n.º 20, 2003-1, p. 121 y ss.

(51) En concreto, en el “Plan de actuación en la UE” trazado en el epígrafe 3 se abordaba la “gobernanza empresarial” (3.1) y, dentro de ella, la intención de “mejorar la información sobre las prácticas de gobernanza empresarial”, entre las que destacaba la “información sobre el papel desempeñado por los inversores institucionales” (pp. 15 y 16). A este respecto, la Comunicación dice que “los inversores institucionales deberían estar obligados: a) a informar sobre su política de inversiones y su política con respecto al ejercicio de los derechos de voto en las empresas en las que invierten; b) a informar a sus beneficiarios, a petición de éstos, de la forma en que éstos derechos se han utilizado en un caso concreto”. Con ello se mejoraría, a juicio de la Comisión, no sólo el gobierno interno de los propios inversores institucionales, sino también se reforzaría su participación en los asuntos de las empresas en las que invierten. Tampoco consideraba la Comisión deseable “imponer a los inversores institucionales la obligación formal de

En nuestro país, el Informe Olivencia concluía el apartado sobre los inversores institucionales diciendo que, en el futuro, los consejos de administración de las sociedades cotizadas deberían aceptar de buen grado las políticas activas de aquellos inversores institucionales en el gobierno de las compañías y éstos últimos deberían comprometerse en la promoción de las reglas de buen gobierno ⁽⁵²⁾.

Con posterioridad, en el Informe Aldama se decía que “en cualquier caso parece que, dada la importancia creciente de la participación de los inversores institucionales en el accionariado de las sociedades, se recomienda que (los inversores institucionales) definan y hagan pública su política de participación o no en las decisiones de las sociedades en las que han invertido y que esta definición sea conocida y comunicada a sus partícipes” ⁽⁵³⁾; recomendación ésta que ha sido tenida muy en cuenta en el segundo párrafo de la letra d) del apartado 1 del art. 46 antes transcrito ⁽⁵⁴⁾.

Por último, es preciso recordar que las obligaciones de ejercer el voto inherentes a las acciones incluidas en los patrimonios de las IIC que puedan imponerse a sus SGIIC o el ejercicio voluntario de aquel derecho —en definitiva, el activismo societario de las IIC— debe respetar un rasgo esencial de las

utilizar sistemáticamente su derecho de voto, porque eso podría tener efectos contraproducentes”. En conclusión, la mejora de la participación de los inversores en la gobernanza societaria exigiría reformas de los estatutos legales respectivos de los fondos de inversión y de pensiones y de compañías de seguros y en el voto transfronterizo.

(52) En concreto, el apartado 9.4 del Capítulo III de este “Informe sobre el Consejo de Administración” elaborado en febrero de 1998 por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades (Comisión Olivencia) decía que los inversores institucionales “son agentes de gran relieve” para el gobierno de las sociedades cotizadas “puesto que los intereses de sus afiliados o partícipes (titulares de pólizas de seguros, de participaciones en fondos de inversión, etc.) coinciden en buena medida con los intereses de los accionistas ordinarios” y que, tradicionalmente, aquellos inversores institucionales no habían mostrado especial interés por tener una presencia activa en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas, prefiriendo la liquidez al control.

(53) Este “Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas” (Comisión Aldama) de enero de 2003, en el apartado 1.5 de su epígrafe IV, dedicado a la “celebración y desarrollo de la Junta” también decía que “debería facilitarse que los inversores institucionales —fondos de inversión, entidades financieras, intermediarios de cualquier otro tipo—, que agrupan accionistas e inversores múltiples pudieran contribuir más activamente a la conformación de la voluntad social”.

(54) Hasta tal punto que LAFUENTE, A./PUEYO, R., en su artículo sobre “La caducidad del Informe Aldama” (*Expansión* del 5 de febrero de 2004, p. 55) señalaban que “con excepción de la mayor implicación de los inversores institucionales en las decisiones societarias, las recomendaciones del Informe Aldama parecen, a la luz del estudio de la OCDE, definitivamente oxidadas”.

mismas que encuentra su explicación en el origen de los “investment trust” como instituciones que gestionan el riesgo mediante la diversificación de sus inversiones y sin alcanzar el dominio de las sociedades destino de su inversión. A tal efecto, conviene recordar que, más allá de las normas de diversificación de las inversiones de las IIC en origen (respecto del porcentaje del patrimonio de la IIC) y en destino (respecto de los valores emitidos o avalados por una entidad) que se establecen y pueden desarrollarse reglamentariamente al amparo del art. 30 de la nueva LIIC de 2003, el art. 25 de la Directiva 85/611/CEE establece claramente que “una sociedad de inversión o una sociedad de gestión, para el conjunto de los fondos comunes de inversión que administra y que entren en el ámbito de aplicación de la presente Directiva, no podrá adquirir acciones que den derecho al voto y que le permitan ejercer una influencia notable en la gestión del emisor”⁽⁵⁵⁾. Esta previsión es distinta y compatible con las reglas de diversificación porque se refiere a la posición de una SGIIC, en relación con el conjunto de fondos de inversión que administra y porque persigue evitar un resultado de dominio societario que aquellas reglas de diversificación no garantizan porque, por ejemplo, incluso manteniéndose en los límites porcentuales máximos de inversión, puede alcanzarse el dominio mediante pactos parasociales. En conclusión, el ejercicio por una SGIIC de los derechos de voto inherentes a las acciones del patrimonio de las IIC que administra no debe desembocar en que aquella SGIIC adquiera una posición de dominio de las sociedades emisoras de aquellas acciones.

b.3) Responsabilidad civil

El apartado 4 del art. 46 declara, en primer lugar, que la SGIIC “será responsable frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causare por incumplimiento de sus obligaciones legales”⁽⁵⁶⁾. En esta declaración van implícitos los tres requisitos que la jurisprudencia exige para declarar la responsabilidad civil⁽⁵⁷⁾. Esto es, la exigencia de responsabilidad civil a una SGIIC deberá venir fundamentada en:

— Un acto negligente que puede consistir bien en la omisión de un deber legalmente exigible, bien en el cumplimiento defectuoso de sus obligaciones o

(55) La necesidad de tener en cuenta este precepto a la hora de examinar la actuación de las IIC como inversores institucionales en el gobierno corporativo ha sido destacada por WYMEERSCH, E., “Belgium”, y por PRÜM, A. “Luxembourg”, en BAUMS, T./WYMEERSCH, E., *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and The United States*, La Haya/Londres/Boston, 1999, pp. 49 y ss. y 200 y ss., respectivamente,

(56) A la responsabilidad civil y administrativa de la SGIIC en la normativa precedente nos referíamos en *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 243 y ss.

(57) Ver RICO ARÉVALO, B., ob. cit., p. 4355 y ss.

bien en la realización de actuaciones genéricamente lesivas para los intereses de los partícipes o accionistas de las IIC que administren. En este sentido, recordemos los escándalos que han afectado a las gestoras de fondos en los EE.UU. por prácticas de “*day trading*” y de “*front running*”. Vuelve a aparecer aquí un elemento de conexión esencial con las normas de conducta previstas en el art. 65. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la Sala Primera, de lo Civil, del Tribunal Supremo, al interpretar el art. 1104 del Código Civil en contextos de actuación profesional, ha establecido “la exigencia de agotar la diligencia”⁽⁵⁸⁾.

— Un daño patrimonial que puede presentarse en forma de daño emergente (pérdida de valor del fondo) o de lucro cesante (frustración de una oportunidad de ganancia para el fondo). Se plantean aquí algunas cuestiones interesantes sobre el patrimonio o los patrimonios dañados y la consiguiente legitimación activa. La referencia del art. 46.4 de la LIIC de 2003 a “todos los perjuicios que les causare” centra la atención sobre los patrimonios de los partícipes y accionistas de las IIC que administre, abarcando los daños directos en sus patrimonios y los daños causados al patrimonio de la IIC administrada, que repercuten en una minusvalía de las acciones o participaciones titularidad de aquellos. Es evidente que las SGIIC responderán de los daños que causen a los patrimonios de otros sujetos que intervienen en el marco de las IIC (v.g. depositarios) como de terceros ajenos; si bien estas relaciones indemnizatorias no se contemplan en la LIIC porque siguen los esquemas generales de responsabilidad civil contractual (art. 1101 CC) o extracontractual (art. 1902 CC).

— Una relación de causalidad eficiente entre el acto ilícito y el daño causado. En este sentido, conviene traer a colación las grandes dificultades que la aleatoriedad propia de los mercados de valores y, más en concreto, de los mercados secundarios, incluidas las bolsas de valores, implica para poder determinar, en la práctica, la existencia de dicha relación de causalidad y exigir la consiguiente responsabilidad⁽⁵⁹⁾. En este sentido, conviene tener presente la doctrina jurisprudencial constante de la Sala Primera, de lo Civil, del Tribunal Supremo que exige tener en cuenta las circunstancias del caso concreto de las personas, tiempo y lugar y el sector del tráfico o la vida social en que la conduc-

(58) Ver la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 5 de diciembre de 2002, Ar. 2002/10.427.

(59) De estos aspectos nos ocupamos con detalle en nuestra obra sobre *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid 1995, p. 397 y ss. Aunque lo señalado entonces se refería a la gestión individualizada y discrecional de carteras de inversión, puede ser útil para estos casos de inversión colectiva de la inversión siempre y cuando se tengan en cuenta las adaptaciones pertinentes.

ta se proyecte para determinar un actuar no ajustado a la diligencia exigible o, lo que es lo mismo, para calificar como culposa una conducta⁽⁶⁰⁾.

Las cláusulas limitativas de su responsabilidad civil que las SGIIC pudieran incluir en los contratos de gestión que suscriban con las IIC que administren no serán válidas en la medida en que se opongan a los efectos consustanciales al apartado 4 del art. 46 de la LIIC de 2003 porque este precepto, así como las normas reglamentarias que lo desarrollan, tienen carácter imperativo y dejan fuera del poder de disposición de la autonomía de la voluntad de las partes la responsabilidad civil de las SGIIC en los términos previstos.

Están legitimados activamente para ejercitar la acción específica de exigencia de responsabilidad civil de las SGIIC *ex* art. 46.4 de la LIIC de 2003: primero, los partícipes y los accionistas de las IIC administradas, por los perjuicios sufridos (art. 46.4). Segundo, el depositario que actuará en nombre de los partícipes y accionistas (art. 62.2). Conviene añadir que, como antes advertimos, la legitimación de terceros perjudicados por las acciones u omisiones de las SGIIC —incluido el propio depositario si actúa en interés propio— seguirá los cauces generales de la responsabilidad contractual (art. 1101 CC) o extracontractual (art. 1902 CC), sin que exista una regulación específica análoga a la que distingue en la responsabilidad de los administradores de SS.AA. una acción social (art. 134 LSA) de una acción individual (art. 135 LSA).

Y está pasivamente legitimada la SGIIC; sin perjuicio de que puedan darse hipótesis de responsabilidad concurrente de la SGIIC (*ex* art. 46.4) y del depositario (*ex* art. 62.2), que no debe considerarse solidaria porque cada una de las entidades auxiliares responde por el incumplimiento de “sus” obligaciones legales.

Adviértase que nos estamos refiriendo a la responsabilidad civil en que pueden incurrir las SGIIC, sin entrar ahora en la posible responsabilidad administrativa que puede derivar para las mismas del incumplimiento de sus obligaciones legales taxativamente enunciadas o de las normas de conducta que les resultan exigibles. En este último sentido, conviene recordar que la violación de las normas de conducta por una SGIIC puede tener un “doble efecto”: por un lado, calificando como ilícito un acto de la SGIIC que sirva como presupuesto inicial de su responsabilidad civil y, por otro, integrando el tipo de

⁽⁶⁰⁾ Ver en este sentido las Sentencias de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo de 8 de febrero de 1991, Ar. 1991/1157, y de 25 de enero de 1985, Ar. 1985/199, que citan otras muchas en el mismo sentido.

infracción administrativa que es elemento esencial de su responsabilidad administrativa ⁽⁶¹⁾.

4. Actuación transfronteriza de las SGIIC

La LIIC de 2003 regula dos tipos de movimientos de las SGIIC:

a) Los “movimientos de salida” de las SGIIC autorizadas en España hacia otros Estados miembros de la Unión Europea, bien en régimen de libertad de establecimiento, mediante una sucursal o bien en régimen de libre prestación de servicios (art. 54).

b) Los “movimientos de entrada” de las SGIIC autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea hacia España, al amparo de la Directiva 85/611/CEE, bien en régimen de libertad de establecimiento, abriendo una sucursal, o bien en régimen de libre prestación de servicios (art. 55).

2. Los depositarios de las IIC

1. Noción, autorización y sustitución

Son depositarios las entidades encargadas del depósito o custodia de los valores, efectivo y activos objeto de inversión por las IIC, de la vigilancia de la gestión desarrollada por las SGIIC o los administradores de las IIC con forma societaria y de las demás funciones legalmente asignadas (art. 57) ⁽⁶²⁾.

⁽⁶¹⁾ A la naturaleza mixta, jurídico-privada y jurídico-pública, del régimen legal y reglamentario de los contratos financieros se refería el Fundamento de Derecho Tercero de la Sentencia de la Sección 14.^a de la Audiencia Provincial de Madrid de 10 de febrero de 2003, a la que antes nos hemos referido *in extenso*, como preludio de la declaración de incumplimiento de sus obligaciones de información por parte de la SGIIC y la depositaria de un FIM. Por otro lado, la Sentencia de la Sala 3.^a del Tribunal Supremo de 4 de abril de 2003 —de la que hemos dado noticia en el n.º 92 de esta *RDBB*, 2003, p. 239 y ss.— muestra cómo el incumplimiento de una norma de conducta que prohibía a las sociedades de valores negociar por cuenta propia con los titulares de las carteras de valores que gestionaba constituyó la base de la infracción muy grave tipificada en el art. 99.1 de la LMV que se sancionó. Este ejemplo, sacado del ámbito de la gestión individual de carteras de valores, puede ser extrapolado al de la gestión colectiva de inversiones, que desarrollan las SGIIC.

⁽⁶²⁾ Sobre el régimen previo de estos depositarios de IIC, ver RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ob. cit., p. 3575 y ss. y nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 245 y ss., así como nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., pp. 178 y ss.

Podrán actuar como depositarios determinados tipos de entidades de crédito (bancos, cajas de ahorros, incluida la CECA y las cooperativas de crédito)⁽⁶³⁾ y de empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores)⁽⁶⁴⁾ que, en todo caso, deberán ostentar la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar (art. 58)⁽⁶⁵⁾.

Las entidades indicadas adquirirán el carácter de depositarios de las IIC mediante autorización de la CNMV e inscripción en el correspondiente registro administrativo. La CNMV sólo podrá denegar la autorización por incumplimiento de los requisitos normativos exigidos o de los medios adecuados para la realización de las funciones legales (art. 59). Los efectos de dicha autorización podrán suspenderse, total o parcialmente por la CNMV, previo informe del Banco de España, cuando se abra un expediente sancionador por falta grave o muy grave, se incumplan las condiciones previstas en la autorización u otras obligaciones legales, en caso de concurso o intervención de la entidad o como sanción (arts. 63 y 64).

La sustitución del depositario podrá obedecer a causas voluntarias o forzosas, será voluntaria cuando el propio depositario solicite a la CNMV su sustitución mediante escrito suscrito por la SGIIC, el antiguo depositario y el nuevo o, excepcionalmente, únicamente por el depositario. Será forzosa la sustitución cuando la autorice la CNMV a solicitud exclusiva de la SGIIC o cuando el depositario se ve incurso en un procedimiento concursal (art. 61).

2. Obligaciones y responsabilidad

a) *Parámetros del cumplimiento de las obligaciones*

De manera semejante a lo señalado para las SGIIC, podemos decir que, de lo dispuesto en el primer párrafo del n.º 1 del art. 62 de la LIIC (“los depositarios actuarán siempre de manera independiente y en interés de los inversores en IIC, debiendo cumplir todas sus obligaciones con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal”), se deduce que los depositarios deben cumplir sus obligaciones conforme a los criterios de diligencia técnica y lealtad y fidelidad hacia los partícipes o accionistas de las IIC que custodian.

(63) Ver nuestro manual de *Derecho Bancario*, Barcelona, 2002, p. 36 y ss.

(64) Ver nuestro manual de *Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 68 y ss.

(65) Este requisito ya había sido introducido por la Ley 44/2002. Ver, al respecto, PADEIRA ROMERO, ob. cit., p. 382 y ss.

b) *Obligaciones específicas de los depositarios*

Podemos agrupar en cuatro categorías las obligaciones que impone el art. 60 de la LIIC a los depositarios de IIC:

a) Obligaciones de custodia, que se traducirán en las propias de un depósito abierto de dinero en cuanto al efectivo y de un depósito administrado de los valores pertenecientes a las IIC [art. 60.i)].

b) Obligaciones de gestión compartida con la SGIIC, gestión que puede traducirse en actuaciones internas, como es el abono de las suscripciones de participaciones en las cuentas de los fondos o la satisfacción de los reembolsos de participaciones por cuenta de los fondos [art. 60.d) y e)]; o en actuaciones externas, como la vigilancia de los pagos de los dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación o la cumplimentación de las órdenes de reinversión o de compra y venta de valores o de cobro de intereses y dividendos [art. 60.f) y g)].

c) Obligaciones de vigilancia de la gestión realizada por las SGIIC de los fondos de inversión o por los administradores de las sociedades de inversión [art. 60.b)], vigilancia que debe extenderse a la legalidad de la actuación de la SGIIC cuando actúe como comercializadora de fondos de inversión [art. 60.h)].

d) Obligaciones de documentación, que se realizarán de forma conjunta con la SGIIC y que afectarán a los documentos constitutivos de los fondos [redactar el reglamento de gestión y otorgar los documentos de constitución, modificación o liquidación, art. 60.a), o a los certificados de participación en los mismos, art. 60.c)].

c) *Responsabilidad*

De forma semejante a lo que señalábamos para las SGIIC, podemos decir que de lo dispuesto en el primer inciso del apartado 2 del art. 62 de la LIIC (“los depositarios serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaran por incumplimiento de sus obligaciones legales”) se deducen los tres elementos que la jurisprudencia exige para declarar la responsabilidad civil contractual o extracontractual: acto ilícito, daño patrimonial y relación de causalidad entre el primero y el segundo. Podemos aplicar a la responsabilidad de los depositarios las consideraciones que realizábamos sobre la de las SGIIC, con las adaptaciones pertinentes derivadas de las distintas obligaciones que a cada una de las entidades incumben. En particular y de forma simétrica a lo que sucedía con la legitimación activa, en nombre de los partícipes, del depositario para exigir responsabilidad a la SGIIC (art. 62.2),

también la SGIIC está obligada a exigir al depositario, en nombre de los partícipes de las IIC que administre, su responsabilidad en el ejercicio de sus funciones (art. 46.4).

VIII. NORMAS COMUNES A LAS IIC Y A SUS ENTIDADES AUXILIARES

1) Normas de conducta

Tanto las IIC con forma societaria como las SGIIC, así como sus administradores, directivos y empleados, deben cumplir las normas de conducta previstas en el capítulo I del Título VI (arts. 65 a 68) de la nueva LIIC, las previstas en el Título VII de la LMV⁽⁶⁶⁾, con las adaptaciones pertinentes, las reglamentarias que desarrollen los preceptos anteriores y las contenidas en los reglamentos internos de conducta (art. 65).

La obligación que impone el art. 66 de la LIIC a las IIC —y por lo tanto a sus SGIIC y depositarios— de “efectuar sus transacciones sobre bienes, derechos, valores o instrumentos a precios y en condiciones de mercado, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para la IIC” suscita varias reflexiones:

En primer lugar, la dificultad de precisar cuándo una operación se ha realizado “en condiciones de mercado” en un contexto de creciente fragmentación y globalización de los mercados de valores. En este sentido, conviene tener en cuenta que la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre Servicios de Inversión y Mercados Regulados, y de reforma de la Directiva del Consejo 85/611/CEE, de la Directiva del Consejo 93/6/CEE y de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2000/12/CE, contempla, junto a los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y la denominada internalización de ejecución de órdenes a través de los intermediarios⁽⁶⁷⁾.

⁽⁶⁶⁾ Sobre este régimen, tras la profunda reforma de la Ley 44/2002, ver FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., ob. cit., p. 135 y ss.

⁽⁶⁷⁾ Ver el documento de Propuesta y de Memoria explicativa COM (2002) 629 final, 2002/0269 (COD). En el art. 3.1.10 y 11 se contiene las definiciones de mercado regulado y de sistema multilateral de negociación (Multilateral Trading Facility, MTF). Por su parte, la memoria explicativa se ocupa, en sus apartados II.4 y II.5 de aquellos sistemas y de los mecanismos de regulación de la ejecución de negociaciones.

En segundo lugar, la dificultad de precisar cuándo se ha dado la mejor ejecución a una determinada orden. Ello es así porque, en el anterior contexto de fragmentación de mercados, el criterio tradicional del mejor precio es insuficiente para determinar la mejor ejecución dado que intervienen otros criterios como la rapidez, el coste, la transparencia, etc. En definitiva, en el nuevo contexto de mercados de valores fragmentados y globalizados, será necesario determinar el entorno concreto de una operación realizada por una IIC para saber si ha sido ejecutada en términos de mercado o de la mejor manera posible⁽⁶⁸⁾.

En tercer lugar, el deber de las IIC de efectuar sus operaciones en condiciones de mercado suscita la posición relativa que ocupan las IIC en el mercado de valores como inversores institucionales o profesionales merecedores de un grado menor de protección que los pequeños inversores.

Así, por un lado, ante los emisores de valores, las IIC se presentan como inversores institucionales con una capacidad de autotutela informativa que permite exonerar a los emisores de la obligación de elaborar el folleto informativo cuando sus emisiones se dirigen exclusivamente a este tipo de inversores. Así sucede tanto en el Derecho comunitario más reciente como en nuestro Derecho. En el primer sentido, el art. 3.2.a) de la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE⁽⁶⁹⁾, dispone que la obligación de publicar un folleto no será de aplicación cuando se realice una oferta dirigida solamente a inversores cualificados que se definen en el art. 2.1.e.i) incluyendo a los organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión. En nuestro Derecho, el art. 7.1.a) del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de ventas de valores exime de la obligación de verificar los informes de auditoría y las cuentas anuales y el folleto informativo a las emisiones de valores exclusivamente dirigidas a inversores institucionales entre los que se encuentran las IIC⁽⁷⁰⁾.

(68) Ver el documento de Propuesta y de Memoria explicativa COM (2002) 629 final, 2002/0269 (COD). El art. 19 de la propuesta se refería a la “obligación de ejecutar las órdenes en los términos más favorables para el cliente” y este principio de la mejor ejecución se explica en el apartado III.4 de la memoria explicativa. Entre nosotros, ver por todos SASTRE, G./ALONSO E., *Transparencia y principio de mejor ejecución*, monografía n.º 2, 2003, CNMV.

(69) DOUE 31-12-2003, L. 345/64 y ss.

(70) Véase nuestro comentario en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario Sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid 1995, p. 179 y ss.

Por otro lado y ante los intermediarios, las IIC se caracterizan como clientes profesionales necesitados de un menor grado de protección frente a las empresas de inversión y las entidades de crédito. Así sucederá con la futura Directiva sobre servicios de inversión y mercados regulados, cuyo Anexo II, en su apartado 1 incluye entre las “categorías de clientes que se considerarán como profesionales” a las IIC⁽⁷¹⁾.

En otro orden de cosas, la LIIC de 2003, ante el riesgo manifiesto de que surjan conflictos de intereses entre los distintos sujetos que actúan en el entorno de las IIC (los partícipes y socios, las SGIIC, los depositarios, los administradores de estos últimos y de las IIC, etc.) y de que éstos se resuelvan en perjuicio de los partícipes y accionistas de las IIC, lleva a establecer un régimen legal específico de las operaciones vinculadas. Se consideran operaciones vinculadas el cobro de remuneraciones por la prestación de servicios, la obtención por una IIC de financiación o la constitución de depósitos, la adquisición de valores o instrumentos emitidos o avalados u otras que se determinen reglamentariamente cuando se realicen por las sociedades de inversión con sus depositarios o SGIIC o con sus administradores o directivos o los de sus depositarios o SGIIC o por las SGIIC y los depositarios entre sí (art. 67).

Por último, dado que la principal garantía de los derechos de los partícipes y accionistas de las IIC viene dada por la vigilancia y eventual exigencia de responsabilidad recíproca entre las SGIIC y los depositarios, es preciso garantizar que estos últimos estén separados de las SGIIC y de las sociedades de inversión. Por ello, ninguna entidad podrá ser depositaria de IIC gestionadas por una sociedad perteneciente a su mismo grupo ni de sociedades de inversión de su mismo grupo, salvo que la IIC o su SGIIC disponga de un procedimiento específico, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de intereses (art. 68).

2. Control público

La nueva LIIC empieza estableciendo los extremos de la relación de supervisión administrativa en este ámbito de las IIC, refiriéndose a los sujetos supervisados (las IIC, las SGIIC y sus depositarios según el art. 69) y a las autoridades supervisoras (esencialmente, la CNMV conforme al art. 70).

Después, ordena las técnicas clásicas de intervención preventiva y represiva en las entidades financieras, de forma tal que, tras ocuparse de las causas y los efectos de la intervención de IIC y de SGIIC y de sustitución de sus adminis-

(71) Ver el documento de propuesta y de memoria explicativa COM (2002) 629 final, 2002/0269 (COD).

tradores (arts. 72 a 76), regula el régimen sancionador de acuerdo con la fórmula general según la cual, cuando una persona física o jurídica sometida a supervisión especial (las IIC, sus SGIIC y los depositarios, así como sus administradores y directivos, según el art. 77) comete una infracción tipificada legalmente como muy grave, grave o leve (arts. 79 a 82), se produce el efecto de su responsabilidad administrativa en forma de sanción de las previstas en los arts. 84 y ss. que se impondrán por la CNMV, el ME o el Consejo de Ministros (art. 92) ⁽⁷²⁾.

⁽⁷²⁾ Sobre la supervisión, las medidas de intervención y sustitución y el régimen sancionador de las IIC en la normativa anterior, nos remitimos a lo señalado en nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, cit., p. 261 y ss. y a nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 179 y ss.

LA SUPRESIÓN (PARCIAL) DEL SECRETO BANCARIO EN EL ÁMBITO DE LA UNIÓN EUROPEA (*)

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

SUMARIO

- I. LA NORMA DE REFERENCIA: LA DIRECTIVA 2003/48/CE, DE 3 DE JUNIO, EN MATERIA DE FISCALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS DEL AHORRO EN FORMA DE PAGO DE INTERESES.
 - II. LA QUIEBRA DE LOS FUNDAMENTOS DEL SECRETO BANCARIO A NIVEL COMUNITARIO.
 - III. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA APROBADA.
 - IV. APUNTE FINAL.
-

(*) Este trabajo tiene su origen en la comunicación presentada al II Congreso Internacional *La Unión Europea a debate*, celebrado en Valladolid los días 4, 5 y 6 de noviembre de 2003.

RDBB núm. 93 / Enero-Marzo 2004

I. LA NORMA DE REFERENCIA: LA DIRECTIVA 2003/48/CE, DE 3 DE JUNIO, EN MATERIA DE FISCALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS DEL AHORRO EN FORMA DE PAGO DE INTERESES

La aprobación de la Directiva 2003/48/CE del Consejo de 3 de junio de 2003 (publicada en el Diario Oficial el 26 de junio), en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, culmina el largo camino sufrido por esta iniciativa legislativa que mucho tiene que ver con el tema que en concreto nos ocupa, la desaparición en ciertos ámbitos del secreto bancario e, igualmente y como consecuencia lógica, la adopción de una postura restrictiva frente a los paraísos fiscales.

Se trata de una larga historia, cargada de altibajos y de obstáculos que han debido ser superados, en la que intentaremos ordenar y destacar los hechos más significativos hasta llegar a la situación actual, tratando igualmente de sintetizar lo que aún queda por hacer. Aunque los antecedentes son más remotos⁽¹⁾, a efectos de nuestro trabajo situamos el punto de partida en una Comunicación de 5 de noviembre de 1997, titulada *Paquete de medidas para hacer frente a la competencia fiscal perniciosa en la Unión Europea*. En ella la Comisión abogaba por la necesaria coordinación a nivel europeo para luchar contra la competencia fiscal lesiva, con el objetivo de reducir las distorsiones existentes en el mercado interior para evitar la pérdida de ingresos fiscales y orientar las estructuras de este tipo hacia modelos más favorables al empleo. Lo cierto es que dicha Comunicación propició un extenso debate en el Consejo Ecofin de 1 de diciembre de 1997, que determinó la solicitud a la Comisión de una propuesta de Directiva sobre la imposición de los rendimientos del ahorro que tuviera un enfoque más pragmático que su antecesora. Pues bien, en cumplimiento de los acuerdos tomados en aquel Consejo Ecofin se aprobó el 20 de mayo de 1998 la propuesta de Directiva correspondiente. Frente a la propuesta de 1989, en la que se establecía un régimen único de retención a cuenta, ésta aparecía presidida por el denominado *Modelo de coexistencia* que permitía a cada Estado miembro llevar a cabo una elección entre aplicar una retención a cuenta o facilitar a los demás Estados miembros información sobre los rendimientos del

(1) El 10 de febrero de 1989 se presentó una primera propuesta de Directiva cuyo objeto era implantar un régimen único de retención a cuenta en todo el territorio de la Comunidad, y que tuvo que retirarse al no obtener la aprobación unánime de todos los Estados miembros. Esta propuesta era el complemento a la total liberalización de los movimientos de capital establecida por la Directiva 88/361/CEE, del Consejo de 24 de julio de 1988, en cuyo art. 6.5 se señalaba que la Comisión presentaría al Consejo, a más tardar el 31 de diciembre de ese año, propuestas destinadas a suprimir o atenuar los riesgos de evasión o fraude fiscal.

ahorro, sin que en ningún caso se vieran afectados los residentes de terceros países.

Aquellos Estados que optaran por el régimen de retención debían aplicar un tipo del 20% como mínimo (sin que se planteasen impedimentos a los Estados miembros para aplicar un tipo de gravamen superior) a los pagos de intereses efectuados en el territorio de la Unión a personas físicas que tuviesen su residencia fiscal en un Estado miembro diferente de aquel en que abonen los intereses; los países que, por su parte, optasen por el régimen de información se comprometían a facilitar datos a los demás Estados miembros sobre los intereses abonados a personas físicas que residiesen en su respectivo territorio, debiéndose facilitar dicha información de modo automático y sin que pudiera quedar sujeta a restricciones o condiciones.

Se permitía también en este proyecto que aquellos Estados miembros que se decantasen por el régimen de retención a cuenta pudieran además aplicar las medidas de intercambio de información que estuviesen recogidas en las disposiciones nacionales o en los acuerdos bilaterales con otros Estados miembros pero, en realidad, cada Estado debía escoger un único régimen entre los dos posibles y aplicarlo a todos los pagos de intereses que se efectuasen en su territorio a residentes de los demás Estados.

Sin embargo, pese a la buena acogida que se dispensó a esta propuesta de 1998⁽²⁾, fue definitivamente abandonada y sustituida de modo íntegro por una nueva propuesta de Directiva adoptada el 18 de julio de 2001, COM (2001) 400, consecuencia sobre todo de las intensas discusiones mantenidas en el Consejo Ecofin tanto a nivel técnico como político que fueron provocando la modificación de su perspectiva acerca de la legislación de la imposición de los rendimientos del ahorro.

En realidad, el problema estaba ya presente en 1997 y no era otro que el secreto bancario. Ya desde entonces se valoraba seriamente la amenaza de su perpetuación a efectos fiscales si de hecho los Estados elegían el sistema que permitía retener un porcentaje de los intereses a pagar en vez de facilitar la información requerida. Por este motivo, el Consejo Europeo de Helsinki de 10 y 11 de diciembre de 1999 (donde por vez primera se abandona el término

(2) El 10 de febrero de 1999, el Parlamento aprobó la propuesta de la Comisión con diez enmiendas, seis de las cuales se referían a los considerandos; por su parte, el 24 de febrero de 1999 el Comité Económico y Social emitía un dictamen ampliamente favorable a la propuesta de la Comisión.

política y comienza a hablarse de *paquete* fiscal⁽³⁾) acordó que un Grupo de trabajo de alto nivel presentaría al Consejo un informe con las posibles soluciones al tema de la fiscalidad de la renta del ahorro de los no residentes, estudiando también las propuestas presentadas por el Reino Unido, incluida la de intercambio de información y que, en todo caso, el Consejo Ecofin informaría al Consejo Europeo antes de junio de 2000.

Pues bien, el Consejo Ecofin en el informe correspondiente convino que la Directiva que abordase dicha fiscalidad debía asentarse sobre los siguientes fundamentos: su objetivo último y en consonancia con la realidad internacional debía ser el intercambio de la máxima información posible entre las Haciendas de los Estados miembros respecto a los pagos de intereses y sólo se aplicará una retención a cuenta transitoria en un número limitado de países mientras este objetivo no pueda ser cumplido. Igualmente, declaró la necesidad de entablar conversaciones y llegar a acuerdos cuanto antes con terceros países claves con tendencia a ofrecer regímenes fiscales particularmente favorables a los no residentes para conseguir tales objetivos, lo que hizo en los siguientes términos: “A fin de mantener la competitividad de los mercados financieros europeos, en cuanto el Consejo haya llegado a un acuerdo sobre el fondo de la Directiva y con anterioridad a la adopción de la misma, la Presidencia y la Comisión entablarán cuanto antes conversaciones con los Estados Unidos y los terceros países clave (Suiza, Liechtestein, Mónaco, Andorra y San Marino) para promover la adopción de tales medidas equivalentes en estos países: al mismo tiempo los Estados miembros interesados se comprometerán a promover la adopción de estas mismas medidas en todos los territorios dependientes o asociados correspondientes (las Islas del Canal de la Mancha, La Isla de Man y territorios dependientes o asociados del Caribe). Se informará regularmente al Consejo de los avances de dichas conversaciones. Una vez obtenidas garantías suficientes sobre la aplicación de las mismas medidas en territorios dependientes o asociados y de las medidas equivalentes en los citados países, teniendo en cuenta el informe correspondiente, el Consejo, decidirá, por unanimidad, la adopción y aplicación de la Directiva...”.

En definitiva, frente a las dos propuestas de Directiva anteriores, la siguiente debería estar presidida por el sistema de intercambio de información, lo cual conlleva consecuencias demoledoras para la institución del secreto bancario y, por tanto, para el atractivo de ciertas plazas financieras que son incluso

(3) El citado paquete está compuesto por tres normas: la Directiva que se trata; la Directiva relativa a un régimen fiscal común aplicable a los pagos de intereses y cánones efectuados entre sociedades asociadas a diferentes Estados miembros a efectos de evitar la doble imposición y el denominado Código de conducta para eliminar (hasta 66) regímenes fiscales denunciados por los expertos en competencia desleal.

Estados miembros de la Unión (fundamentalmente, Austria, Bélgica y Luxemburgo). La propuesta del Reino Unido planteada de una forma colateral comenzaba a prosperar.

Estas consideraciones progresaron significativamente en el Consejo Europeo de Santa María de Feira, los días 19 y 20 de junio de 2000, como puede comprobarse de las declaraciones recogidas para el acta de dicho Consejo ⁽⁴⁾, y recibieron el espaldarazo definitivo en la reunión del Consejo Ecofin de 26 y 27 de noviembre de ese mismo año. En las conclusiones de este Consejo relativas al paquete fiscal se aprobó el contenido fundamental de la futura Directiva en las siguientes condiciones: el tipo de retención a cuenta que se aplicará a aquellos países que inicialmente no puedan seguir el sistema de intercambio de información será del 15% durante los tres primeros años del período de transición y de 20% hasta el término de dicho período (porcentajes que como veremos sufrirán algunas variaciones en el proceso de tramitación de la Directiva); por su parte, el porcentaje de ingresos transferidos al Estado de residencia por el Estado que practica la retención a cuenta durante el período de transición

(4) ANEXO IV. Declaraciones para el acta del Consejo.

Asunto: Fiscalidad del ahorro.

1) Todos los Estados miembros esperan que los asuntos pendientes queden resueltos antes de que el Consejo adopte la Directiva.

2) Los Representantes de los Gobiernos de los Estados miembros, reunidos en el seno del Consejo, convienen en que no se concederán excepciones respecto del intercambio de información en las negociaciones de ampliación con los países candidatos.

3) El Consejo y la Comisión se comprometen a llegar a un acuerdo sobre el fondo de la Directiva, incluido el tipo aplicable a la retención a cuenta, antes de que finalice el año 2000.

4) El Consejo declara que la referencia a la unanimidad recogida en la letra c) del apartado 2 se hace sin menoscabo de los resultados de la Conferencia Intergubernamental.

5) El Consejo hace notar que Austria y Luxemburgo podrán aplicar la retención a cuenta durante el período transitorio. Bélgica, Grecia y Portugal darán a conocer su posición al Consejo antes de que finalice el año 2000.

6) Luxemburgo considera que las “medidas equivalentes”, así como las “mismas medidas” a que se refiere la letra c), incluyen asimismo el intercambio de información previsto en la última frase de la letra d).

7) Dinamarca, Francia, Finlandia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, España, Suecia y el Reino Unido esperan que el tipo de la retención a cuenta será al menos de un 20-25%, y opinan que el intercambio de información debería introducirse en un plazo de cinco años tras la adopción de la Directiva.

8) El Gobierno austríaco acepta el informe de la OCDE “*Improving Access to Bank Information for Tax Purposes*” (Mejora del acceso a la información bancaria con fines fiscales), pero, por razones constitucionales, no puede, por ahora, aceptar una medida tendente a eliminar el secreto bancario para los no residentes. Puesto que la Directiva se aplicará sólo a los no residentes, Austria puede mantener la retención a cuenta definitiva para los residentes y su legislación bancaria actual por lo que respecta a los residentes nacionales.

será del 75%, correspondiendo el 25% restante al Estado miembro del Estado pagador (porcentajes que han permanecido inmodificados).

El régimen brevemente descrito estaba pensado fundamentalmente para tres Estados miembros, que hasta la fecha estaban bloqueando el acuerdo sobre la Directiva de la fiscalidad del ahorro. A estos tres países (Austria, Bélgica y Luxemburgo) se les ofrece la posibilidad, durante el período de transición que finalmente se establezca, de seguir manteniendo el secreto bancario, pero debiendo a cambio gravar el ahorro de los no residentes de otro país miembro; e, igualmente, durante este mismo período los terceros países clave en este proceso arriba mencionados se deben comprometer a regirse por las mismas reglas, pues esta fue la condición impuesta por Austria, Bélgica y Luxemburgo para adoptar el sistema de intercambio de información. Y es que el compromiso alcanzado en este Consejo debía ser ratificado por unanimidad en el plazo de dos años tras la negociación con esos terceros países para que también ellos adopten las medidas establecidas para acabar con el secreto bancario. De hecho el Consejo Europeo de Niza de diciembre de 2000 pidió a la Comisión y a la Presidencia que iniciasen con la mayor brevedad posible los debates con los Estados Unidos y los otros terceros países con objeto de favorecer la adopción de las medidas equivalentes sobre la imposición de la renta del ahorro. A tales efectos el siguiente Consejo Europeo de Gotemburgo de junio del mismo año presentó un informe de las negociaciones mantenidas con aquellos países y los Estados miembros afectados hicieron lo propio en relación a sus territorios asociados y dependientes, circunstancias que motivaron la adopción de la *propuesta* de Directiva de 18 de julio de 2001.

En la reunión del Consejo Ecofin de 13 de diciembre de 2001 se acordaron ya plazos concretos de transición (siete años) a partir de la entrada en vigor de la Directiva para que aquellos países apliquen el denominado sistema de intercambio de información. Se estableció además que sería la Comisión la encargada de conducir las negociaciones con países no pertenecientes a la Unión Europea para asegurar la adopción de medidas equivalentes en los mismos, que permitan la tributación efectiva de las rentas del ahorro pagadas a los ciudadanos residentes de la Unión, mientras que serían los propios Estados miembros afectados quienes deben conducir las negociaciones con sus territorios asociados o dependientes.

A lo largo de todo el año 2002 se suceden las negociaciones que se centran fundamentalmente en Suiza por ser el país que más inconvenientes ha planteado siempre a la adopción de las denominadas medidas equivalentes,

escudándose en su conocida tradición de mantener el secreto bancario⁽⁵⁾. Este país desde un principio se ha mostrado totalmente inflexible frente a un posible intercambio automático de información aunque, sin embargo, tampoco ha descartado en ningún momento la posibilidad de aplicar retenciones hasta un determinado porcentaje por los ahorros depositados en su territorio, encontrándose además predispuesto a celebrar acuerdos bilaterales con cada Estado miembro de la UE para colaborar en casos de fraude fiscal o conductas similares calificadas como tales en dicho Estado⁽⁶⁾, a semejanza del que ya tiene suscrito con los Estados Unidos.

En todo caso, la votación por unanimidad que debía lograrse antes de finales de 2002 tuvo que ser aplazada, retrasándose los plazos previstos de entrada en vigor de la Directiva, continuando el tema como objetivo prioritario de las reuniones del Consejo Ecofin, del mismo modo que la consecución del citado acuerdo con Suiza. En la reunión del 21 de enero de 2003 se logra un acuerdo interno que amplía las conclusiones del Consejo de 13 de diciembre de 2001, aunque todavía algunos Estados miembros, por razones ajenas al contenido de los propios textos, continúan bloqueando los acuerdos definitivos. Finalmente, la Directiva es adoptada en el Consejo Ecofin de 3 de junio de 2003⁽⁷⁾,

(5) Efectivamente, puede decirse que dentro de nuestro entorno cultural es el secreto suizo el que presenta uno de los campos de actuación más amplios, a pesar de que la doctrina más autorizada en aquel país afirme que la protección dispensada a este instituto no es tan amplia como se cree generalmente. Dos son, sin embargo, las razones por las que se habla comúnmente de aquella amplitud; la primera es que el secreto bancario está protegido penalmente, de modo que su violación es perseguible de oficio; en segundo lugar, las entidades bancarias no están obligadas a testificar, sino que es la Administración fiscal la que debe dirigirse directamente al particular, salvo en los supuestos de fraude fiscal, siendo además característica en este sistema la diferenciación entre simple evasión y fraude fiscal, de modo que en Suiza la primera conducta no es perseguible penalmente, sino que esconder cuentas o rentas a la Hacienda pública sólo constituye una infracción administrativa. Vid. al respecto AZAUSTRE FERNÁNDEZ, M.^a J., *El secreto bancario*, Bosch, Barcelona, 2001, p. 115.

(6) Sobre las condiciones para obtener la cooperación judicial con Suiza, ámbito en el que España está particularmente interesado, vid. BRUCHEZ, M. y BRINDLE, P., “Sistema de información y de cooperación en Suiza y en el seno de la Unión Europea en la lucha contra el blanqueo de dinero”, *La Ley*, miércoles, 23 de julio de 2003, pp. 2 y 3.

(7) Declaraciones que deberán figurar en el acta del Consejo:

En relación con la Directiva sobre fiscalidad del ahorro:

1. El Consejo reafirma que la Unión Europea tendrá como objetivo último, en consonancia con la evolución internacional, intercambiar la máxima información posible.

2. El Consejo considera que se han obtenido garantías suficientes con respecto a la aplicación de las mismas medidas y los mismos procedimientos que en los 12 Estados miembros o en Austria, Bélgica y Luxemburgo, en todos los territorios dependientes o asociados pertinentes (Islas del Canal, Isla de Man y los territorios dependientes o asociados en el Caribe) y pide a los Estados miembros implicados que velen por que todos los territorios dependientes o asociados

una vez superadas las diferencias internas sobre diversos temas que impedían alcanzar el consenso necesario y tras haber aceptado el país helvético la aplicación de una retención anónima en origen para las rentas de capital que será del 35% una vez que finalicen los períodos transitorios, a cambio de otras concesiones por parte de la UE.

II. LA QUIEBRA DE LOS FUNDAMENTOS DEL SECRETO BANCARIO A NIVEL COMUNITARIO

El llamado secreto bancario⁽⁸⁾ ha sido un gran superviviente en la Unión Europea a lo largo de estos últimos años. Si bien en países concretos este escudo ya no era válido a efectos fiscales hace ya muchos años —en España, desde 1977⁽⁹⁾—, en el territorio de la Unión todavía podían colocarse los aho-

apliquen dichas medidas a partir de la fecha de aplicación de la Directiva, quedando entendido que, cuando Austria, Bélgica y Luxemburgo pongan en práctica el intercambio automático de información, todos los territorios que practiquen la retención a cuenta pondrán también en práctica el intercambio automático de información a partir de la misma fecha que dichos Estados miembros.

(8) Es cierto que esta denominación resulta un tanto ambigua ya que en realidad no debería entenderse a estos efectos la protección de la entidad sino únicamente la del cliente. Por ello, autores como ZUNZUNEGUI consideran que en el sector bancario este secreto es un derecho del cliente y una obligación del banco y por ello es preferible hablar de *secreto de la clientela*. Vid. *Derecho del Mercado Financiero*, 2.ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2000, p. 349. Hay otros autores que perfeccionan aún más esta visión del secreto bancario al considerar que “no existiría en sí mismo considerado como deber y como derecho. El deber y el derecho sólo nacerían cuando la revelación de los datos fuera dañosa. En lugar del derecho al secreto bancario deberíamos hablar del derecho a no ser dañado con la revelación de los datos facilitados al banquero.” Vid. OTERO NOVAS, J.M., “El secreto bancario. Vigencia y alcance”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 20, octubre-diciembre, 1985, p. 732.

(9) El proceso comenzó con la Ley 50/1977, de 14 de noviembre, sobre medidas urgentes de reforma fiscal, cuyos arts. 41 a 45, desarrollados por Orden Ministerial de 14 de enero de 1978, sujetan a las entidades de crédito al deber de colaboración, imponiéndoles unos deberes de comunicación. Ello significó la derogación del art. 62 de la Ley Larraz, de 16 de diciembre de 1940, que eximía de investigación las cuentas corrientes acreedoras a la vista en entidades de crédito. De esta manera, los bancos perdían la situación especial en la que se habían mantenido hasta ese momento como depositarios de datos relativos a la capacidad económica de sus clientes, y todo ello con la finalidad última que subyacía en el espíritu de la Ley de allanar el camino para la creación de nuevos impuestos de carácter personal, pues fruto de esta reforma fue precisamente el impuesto sobre la renta de las personas físicas, para cuyo buen funcionamiento el secreto bancario era un obstáculo, pues la Administración tributaria debía tener un conocimiento lo más exacto posible de la situación patrimonial de los contribuyentes. El contenido de esta Ley 50/77, cuya constitucionalidad fue discutida y confirmada después por el primer pronunciamiento constitucional en materia de secreto bancario (STC 110/1984, de 26 de noviembre, vid., infra, n. 11), vino a ratificarse por normas posteriores como la Ley 10/1985, de 26 de

rrros de forma que los intereses percibidos no tributasen en ningún país concreto, ni en el de residencia ni en ningún otro por carecerse de los datos precisos para llevar a cabo la tributación. La plena liberalización de la circulación de capitales puso de manifiesto la necesidad de acotar este tipo de situaciones, pero la introducción del euro implicó ya la urgencia de aprobar la norma que regularizase el ahorro de los no residentes.

No creemos que pueda hablarse de unos fundamentos del secreto bancario diferentes en la UE a los de cualquier Estado miembro como España, y ello independientemente de las dificultades de encontrar un fundamento unánime a su existencia a pesar de haber estado siempre presente en la práctica bancaria. Por ello, cuando hablamos de quiebra o ruptura en este ámbito no lo hacemos en un sentido estricto, sino que lo que queremos poner de manifiesto es que se ha producido el acuerdo entre los distintos Estados para llegar a aquel resultado, ya conocido por necesario en cada ámbito nacional. La discreción y confianza que debe regir la actividad de las entidades de crédito, y de las cuales constituye una expresión tradicional el deber de secreto, no es que dejen de valorarse o pierdan su importancia, sucede que también van a ceder ante otros intereses dignos de tutela de sobra conocidos pero de una más difícil instrumentalización al entrar en escena las Haciendas de dos o más países. Por ello, en un proceso de construcción de un mercado único, resulta impensable que puedan existir aún grietas de este tipo que propician además los casos de evasión y fraude fiscal. Para lograr estos objetivos surge la palabra mágica *información* ⁽¹⁰⁾, siendo el intercambio automático de la misma el sistema finalmente elegido para poder gravar el ahorro de los no residentes, de modo tal que las entidades de crédito van a tener que proporcionar también ciertos datos económicos de las personas físicas que no tienen el domicilio fiscal en este Estado a la autoridad competente del mismo.

Con todo ello, en realidad lo que se está produciendo es la superación del derecho a la privacidad de sus datos económicos que tienen los clientes bancarios —y que se suponía más salvaguardada fuera del país de residencia— para lograr objetivos de mayor trascendencia para toda la colectividad. Y es que la obligación de contribuir al sostenimiento de las cargas públicas de acuerdo con el principio de capacidad económica, y en la que se quiere fundamentar el deber

abril, de modificación parcial de la Ley General Tributaria, derogando de un modo aún más expreso el secreto bancario en el ámbito fiscal, que ya no podía servir de amparo para el incumplimiento de obligaciones frente a la Administración tributaria. Vid. GUILLÉN FERRER, M.^a J., *El secreto bancario y sus límites legales*, Tirant lo blanch, Valencia, 1997, pp. 162 y ss., y AZAUSTRE FERNÁNDEZ, op. cit., pp. 265 y ss.

⁽¹⁰⁾ Vid. EMBID IRUJO, prólogo a la obra de FERRANDO VILLALBA, M.^a L., *La información de las entidades de crédito. Estudio especial de los informes comerciales bancarios*, Tirant lo blanch, Valencia, 1999, p. 17.

de colaboración fiscal, debe seguir siendo respetada incluso cuando las rentas se depositen fuera del país de residencia fiscal del ahorrador. Durante mucho tiempo este tipo de deberes se ha circunscrito a los ámbitos nacionales respectivos con el riesgo cierto de deslocalización del ahorro hacia otras zonas o territorios, bien dentro de la propia Europa o fuera de ella, con regímenes fiscales mucho más atractivos que los del país de origen, con el fin de eludir el cumplimiento de la obligación arriba reseñada, ya convertida en una de las excepciones más relevantes al deber de secreto bancario. La Administración tributaria de cada Estado miembro va a poder ahora investigar y conocer el movimiento de las cuentas corrientes y demás depósitos bancarios de las personas físicas con domicilio fiscal en dicho Estado aunque tales cuentas o depósitos no radiquen en su territorio, a través de la colaboración con otras Administraciones tributarias, quienes a su vez obtendrán los datos oportunos de las entidades de crédito receptoras de los fondos.

Se trata una vez más de abrir espacios, eliminar límites territoriales para poder llevar a cabo en el ámbito de la UE actuaciones que ya venían realizándose de una forma pacífica y cotidiana en los diferentes Estados, y si pocas objeciones podían ya plantearse, una vez superado el problema de los límites del secreto bancario frente al Fisco, ya que éste puede incidir en un derecho fundamental como es el derecho a la intimidad⁽¹¹⁾, esta misma situación es trasladable a un espacio más amplio en el que se pretende una actuación única para evitar en la medida posible las distorsiones que la disparidad de legislaciones fiscales

(11) En términos muy genéricos nuestro Tribunal Constitucional ha definido y caracterizado el derecho a la intimidad como un derecho dirigido a la protección global de la vida privada, protección comprensiva de las diversas facetas en que tal vida puede manifestarse. Una de estas facetas es la profunda relación de confianza que el cliente puede llegar a tener con su entidad bancaria, de ahí que el encuadramiento formal propugnado por el Tribunal para el secreto bancario esté directamente vinculado a aquella relación. Por lo que respecta a nuestro país una jurisprudencia constitucional con bastantes años ya encima —STC 110/84, de 26 de noviembre, Fundamento jurídico n.º 11— indicaba que “...En lo que aquí importa, el secreto bancario no puede tener otro fundamento que el derecho a la intimidad del cliente reconocido en el art. 18.1 de la Constitución, pues no hay consagración explícita y reforzada de este tipo de secreto, como la hay del secreto profesional. De forma que lo que se ha dicho antes sobre los límites del derecho a la intimidad es totalmente aplicable al caso en que sea la Entidad de crédito la obligada a facilitar los datos y antecedentes que requiera la inspección...”. Esta línea de pensamiento ha sido continuista a lo largo de los años (Auto TC 642/1986, de 23 de julio; STC 76/90, de 26 de abril; STC 195/1994, de 28 de junio), incluso en algunas ocasiones se ha visto obligada a recortar las potestades de los poderes públicos en defensa de aquel derecho fundamental.

Sobre esta jurisprudencia constitucional existe un amplio tratamiento doctrinal, en ocasiones particularmente crítico: vid., entre otros, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “De nuevo en torno a la defensa de la intimidad como límite a las obligaciones de información tributaria”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 17, enero-marzo, 1985, pp. 71 y ss., y “Segundo pronunciamiento constitucional sobre el secreto bancario: el Auto del Tribunal

existentes en los países de la UE viene provocando y que son incompatibles con la consecución del mercado único.

III. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA APROBADA ⁽¹²⁾

Como ha podido comprobarse, la Directiva 2003/48/CE, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, es una de esas normas comunitarias que han tenido que superar todo tipo de obstáculos hasta conocer su aprobación definitiva. No en vano, se la había calificado como una de las asignaturas pendientes de la Unión, particularmente, desde la plena liberalización de la circulación de capitales, de la que es complemento necesario, para evitar las distorsiones que en el funcionamiento del mercado interior podrían tener lugar.

Constitucional de 23 de julio de 1986. Un comentario de urgencia”, AA.VV., *Comentarios a Jurisprudencia de Derecho bancario y cambiario*, volumen II, Fernando Sánchez-Calero y Juan Sánchez-Calero Guilarte (coords.), Centro de Documentación bancaria y bursátil, Madrid, 1993, pp. 101 y ss.; ALBELLA AMIGO, S., “El secreto bancario”, AA.VV., *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova, Valladolid, 1998, pp. 135 y ss., sobre todo en relación a la STC 195/1994, de 28 de junio, pp. 140 y 141; OTERO NOVÁS, op. cit., pp. 752 y ss., y PIÑEL LÓPEZ, E., “El Tribunal Constitucional y el secreto bancario. (Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional de 26-11-84”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 17, enero-marzo, 1985, pp. 121 y ss. Este autor realiza una interesante síntesis de la doctrina de la primera Sentencia del Tribunal Constitucional resumiéndola en los siguientes puntos: “1. El secreto bancario constituye una exigencia del derecho a la intimidad, protegido por el art. 18.1 de la Constitución. 2. Pero ello sólo supone la prohibición de intromisiones arbitrarias e ilimitadas en dicho ámbito protegido. 3. En consecuencia, teniendo en cuenta el deber de colaboración al sostenimiento de las cargas públicas y las limitaciones que consagra la legislación vigente en la materia, la investigación de las cuentas corrientes, en cuanto se ajuste a dicha legislación, no es inconstitucional con carácter general. 4. Ello no obstante, pueden producirse actuaciones abusivas en el desarrollo de la investigación que generen una lesión del derecho a la intimidad y, en consecuencia, sean inconstitucionales. No incurre en este supuesto el mero requerimiento de entrega de los extractos de las cuentas corrientes”. Vid., igualmente, EMBID IRUJO, “Contrato bancario y cuenta corriente bancaria. Las prestaciones: el llamado ‘servicio de caja’. El secreto bancario. El deber de información. La responsabilidad”, AA.VV., *Contratos bancarios*, Rafael García Villaverde (dir.), Civitas, Madrid, 1992, pp. 105 a 109, quien manifiesta cómo estos fallos jurisprudenciales han sido poco generosos con el encuadramiento global del secreto en la esfera de la intimidad personal; FAJARDO GARCÍA, I.G., “Fundamentación y protección constitucional del secreto bancario”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 39, julio-septiembre, 1990, pp. 573 y ss., especialmente, pp. 614 a 619.

Entre las obras más recientes dedicadas al tema, figuran las de GUILLÉN FERRER, op. cit., pp. 165 y ss., y AZAUSTRE FERNÁNDEZ, op. cit., pp. 153 y ss.

(12) Para la elaboración de este apartado han resultado de valiosa ayuda los trabajos específicos consultados sobre esta Directiva cuando aún estaba en proceso de elaboración. Vid. DELMAS GONZÁLEZ, Francisco Javier, “Directiva sobre fiscalidad del ahorro. Estado del debate”, Doc. n.º 20/01, Madrid, 2001, y “La Directiva sobre fiscalidad del ahorro”, Doc. núm. 10/02, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2002.

Desde esta perspectiva, el *objetivo final* de esta norma, tal y como se refleja en el considerando 8 y en el art. 1.º, no es otro que permitir que los rendimientos del ahorro, en forma de intereses pagados en un Estado miembro a los beneficiarios efectivos que son personas físicas residentes fiscales en otro Estado miembro, puedan estar sujetos a imposición efectiva de conformidad con la legislación de este último Estado miembro. Según el texto no se pretende ya obtener una tributación mínima, objetivo perseguido por la propuesta de 1998, sino que de lo que se trata es de asegurar la tributación efectiva de aquellos rendimientos del ahorro.

Sin embargo, y como también se señala, la Directiva sólo va a afectar a los residentes personas físicas de la UE, el denominado *beneficiario* efectivo⁽¹³⁾, con lo cual se está delimitando ya el *ámbito subjetivo* de la misma. Por tanto, no resulta aplicable ni a las personas jurídicas, ni a los residentes ni a los terceros países no pertenecientes a la UE. A los residentes resultarán aplicables las normas internas, mientras que a los residentes en terceros países diferentes de los Estados miembros de la UE se aplicarán los convenios bilaterales para evitar la doble imposición y en defecto de los mismos las normas dictadas de carácter interno para delimitar el tratamiento tributario de los sujetos pasivos por obligación real. Por su parte, las personas jurídicas se rigen por su normas específicas.

Otro elemento subjetivo clave en el diseño de la Directiva es la figura del *agente pagador* que ha de estar establecido en el territorio en el que sea de aplicación el Tratado, según lo dispuesto en su art. 299. El concepto que la Directiva contempla de este agente es ciertamente complejo⁽¹⁴⁾ y por ello en la práctica se considera como la entidad financiera más próxima al cliente o aquella que se ocupa de abonar en cuenta los intereses en favor del beneficiario efectivo, por lo que en la mayoría de los casos será una entidad de crédito⁽¹⁵⁾. El agente pagador deberá observar un especial cuidado respecto a quienes se apli-

(13) El art. 2.º de la Directiva se encarga de proporcionar la definición de *beneficiario efectivo* en los siguientes términos: "...se entenderá cualquier persona física que reciba un pago de intereses o cualquier persona física en cuyo beneficio se atribuya un pago de intereses, salvo en caso de que aporte pruebas de que dicho pago no se ha efectuado en beneficio suyo...", y continúa narrando los supuestos que se consideran como tales.

(14) El art. 4.º de la Directiva contiene la definición de agente pagador en los siguientes términos: "A efectos de lo dispuesto en la presente Directiva, se entenderá por 'agente pagador', cualquier operador económico que pague intereses al beneficiario efectivo, o le atribuya el pago de intereses para su disfrute inmediato, ya sea el deudor del título de crédito que produce los intereses o el operador encargado por el deudor o el beneficiario efectivo de pagar los intereses o de atribuir el pago". Se trata ésta de una delimitación general que se perfila en posteriores apartados.

(15) Vid. DELMAS GONZÁLEZ, "La Directiva sobre fiscalidad del ahorro", Doc. núm. 10/02, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2002, p. 8.

ca la Directiva, ya que como hemos visto hay determinados sujetos a los que no se aplica. El ámbito subjetivo de la Directiva se completa con la consideración de *autoridad competente* que aparece recogida de una forma genérica, incluso imprecisa, en el art. 5.º

La Directiva contempla también en el considerando 14 que dicho objetivo final puede lograrse mediante el *intercambio de información* entre los Estados miembros, desarrollando el art. 9.º lo que debe entenderse por este intercambio automático de datos y estableciendo al efecto que “1. La autoridad competente del Estado miembro del agente pagador comunicará a la autoridad competente del Estado miembro de residencia del beneficiario efectivo la información a que se refiere el artículo 8. 2. La información se comunicará de forma automática y al menos una vez al año, en los seis meses siguientes al final del ejercicio fiscal del Estado miembro del agente pagador y se referirá a todos los pagos de intereses efectuados durante ese año...”. Se pretende lograr un intercambio de información fluido de carácter electrónico entre Administraciones tributarias que se va a situar como elemento determinante y nuclear de todo el proceso, con un formato normalizado que va a facilitar el cotejo de informaciones por parte del país receptor.

Este intercambio de información se circunscribe a los *pagos de intereses* relativos a créditos de cualquier clase, estando excluidas entre otras cuestiones las vinculadas a la imposición de pensiones y prestaciones de seguros. Se está en este caso ante el *ámbito objetivo* de aplicación de la norma, para lo cual es determinante el concepto de interés utilizado y que aparece delimitado de un modo ciertamente exhaustivo en el texto, en concreto, en el art. 6. En términos generales, puede decirse que así se consideran los intereses pagados o contabilizados que se refieren a créditos de cualquier clase estén o no garantizados por una hipoteca, por una cláusula de participación en beneficio del deudor y el rendimiento de fondos públicos y obligaciones. En concreto, los recargos, por ejemplo, de los convenios por pago atrasado, no se consideran a estos efectos intereses.

En cuanto a los *datos* que deben ser objeto del intercambio de información y que el agente pagador transmitirá a la autoridad competente del Estado en que se encuentra situado, aparecen reflejados en el art. 8.º también de una forma exhaustiva. En términos generales se refieren a datos necesarios para proceder a la identificación del beneficiario efectivo a través del pasaporte o documento nacional de identidad del inversor no residente; la clase de producto financiero en el que se ha invertido y el interés generado por la operación; el número de cuenta del beneficiario y los datos relativos al propio agente pagador. En todo caso, hay que tener presente que en el art. 3.º de la Directiva se distingue entre las relaciones contractuales concertadas antes del 1 de enero de 2004 y las

celebradas con posterioridad a efectos de determinar los datos necesarios en cada uno de los supuestos temporales.

En definitiva, la imposición efectiva de dichos pagos de intereses se realizará conforme a la legislación nacional aplicable del Estado miembro de residencia fiscal del beneficiario efectivo, a través de los datos proporcionados por la autoridad competente del Estado donde haya tenido lugar el pago, por un agente pagador que reúna las condiciones requeridas y que ha suministrado los datos correspondientes.

No debe olvidarse que como complemento está previsto el sistema de retención a cuenta en el art. 11 de la Directiva. A tal sistema se van a acoger, mientras dure el período transitorio establecido, Bélgica, Austria y Luxemburgo, de tal modo que practicarán una retención fiscal del 15% entre 2005 y 2007, del 20% entre 2008 y 2010 y del 35% a partir del 2011, con el inconveniente de que dicho sistema puede perpetuarse si a tal fecha terceros países como EE.UU., la Confederación Suiza, etc. no han incorporado a sus ordenamientos jurídicos el sistema de intercambio de información. En todo caso, aquellos Estados miembros deben incorporar un mecanismo que permita a los beneficiarios efectivos la aplicación de esa retención fiscal a cuenta autorizando a su agente pagador a que comunique el pago de intereses o, en su caso, enviando un certificado expedido de su Estado miembro de residencia fiscal, que será válido durante un período máximo de tres años y que recogerá los datos relativos al beneficiario efectivo, el nombre y la dirección del agente pagador y el número de cuenta del beneficiario efectivo o, en su defecto, la identificación del crédito (art. 13).

IV. APUNTE FINAL

Cuando en el título de este trabajo nos referimos a la supresión parcial del secreto bancario en la UE, lo hacemos en un doble sentido: uno más obvio derivado de cuestiones prácticas constatables como es el hecho de que tal supresión no va a tener lugar aún en algunos países miembros de la Unión, y no será así hasta que en los denominados terceros países clave también desaparezca, como hemos tenido ocasión de comprobar. En realidad, los términos en que está redactada la Directiva sobre fiscalidad del ahorro permiten decir que se ha puesto un importante cerco al secreto bancario, pero no se ha puesto fecha a su eliminación total ya que los tres países que en principio no se incluyen en el régimen de intercambio de información pueden seguir eludiéndolo, al menos hasta el año 2011, si aplican la correspondiente retención a los ciudadanos comunitarios no residentes en su territorio. Austria, Bélgica y Luxemburgo pueden seguir manteniendo el secreto bancario en este ámbito y seguramente lo harán hasta que los Estados Unidos y los terceros países clave no incorporen

plenamente a sus ordenamientos jurídicos el sistema de intercambio de información. Eso sí, deberán establecer un mecanismo que permita a los beneficiarios efectivos que lo deseen evitar la aplicación de la retención fiscal correspondiente autorizando a los agentes pagadores que comuniquen los pagos de intereses que han tenido lugar.

El otro sentido en que utilizamos la expresión resulta más abstracto y por ello necesitado de mayores precisiones. Cuando hablamos de supresión del secreto bancario circunscribimos el fenómeno a las relaciones entre las entidades de crédito con el poder público y, de modo particular, frente a la Administración tributaria, aunque la supresión se produzca también frente a otras administraciones, autoridades y organismos⁽¹⁶⁾. En las relaciones de estas entidades con los particulares una desaparición de la institución en los mismos términos resulta impensable, puesto que los bancos no pueden acabar convirtiéndose en una especie de registro público al que cualquier persona pueda acceder⁽¹⁷⁾. Por tanto, una cuestión es sostener la oportunidad de la eliminación del secreto bancario frente al Fisco, y otra muy distinta que desaparezca también en el ámbito de las relaciones entre particulares con las consecuencias a que ello daría lugar si cada uno de nosotros pudiera lícitamente obtener datos sobre depósitos, préstamos u otros movimientos de las cuentas corrientes bancarias de cualquier persona.

En definitiva, en dicho ámbito el secreto bancario dista mucho de desaparecer. Subsiste y subsistirá a pesar del cerco cada vez más estrecho al que se ve sometido, tanto en los ámbitos nacionales como internacional. Pero su eliminación total resulta impensable ya que ello supondría terminar con la esencia del negocio bancario, la confianza, actitud de reserva y discreción características del hacer de estas entidades, acarreando problemas incluso mayores de los que con su limitación se pretenden evitar. Puede hablarse incluso de una supresión fiscal de la reserva bancaria y de secreto bancario en cuanto tal si se refiere a la exclusión de terceros no titulares del poder público de la facultad de obtener determinados conocimientos en principio reservados a las entidades de crédito por ser confiados por sus clientes⁽¹⁸⁾.

(16) Vid. una relación muy pormenorizada en AZAUSTRE FERNÁNDEZ, *op. cit.*, pp. 235 y ss.

(17) Vid. AZAUSTRE FERNÁNDEZ, *op. ult. cit.*, p. 54, así como las situaciones particulares que desarrolla la autora en pp. 318 y ss.

(18) De nuevo, AZAUSTRE FERNÁNDEZ, *op. cit.*, p. 318, n. 522.

JURISPRUDENCIA

LA COMISIÓN MERCANTIL: RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD COMISIONISTA POR IMPAGO DE LOS VALORES EMITIDOS POR TERCERO

(Comentario a la Sentencia 28/2003, del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil de 20 de enero)

TRINIDAD VÁZQUEZ RUANO

*Becaria de Investigación
"Cátedra D. Antonio Flores de Lemus
de Economía del sector público y Derecho económico"
Universidad de Jaén*

Ponente: Excmo. Sr. D. José Almagro Nosete

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Según los antecedentes fácticos, los actores, con voluntad de invertir ahorros en valores, o activos financieros, acudieron a «Inverban, Sociedad de Valores y Bolsa, SA», para que les indicara cuáles eran los más seguros y convenientes y ésta les aconsejó que adquirieran pagarés emitidos por «Prima Inmobiliaria, SA», y no se opusieron a ello, porque carecían de conocimientos en cuanto a la situación y funcionamiento del mercado financiero, y confiaban en los servicios de «Inverban», pues, con anterioridad, ya habían invertido su dinero, según las indicaciones que ésta les suministró y, en su momento, recibieron el importe

que les correspondía al vencimiento; y en 1992, para adquirir productos financieros, como se dice, pidieron a la sucursal de Inverban en Valencia, que les indicara los más convenientes y ésta les propuso pagarés de «Prima». Los referidos «pagarés» los compraron, por medio de la citada entidad, entre marzo y mayo del año 1992 con vencimiento en los mismos meses de 1993, pero no pudieron cobrarlos, en su momento, porque la entidad emisora solicitó suspensión de pagos el 12 de diciembre de 1992. La reclamación a la expresada sociedad intermediaria se basa en el comportamiento negligente de ésta en su gestión y piden que les abone la suma que se determine en ejecución de

sentencia por el importe dejado de percibir a causa del impago por «Prima» de los pagarés que libró y adquirieron los actores, con intereses, desde cada vencimiento. Desestimada la demanda, la sentencia de apelación (AC 1997, 666), objeto del presente recurso de casación considera, asimismo, que no cabe, apreciar negligencia en la demandada ni, en consecuencia, se puede aplicar la norma del artículo 1726 del Código Civil (LEG 1889, 27) para el mandatario, ni tener al perjuicio sufrido por los suscriptores de pagarés, como efecto de la conducta del intermediario financiero. Por ello desestima la alzada.

Segundo.—Los motivos primero y segundo del recurso (artículo 1692.4.º de la Ley de Enjuiciamiento Civil [LEG 1881, 1] precedente) apoyados en infracciones de los artículos 244 del Código de Comercio (LEG 1885, 21), y 1726 del Código Civil (LEG 1889, 27) y 255 del expresado Código de Comercio, se encaminan, frente a la referencia genérica al «mandato» (artículo 1726) de la sentencia (AC 1997, 666) de segunda instancia, a precisar, la calificación específica de comisión mercantil que tienen las relaciones contractuales habidas y, concretamente, a la determinación de la especial diligencia exigible a la entidad comisionista, en el cumplimiento de sus obligaciones. En efecto, los encargos conferidos por los ahorradores a la entidad demandada, están en función de la complejidad de los mercados de valores que, prácticamente, obliga a los inversores a buscar personas especializadas en los referidos mercados que les asesoren y gestionen lo mejor posible sus ahorros; de ahí, el nacimiento y reconocimiento legal, de empresas inversoras, cuya actividad básica, consiste en prestar, con carácter profesional y exclusivo, servicios de inversión a terceros. Ya la Ley del Mercado de Valores de 1988 estableció, superando la arcaica legislación existente hasta el momento, las nuevas bases del régimen jurídico español en la materia y de su regulación, en lo que al tema respecta, ha de concluirse, desde una perspectiva general, que el contrato que vin-

cula a los compradores con la sociedad intermediaria, encargada de la adquisición, siguiendo instrucciones del principal, responde a la naturaleza del contrato de comisión mercantil (artículo 244 del Código de Comercio), y desde una perspectiva más concreta, que toma en cuenta sus relaciones con el «mercado de valores», al llamado contrato de «comisión bursátil»; de manera, que, en el desempeño de su mandato, el comitente debe actuar con la diligencia y lealtad que se exigen a quien efectúa, como labor profesional y remunerada, una gestión en interés y por cuenta de tercero, en el marco de las normas de la Ley del Mercado de Valores, establecidas para regular la actuación profesional de las empresas de servicios de inversión en los dichos mercados, y, por ello, muy especialmente observar las «normas de conducta» (Título VII) que disciplinan su actuación, entre las que destacan, dentro del deber de diligencia, las de asegurarse que disponen de toda la información necesaria para sus clientes, manteniéndoles siempre adecuadamente informados y la de cuidar de los intereses de sus clientes, como si fueran propios, todo ello potenciado por un exquisito deber de lealtad. En este sentido, pues, de claridad y precisión, deben acogerse los motivos examinados.

Tercero.—El motivo tercero [artículo 1692.4.º de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881, 1) citada] denuncia la infracción del artículo 1214 del Código Civil (LEG 1889, 27), infringido por el concepto de errónea interpretación, al no aplicarse al presente supuesto la inversión de la carga de la prueba. Para ponderar la cuestión que se plantea, debe partirse de los hechos y criterios que fijan la posición de la Sala *a quo*: «no se puede evaluar y no se puede reclamar al intermediario por el descalabro económico que sufre el adquirente del pagaré, fundándolo en que, en el caso de autos, sociedades mayoritarias en el capital de la entidad emisora, como “Grupo Torras, SA”, meses después solicite suspensión de pagos y que participantes en el capital del agente intermediario fueran acreedores de la emitente,

porque no se ha acreditado que efectuaran actos para poner a salvo sus intereses en “Prima” y si tales accionistas pueden comportarse maliciosa o negligentemente y procuran precaver el daño que les pueda sobrevenir, como se dice de “Caja de Ahorros de Madrid” y “Caixa”, no puede su posición ser llevada al intermediario financiero que es persona jurídica distinta y cuya oferta de valores a los inversores descansa en la correcta situación contable de la emitente, que, en años anteriores, había atendido a sus compromisos con los adquirentes de sus pagarés». La sentencia (AC 1997, 666) de segunda instancia razona, asimismo, acerca de las funciones que desempeña la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del marchamo de garantía que implica su obligada intervención ya que no opuso reparos a la emisión de los pagarés, e igualmente, hace hincapié en el resultado favorable de la «auditoría de cuentas» a Prima, la emitente de los pagarés, acerca de la «cuenta de pérdidas y ganancias». En definitiva, entiende, que la demandada consideró que los pagarés emitidos por Prima eran seguros en su rendimiento porque tal empresa era de conocida solvencia en el mercado. Sin duda, que la asepsia empleada por los razonamientos de la sentencia impugnada son, con lógica aparente, intachables, pues todos los organismos y sociedades citados, actuaron, formalmente, dentro de sus competencias y con las separaciones funcionales que sus personificaciones jurídicas autónomas manifiestan. Mas, a tales razonamientos que presuponen una confianza total en las actuaciones concretas de la Comisión Nacional de Valores y de las auditorías, en ocasiones, defraudada, por la práctica, escapa, desde la perspectiva de las realidades interactuantes, la valoración del núcleo de las alegaciones y de su relación con la carga de la prueba. En efecto, lo que se afirma es que los socios mayoritarios de la entidad comisionista, socios tan importantes como «la Caixa» y «Caja de Madrid», prestamistas, ambas, en cantidades muy significativas de la sociedad emisora de los pagarés, hubieron de tener por su

posición, como acreedores cualificados, conocimiento de la situación de alto riesgo que sufría la sociedad prestataria, y emisora de los pagarés, esto es, de «la demasiada interconexión entre las sociedades del grupo al que pertenecía Prima, a las relaciones entre las filiales y la sociedad matriz y a la falta de diversificación del riesgo», que, entre otras circunstancias, afloran como causas de la suspensión de pagos en el informe de los interventores. Este conocimiento —sugieren— debió proyectarse sobre la sociedad en la que participaban de modo sustancial, de manera, que no se instara a sus clientes para «colocar» sus ahorros como valores seguros o de escaso riesgo en los «pagarés» de referencia.

Cuarto.—Probado como ha quedado en autos, la condición de socios copropietarios de las entidades financieras de referencia, su carácter de acreedores sustanciales de la entidad emisora, se impone como «máxima de experiencia» a tomar en cuenta, según la realidad del mercado crediticio, que ambas tenían conocimiento de la situación económica, presente en el momento y previsible, de la deudora y, por tanto, del riesgo de los emisores de los pagarés, en circulación, para mantener la fluidez de su tesorería. La participación de este conocimiento con los gestores de la sociedad comisionista, debe presumirse, por razón de la dependencia de los órganos de administración que responden, en principio, según el patrón de las sociedades de capital a la conveniencia de los de las mayorías sociales. Es, en este sentido, que la carga de probar lo contrario, esto es, la absoluta independencia de los órganos de administración de la sociedad comisionista, inversora en fondos por cuenta ajena y la desvinculación de la decisión de «colocar» los pagarés, de intereses que beneficiaban directamente, a los socios mayoritarios, en su afán, por mantener con vida sana comercial a la prestataria, sociedad emisora de los pagarés, correspondía a la demandada, simplemente, por aplicación del principio, reconocido jurisprudencialmente, de su mejor

posición en relación con las fuentes de pruebas, lo que hubiera facilitado la adquisición de los datos probatorios oportunos. En suma, como establece el artículo 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) en su párrafo seis, recogiendo criterios jurisprudenciales anteriores a la propia Ley, en la distribución de la carga de la prueba «el Tribunal deberá tener presente la disponibilidad y facilidad probatoria que corresponda a cada una de las partes en litigio», regla que, indudablemente, desplaza la carga de la prueba hacia la entidad demandada. Por todo ello, debe acogerse el motivo.

Quinto.—La estimación de los tres motivos examinados resulta suficiente, para, a partir de la declaración de haber lugar al recurso, recuperar las funciones de instancia, sin perjuicio de la ilustración que proporciona el tercer motivo, relativo a la infracción de las «normas de conducta en la actuación de los mercados de valores», al seleccionar la demandada los «pagarés» por «Prima Inmobiliaria, SA» como valores rentables y seguros haciendo que invirtieran ellos, los actores. Conforme a la calificación, dada al contrato, la entidad comisionista debe responder de los daños y perjuicios, causados a los inversores por la mala inversión, según el patrón de la culpa leve en concreto a que se refiere la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 1943 (RJ 1943, 574) en relación con la diligencia exigible al «comerciante experto» (sentencia del Tribunal Supremo de 15 de julio de 1988 [RJ 1988, 5717]) que utilizan como pauta el cuidado del negocio ajeno como si fuera propio. En este sentido, no aparecen desvirtuadas, con la contundencia requerida, las graves imputaciones que se formulan en el hecho cuarto de la demanda: «al mismo tiempo que la Dirección General de la Compañía “Inverban SV y B, SA” en Madrid les recomendaba y garantizaba la colocación a sus clientes de pagarés de la entidad “Prima Inmobiliaria, SA”, dicha Dirección General se deshizo del paquete de dichos pagarés que tenía en

autocartera, ante la mala situación económica por la que en aquellos momentos atravesaba la entidad “Prima Inmobiliaria, SA”. En prueba de cuanto decimos, adjunto se acompañan como documentos números veinticinco y veintiséis, copias de los informes trimestrales correspondientes a los trimestres segundo y tercero de 1991, elaborados por la entidad “Gescaixa II, SA”, sociedad Gestora del fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario Brokerdiner, en los que se puede apreciar que dicha entidad se deshizo del paquete de Pagarés de Prima Inmobiliaria que tenía en cartera».

Sexto.—De acuerdo con los criterios, ya manifestados, sobre la carga de la prueba, no puede por menos de llamar la atención, la escasa fuerza argumentativa y nula actividad probatoria, desarrollada por la demandada, acerca de la información facilitada por los actores en el «hecho quinto» de la demanda: «esta participación de “Caja de Madrid” y “La Caixa” en la mercantil “Inverban, SV y B, SA” se refleja incluso, en las hojas impresas, utilizadas por esta última, en el tráfico mercantil, lo que puede comprobarse con las aportadas junto con esta demanda. Asimismo, adjunto se acompañan como documentos números veintisiete, veintiocho y veintinueve, respectivamente, información aparecida en la prensa sobre los extremos que acabamos de relatar, así como un extracto del “Folleto de Emisión” de los controvertidos Pagarés, en el que puede comprobarse, en primer lugar, que “Caja de Madrid” tenía una línea de crédito con la entidad “Prima Inmobiliaria” por importe de dos mil millones de pesetas, “materializada en Pagarés que se van renovando mes a mes y que se pueden cancelar en cualquier momento”; y, en segundo lugar, que “Caja de Barcelona” (“la Caixa”) había concedido un préstamo por aquel entonces de setecientos cincuenta millones a la referida entidad, con vencimiento el 27 de abril de 1992; y, por último, que “Prima Inmobiliaria” y “Caja de Madrid” participaban en —entre las empresas filiales de “Prima Inmobiliaria,

SA”—, la mercantil “Urbanor, SA”, de la que es prácticamente accionista único (95,07%) esta entidad, que como luego se describe, en el propio extracto era la titular de los inmuebles conocidos como “Torres de Kio”, sitas en la Plaza de Castilla de Madrid. Pues bien, “Caja de Madrid” se hizo con estos inmuebles en el correspondiente procedimiento concursal, como se desprende de la información aportada bajo el documento número veintiocho, lo que acredita el grado de conocimiento e interés de esta entidad bancaria en la sociedad emisora de los pagarés que resultaron impagados tras haber sido “colocados” negligentemente a mis patrocinados por la demandada, participada, como se ha dicho, por la propia “Caja de Madrid”».

Séptimo.—Los datos y consideraciones ya expuestos permiten concluir que la demandada actuó, al menos con «ligereza», esto es, sin el cuidado exigible al demandado comerciante, pues las noticias que circulaban en su entorno más directo, hacían pre-

sumible la existencia de un alto riesgo que impedía estimar la inversión de los pagarés como segura y fiable, lo que determina, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 1726 del Código Civil (LEG 1889, 27); 255 del Código de Comercio (LEG 1885, 21) y normas señaladas por el artículo 81 de la Ley de Mercados de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781), la responsabilidad civil de la demandada, por los daños y perjuicios causados, que se concretarán en ejecución de sentencia y consistentes en la restitución reparatoria, por el daño, de las cantidades invertidas en los citados pagarés no recuperadas, más por los perjuicios, el importe de los intereses legales, desde la fecha de interposición de la demanda. Las costas de primera y segunda instancia no se imponen a ninguna de las partes, teniendo en cuenta la complejidad y dificultad del asunto (artículo 523 de la Ley de Enjuiciamiento Civil [LEG 1881.1] precedente). Las costas del recurso deberán satisfacerse por cada parte las suyas (artículo 1715 de la Ley de Enjuiciamiento Civil precedente).

COMENTARIO

SUMARIO

- I. NOTAS INTRODUCTORIAS.
- II. EXPOSICIÓN DE LOS HECHOS.
- III. EL CONTRATO DE COMISIÓN BURSÁTIL. LA IMPLÍCITA COMISIÓN DE GARANTÍA.
- IV. LA RESPONSABILIDAD DEL COMISIONISTA.
 1. Algunas consideraciones previas.
 2. Especial referencia al deber de información.
 3. Valoración y alcance de la información privilegiada.
 4. Alcance del establecimiento de las llamadas “murallas chinas”.

V. DILIGENCIA Y GARANTÍA EXIGIBLE AL COMISIONISTA.

VI. LA CARGA DE LA PRUEBA.

I. NOTAS INTRODUCTORIAS

La sentencia dictada por la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, de 20 de enero, objeto del presente comentario, aborda cuestiones relativas al contrato de comisión mercantil. En este sentido, el Alto Tribunal analizó materias varias, tales como: la definición y contenido del contrato de comisión, la especial calificación de la comisión bursátil, los caracteres que definen el pacto de garantía, la responsabilidad imputable al comisionista, la diligencia y garantía que le es exigible al mismo o la carga probatoria. En razón de ello, los preceptos abordados en el asunto que nos ocupa fueron los que siguen: art. 241 CCo, art. 1726 CC, arts. 244 y 255 CCo, art. 1214 CC y arts. 78 y 81 LMV 24/1998, de 28 de julio.

La alegación hecha respecto del primero de ellos se justifica en razón de la responsabilidad individual que pesa sobre el sujeto que negocia en el mercado. Por lo que se refiere a los arts. 244 y 255 CCo y 1726 CC, conviene señalar que su alegación se halla relacionada con la necesaria calificación especial de la comisión mercantil en dicho asunto y ello por las relaciones contractuales de las que deriva. Y, en especial, la concreta diligencia exigible a la entidad comisionista en el cumplimiento de sus obligaciones. Así, el art. 244 CCo se refiere a la comisión bursátil y, en consecuencia, el comisionista queda obligado a actuar en base a la lealtad y diligencia exigibles al que de forma profesional y remunerada gestiona en interés y por cuenta de tercero, según las normas de la LMV. En lo que respecta al art. 1214 Cc, su alegación se hace depender de la pretensión de valorar el “principio de inversión de la carga de la prueba”. Así, se afirma que socios mayoritarios de la sociedad comisionista hubieron de tener, por su posición de acreedores cualificados, conocimiento de la situación económica de la sociedad emisora de los pagarés. Por tanto, en el presente asunto, esta circunstancia se impone como “máxima de experiencia” para justificar el conocimiento de la situación contable tanto en el momento presente como posteriormente por la previsibilidad. La participación de dicho conocimiento se presume en razón de la dependencia de los órganos de administración que responden según el modelo de las sociedades de capital a la conveniencia de las mayorías sociales. Y, finalmente, la alegación de los arts. 78 y 81 LMV versa sobre la responsabilidad del comisionista frente a los comitentes derivada de la actuación llevada a cabo por aquél al margen de la diligencia y lealtad que le es exigible en su quehacer en el mercado secundario oficial de valores.

II. EXPOSICIÓN DE LOS HECHOS ⁽¹⁾

El Juzgado de 1.^a Instancia de Valencia recibe en juicio de menor cuantía los autos promovidos por los actores contra la Sociedad Anónima “Inverban, Sociedad de Valores y Bolsa”. Los demandantes reclaman la condena a dicha Sociedad a abonar la cantidad que corresponda en razón de los importes dejados de percibir por los impagos de los pagarés emitidos por la sociedad “Prima Inmobiliaria, S.A”, además de los intereses legales y las costas correspondientes. El Juzgado antes mencionado dicta sentencia desestimando la pretensión de los actores, por lo que se promueve recurso de apelación ante la Audiencia Provincial de Valencia, que igualmente es desestimado. Esta segunda negativa lleva a los demandantes a formalizar el presente recurso de casación ante el Tribunal Supremo fundado en la infracción de los arts. 241 CCo, 1726 CC y 255 CCo, infracción del art. 1214 CC y, finalmente, la de los preceptos 78 y 81 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. El Tribunal estima el recurso de casación interpuesto, condenando a la Sociedad demandada a restituir a los actores el importe de los pagarés no satisfechos incrementado con los intereses legales pertinentes.

Los ahora actores, con la intención de invertir en el mercado de valores y ante el desconocimiento del mismo, requieren del asesoramiento de la sociedad “Inverban, Sociedad de Valores y Bolsa” respecto de los activos financieros más seguros y convenientes. Dicha Sociedad, en cumplimiento de sus funciones, les aconseja invertir en los pagarés emitidos por la sociedad “Prima Inmobiliaria” y los adquiere en nombre de aquéllos. Sin embargo, al momento de hacer efectivas las cantidades adeudadas, la sociedad “Prima Inmobiliaria” solicita suspensión de pagos, quedando de este modo insatisfecho el reintegro y el beneficio de los pagarés adquiridos por los inversores. Los actores, alegando que la Sociedad que les aconseja tenía conocimiento de la situación de riesgo en la que se hallaba la Sociedad emisora de los valores, califican su asesoramiento de negligente y consideran que de ello se deriva la obligación de resarcimiento del importe dejado de percibir.

(1) FJ 1.º STS 28/2003, de 20 de enero.

El presente caso presenta cierta similitud con el asunto “**Bond- Entscheidung des Bundesgerichtshofs** de 1993” [BGHZ 123, 126 sent. pub. en ZIP 1993, pp. 1148 y ss.], en el que diversos bancos recomiendan a sus clientes la adquisición de bonos emitidos por el grupo empresarial “Alan Bond”, con el infortunio de la quiebra del mismo y, por tanto, la pérdida del capital invertido. Poco tiempo después uno de los inversores acude al BGH reclamando la reparación patrimonial del daño sufrido porque considera vulnerado el deber de información y asesoramiento por parte de la entidad bancaria, señalado por ABDALA, MARTÍN E., «Las obligaciones de los bancos e intermediarios de inversión de informar y asesorar a sus clientes y las responsabilidades emergentes de su inobservancia. Un análisis desde la óptica de la doctrina y la jurisprudencia alemana», *RDBB*, n.º 78, 2000, abril/junio, p. 152.

De la exposición de dichos antecedentes fácticos es posible extraer una relación de temáticas de interés jurídico y, por tanto, abordadas por el Alto Tribunal en el presente asunto. Cuales son:

1. El contrato de comisión bursátil y la implícita comisión de garantía.
2. La responsabilidad del comisionista.
3. La diligencia y garantía exigible al comisionista.
4. La carga de la prueba.

Y que a continuación vamos a comentar y valorar jurídicamente.

Adelantamos, en este sentido, nuestra consideración, la cual —pese a ser acorde con el fallo del Tribunal— difiere de la causa indemnizatoria. En nuestra opinión, ésta no debiera ser la información privilegiada, sino la incorrecta ejecución de la comisión por parte de la entidad comisionista, en razón del incumplimiento del deber de informar y de actuar al margen de las instrucciones señaladas por los comitentes.

III. EL CONTRATO DE COMISIÓN BURSÁTIL. LA IMPLÍCITA COMISIÓN DE GARANTÍA

Las particulares características del caso que nos ocupa y el específico texto de la sentencia⁽²⁾, permiten afirmar que se trata de un contrato de comisión bursátil. Así, los comitentes, ahora actores, acuden a la Sociedad de Valores y Bolsa “Inverban” (intermediario financiero⁽³⁾) encargándole la realización de un acto mercantil, cual es: el asesoramiento y la adquisición de valores finan-

(2) Las características fundamentales que permiten calificar la comisión mercantil que nos ocupa como comisión bursátil son los que siguen: el intermediario (Sociedad de Valores y Bolsa) es miembro de un mercado secundario oficial de valores que ha de aceptar siempre el encargo recibido (art. 39 LMV y 249 CCo), la entidad intermediaria debe respetar las instrucciones señaladas por el comitente, que además debe archivarlas y, de igual modo, ha de cumplir el encargo con la mayor celeridad posible (arts. 4.º a 8.º RD 629/1993, 3 de mayo, sobre las normas de actuación en los Mercados de Valores y registros de obligaciones [BOE n.º 121, de 21 de mayo de 1993]), la Sociedad de Valores y Bolsa comisionista puede actuar en nombre propio (art. 246 CCo), en este caso no hay representación directa, por lo que las relaciones se establecen entre el comisionista y el tercero. O bien, en nombre del comitente (art. 247 CCo), es decir, es una representación directa en la que el comitente adquiere los derechos frente al tercero y viceversa. Para ampliar lo dicho consultar SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II, 26 edic., Madrid, 2004, pp. 156-157.

(3) Son intermediarios financieros: las Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa, las Sociedades Gestoras de Cartera o Entidades bancarias [arts. 62 a 65 LMV y VALENZUELA GARACH, op. cit. (nota 4), p. 128].

cieros en el mercado oficial secundario de valores, a cambio de una contraprestación económica⁽⁴⁾.

En nuestra opinión, la calificación jurídica de “comisión bursátil” lleva implícita la consideración de “comisión de garantía”⁽⁵⁾. Los dos principios que rigen el mercado de valores, cuales son: de un lado, la eficiencia y, de otro, la protección de los inversores⁽⁶⁾ y que, respectivamente, se materializan en la transparencia del propio mercado y en la garantía de la seguridad de la inversión⁽⁷⁾, exigen la necesidad de minimizar el riesgo inherente a toda actuación en

(4) Arts. 277 CCo, 42 LMV y 10 a 13 RD 629/1993, se trata de la retribución que el comitente ha de abonar al comisionista (comisión) que si bien debe ser acorde con las tarifas establecidas según la categoría del miembro del mercado, prima el “principio de libertad”: SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 3), p. 162 e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., «Operación de mercado: comisión», en AA.VV. (Coord. ZUNZUNEGUI), *Lecciones de Derecho bancario y bursátil*, Madrid, 2001, pp. 380-385.

(5) Arts. 41 LMV y 272 CCo. La “comisión de garantía” también se denomina “*star del credere*” y su finalidad consiste en dirigir el riesgo que —en principio— debiera internalizarse, a otra entidad. Se trata pues, de una disposición convencional que establece un régimen de solidaridad pasiva entre el tercero y el comisionista (art. 272 CCo), PEINADO GRACIA, J. I., «Pactos de garantía en contratos de colaboración», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n.º 18, 1995, diciembre, pp. 169 y 180, ANGULO RODRÍGUEZ, L., «El contrato de comisión», en AA.VV. (Coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ), *Derecho Mercantil*, vol. II, 8.ª edic., Barcelona, 2003, pp. 271 ss., SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 3), p. 160 y GARRIDO, J. M.ª, *Las instrucciones en el contrato de comisión*, Madrid, 1995, p. 95.

(6) GÓMEZ INIESTA, D.J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, 1997, pp. 23-25 y SÁNCHEZ CALERO, F., «Algunas consideraciones sobre la autonomía o independencia de la CNMV», *RDBB*, n.º 81, 2001, enero/marzo, p. 17, que considera que dichos principios son esenciales para lograr la unidad del mercado financiero, y ZUNZUNEGUI, F., «Concepto y fuentes», en AA.VV. (Coord. ZUNZUNEGUI), *Lecciones de Derecho bancario y bursátil*, Madrid, 2001, pp. 26-27.

(7) Los principios fundamentales que caracterizan la configuración del mercado de valores son: el principio de eficiencia y el principio de protección a los inversores. Ambos suponen, de un lado, la transparencia del propio mercado y, de otro, la garantía de la seguridad de la inversión. Por ello, son principios determinantes en la consecución de la unidad del mercado financiero. Vid. GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), pp. 26-28, quien ha definido la transparencia como la “*ratio de la normativa del mercado de valores y presupuesto necesario para lograr la confianza del inversor*”. Por tanto, la transparencia hace aflorar toda la información disponible en el mercado y posibilita su incorporación a la cotización, estableciéndose la calificación del mercado de valores como mercado perfecto. Y, en segundo término, el inversor adopta su decisión de acuerdo con la información (incorporada al precio). En este mismosentido, conviene destacar la Exposición de Motivos de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas [BOE n.º 171, de 18 de julio de 2003]: “...es fundamental el principio de la transparencia para el correcto

el mercado financiero. De ello, y de la necesidad de asegurar el cumplimiento de la comisión en las operaciones bursátiles por cuenta ajena, podemos considerar el pacto de garantía como elemento implícito de los acuerdos de comisión bursátil⁽⁸⁾. Será, pues, el comisionista en su condición de miembro del mercado secundario oficial de valores que realiza operaciones por cuenta ajena, quien asuma la responsabilidad derivada del incumplimiento del tercero contratante, debiendo responder ante sus comitentes tanto de la entrega de los valores negociados como del pago del precio acordado⁽⁹⁾. Sin embargo, y pese a lo dicho, la entidad comisionista no es responsable del rendimiento de los valores adquiridos ya que las inversiones realizadas en el mercado secundario de valores llevan aparejado implícitamente un riesgo fundado en el componente especulativo que el inversor debe no sólo conocer, sino también asumir; no existiendo, en este caso, mecanismos de protección o supervisión que garanticen la integridad de las inversiones bajo cualquier circunstancia. Aunque, como ya se ha señalado, sí podemos afirmar la necesidad de amparar de forma precisa los intereses y derechos de los inversores. Ello, consecuentemente, supone la garantía de la prestación inicial de las partes, a saber: la entrega de los valores y el pago del precio acordado, sin extenderse a la consecución de otros resultados.

En el presente caso y en principio, sería la sociedad intermediaria “Inverban” la que, como veremos a lo largo de este comentario, asumiría la responsabilidad que del incumplimiento de las obligaciones contraídas por “Prima Inmobiliaria” se derivase por los daños causados a los inversores.

IV. LA RESPONSABILIDAD DEL COMISIONISTA

1. Algunas consideraciones previas

El comisionista, por tal condición, queda obligado por el deber genérico de responder de los daños y perjuicios causados a los comitentes derivados de la mala inversión. Siempre que dicha imputación no derive del comportamiento culposo del comitente o que la inejecución de lo acordado responda a la negli-

funcionamiento de los mercados financieros, lo que implica que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil...”

(8) Es decir, consideramos que debiera incluirse de forma tácita en todas las actuaciones realizadas por cuenta ajena en los mercados secundarios; con esta idea PEINADO GRACIA, J.I., *El contrato de comisión: cooperación y conflicto [La comisión de garantía]*, Madrid, 1996, pp. 188-189, y *Pactos de garantía...* op. cit. (nota 7), pp. 179-180 y 188.

(9) Arts. 41 LMV y 272 CCo.

gencia de éste. Y, además, se ha previsto la exención de responsabilidad del comisionista si éste actuó de acuerdo con las instrucciones señaladas por el comitente, pese a que de la ejecución del encargo se deriven daños y perjuicios ⁽¹⁰⁾. Pero también, y en razón de la consideración del contrato de comisión bursátil como comisión de garantía, le es imputable la responsabilidad derivada del incumplimiento de las obligaciones asumidas por el tercero con quien contrata, ampliándose en este sentido su margen de responsabilidad ⁽¹¹⁾.

Sin embargo, y respecto del caso que nos ocupa, no es apropiado considerar a la sociedad comisionista “Inverban” responsable por el supuesto incumplimiento de las obligaciones contraídas por “Prima Inmobiliaria S.A.”, pues entendemos que esta última ha cumplido el objeto del contrato. Esto es, ha emitido los pagarés que han sido entregados a los inversores una vez abonada la cantidad acordada para los mismos, no suponiendo este hecho —en ningún caso— la garantía de la rentabilidad de dichos valores negociados ⁽¹²⁾, si bien no podemos llegar a igual conclusión en el supuesto de imputación de responsabilidad a la Sociedad comisionista por incumplimiento del contrato. En este sentido, todo comisionista debe cumplir con la comisión respetando las instrucciones señaladas por los comitentes y reflejadas en el contrato y, en defecto o insuficiencia de las mismas, ha de actuar de acuerdo con la diligencia y lealtad exigible a todo profesional en la ejecución de una actuación remunerada y por cuenta de terceros ⁽¹³⁾. En este caso, la entidad comisionista parece que actuó al margen de las instrucciones dadas por los comitentes (inversores), es decir, ejecutar una “inversión segura” ⁽¹⁴⁾. Pero además, no es menos cierto que pese a que se considere que hubo cumplido la comisión de acuerdo con las instrucciones determinadas por los comitentes, para que el comisionista quede liberado de toda responsabilidad también es necesario que haya actuado con la diligencia exigida y respetando los usos de comercio ⁽¹⁵⁾. Y es en este último supuesto en

(10) Tal y como queda especificado en el FJ 5.º Arts. 252 y 254 CCo y 1714-1719 CC.

(11) PEINADO GRACIA, *El contrato...*, op. cit. (nota 10), pp. 155-158, señala la similitud entre el grado de responsabilidad del comisionista y del tercero contratante respecto de la comisión de garantía. STS 1649/2001, de 24 de septiembre [RJ 2001/7862].

(12) Art. 1709 Cc. Con esta idea, FRADES DE LA FUENTE, E., *La responsabilidad profesional frente a terceros por consejos negligentes*, Madrid, 1999, pp. 32-33, VALENZUELA GARACH, op. cit. (nota 4), p. 145 e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, op. cit. (nota 6), pp. 380 y 394.

(13) Tal y como se establece en el FJ 5.º y en el art. 255 CCo.

(14) Vid. GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 63, quien considera las instrucciones como “la mera declaración de voluntad sobre la conducta del comisionista que no pasa de ser un deseo en la recomendación”.

(15) Vid. GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 27.

el que interesa destacar la consideración hecha por el Tribunal Supremo, que ha entendido que la sociedad “Inverban de Valores y Bolsa” no ha cumplido el objeto del contrato (asesoramiento y adquisición de los pagarés) conforme a derecho⁽¹⁶⁾. Para poder afirmar tal hecho es necesario prestar atención a uno de los deberes fundamentales de todo intermediario financiero en su actuación en el mercado oficial de valores, cual es el deber de información.

2. Especial referencia al deber de información

La ley asegura la eficacia de la ejecución de la comisión a través del establecimiento de dos obligaciones esenciales para los comisionistas. La primera de ellas consiste en la ejecución del encargo de acuerdo con las instrucciones señaladas por el comitente. Y, en segundo término, el deber de información⁽¹⁷⁾. Debemos considerar este último complementario del primero y, por ende, del resto de obligaciones que le son exigibles al comisionista. Así, el cumplimiento del deber de informar se halla íntimamente relacionado con el asesoramiento y posterior inversión, en su caso, que los comitentes encargan en el asunto objeto de este comentario. Y ello porque, de la información que se proporcione, van a derivar las instrucciones que orientarán el comportamiento del intermediario en la ejecución de la comisión.

(16) La ejecución del objeto de la comisión bursátil por cuenta y en interés de terceros exige el respeto a los presupuestos legales (LMV) y a las normas de conducta; art. 2 RD 629/1993 y arts. 254.6 y 259 CCo. En igual sentido, la STS n.º 307/1998, de 4 de abril (RJ 1998/2313), FJ 2.º: *el abuso del derecho y el fraude de ley presuponen carencia de buena fe en la actuación*.

(17) Arts. 260 CCo, 79 LMV, 16 RD 629/1993 y 5 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores (Anexo al RD 629/1993, de 3 de mayo, BOE 121/1993, de 21 de mayo). El deber de información que pesa sobre el comisionista, profesional del Mercado de Valores, implica que éste ha de facilitar información veraz, suficiente y completa al comitente. Así, las instrucciones señaladas por éste serán adecuadas y oportunas respecto de la comisión, es lo que PEINADO GRACIA, *El contrato...* op. cit. (nota 10), pp. 38-40, ha calificado como *opened obligations* y GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 106 como *“retroalimentación o feedback”*. Otros autores, como RUIZ RODRÍGUEZ, L.R., *Protección penal del mercado de valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia, 1997, pp. 192-197, GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), pp. 292-297, HERNÁNDEZ SAINZ, E., «La prohibición de los abusos de la información privilegiada en el Derecho del mercado de valores francés», *RDBB*, n.º 71, 1998, julio/septiembre, pp. 768-770 y ABDALA, op. cit. (nota 2), pp. 149-151, consideran la información como el elemento más importante de protección del inversor, por cuanto la obligación de informar supone aclarar y explicar cualquier extremo para una efectiva comprensión, tanto respecto de las ventajas como de los riesgos. Se trata de una obligación que engloba a su vez el deber de aclaración y el de información y que se halla estrechamente vinculada al asesoramiento.

En el presente asunto, la sociedad “Inverban” tenía la obligación de informar a los comitentes de diversos extremos, entre los que merece un especial interés el establecido en el art. 83.2.º LMV que impone a *todos los que realizan, difunden o publican información sobre las sociedades emisoras de valores, la necesidad de respetar el principio de lealtad e imparcialidad en su actuación y, además, dejar constancia de las vinculaciones relevantes y de la participación presente o futura entre las empresas que negocian*. En caso contrario, el sujeto que actúa en el mercado de valores sería responsable de los daños y perjuicios derivados de dicho incumplimiento⁽¹⁸⁾. Por tanto, y de acuerdo con el precepto señalado, la sociedad comisionista “Inverban” debió advertir a sus clientes de la relación existente entre algunos de sus socios mayoritarios (“Caja Madrid” y “La Caixa”) y la entidad emisora de los pagarés objeto de la negociación (“Prima Inmobiliaria”) y, además, informar de cualquier otro dato de interés para los inversores respecto de la negociación. En este sentido, conviene destacar la calificación de la entidad comisionista como “productor de información” y no sólo por la relación contractual establecida con la sociedad emisora de los pagarés, sino también porque dos de sus socios mayoritarios son —a su vez— acreedores cualificados de la sociedad con la que se contrata la adquisición de los pagarés. Así, debiéramos diferenciar: de un lado, la relación de propiedad existente entre los dos socios mayoritarios y la entidad comisionista, en razón de la participación de los mismos en el capital social de ésta. Y, en segundo término, la vinculación acreedor-deudor que relaciona a los socios mayoritarios de la entidad intermediaria con el tercero que emite los valores objeto de negociación (sociedad “Prima Inmobiliaria”). En definitiva, la información que posee el socio de una determinada entidad, generalmente, es más amplia que la que conoce el acreedor respecto de la entidad deudora.

El presupuesto jurídico referido parece haber pasado desapercibido en el razonamiento jurisprudencial del Tribunal, que ha centrado su atención en el conocimiento de información privilegiada y en el uso negligente de la misma por parte de la sociedad intermediaria, ya que ha antepuesto el propio beneficio. Sin embargo, en nuestra opinión, tanto la posesión como la utilización de infor-

(18) Según la nueva redacción dada por el art. 38.5.º de la Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del sistema financiero, en adelante Ley Financiera. BOE n.º 281, de 23 de noviembre de 2002) y, en iguales términos, el art. 5 del Código General de Conducta del Mercado de Valores. Antes de la reforma señalada, el art. 83 de la LMV imponía a todas las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y demás entidades que actuaran o prestaran servicios de asesoramiento en el mercado de valores, el establecimiento de medidas necesarias que garantizaran que la información privilegiada o reservada que poseían no se encontrara ni directa ni indirectamente al alcance del personal de la entidad. Es decir, se trataba de garantizar que cada función se llevaba a cabo de forma autónoma, evitándose también los conflictos de interés.

mación desconocida para el público en general constituye un supuesto concreto y específico que merece una especial atención, distinta de la obligación genérica de informar⁽¹⁹⁾. Y ello porque dicho deber respecto de los datos privilegiados adquiere una nueva dimensión, ya que de ser facilitados a ciertos inversores los situaría en distinta posición en el mercado financiero, por tanto el tratamiento jurídico de la información general y de la privilegiada difiere. Así, mientras que el deber de información general impuesto a los que actúan en el mercado de valores tiene su reflejo, de un lado, en el principio de transparencia por cuanto se trata de poner a disposición del público toda la información posible con el fin de que los inversores decidan de la forma más razonada, y de otro, en el principio de protección del inversor, en razón del interés por alcanzar un punto de inflexión que confiera equidad al desequilibrio informativo existente entre el público inexperto general y la profesionalidad de los que actúan en el mercado de valores; Sin embargo, el conocimiento y uso de información privilegiada supone el aumento de aquellos desequilibrios informativos⁽²⁰⁾. En primer término, ha de pensarse en el distanciamiento informativo que surge entre el inversor inexperto que desea invertir en el mercado de valores, el profesional que actúa en dicho mercado y el sujeto que posee información privilegiada. Y, en segundo lugar, la utilización de determinada información privilegiada —por lo general— responde al interés particular de quien la posee, pero no al beneficio del inversor común.

3. Valoración y alcance de la información privilegiada

El Tribunal, en el presente asunto, ha considerado el hecho de que dos de los socios mayoritarios de la sociedad comisionista sean a su vez acreedores cualificados de la sociedad “Prima Inmobiliaria” emisora de los pagarés, como “máxima de experiencia” que permite presumir el conocimiento por parte de la entidad intermediaria de la situación de riesgo en la que se hallaba el tercero con quien contrata la adquisición de los valores (sociedad “Prima Inmobiliaria”). Lo anterior se afirmó en razón de la dependencia de los órganos de administración en las sociedades de capital⁽²¹⁾. Por tanto, dicha presunción permite considerar que el comisionista actuó utilizando información desconocida por el

(19) HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), p. 784; GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), p. 35 y RUIZ RODRÍGUEZ, op. cit. (nota 19), pp. 140 y 212-220, que destacan la importancia y valoración del principio “*equal acces*” (igualdad de acceso a la información).

(20) Vid. HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), p. 748.

(21) FJ 4.º

público en general (información privilegiada⁽²²⁾), incumpliendo así los presupuestos normativos y uno de los principios esenciales del mercado financiero⁽²³⁾: la protección del inversor y el cuidado de sus intereses como propios⁽²⁴⁾. De lo que podemos concluir, tal y como lo ha hecho el Tribunal, que la sociedad

(22) Art. 81 LMV en la nueva redacción dada por el art. 38. 3.º 1 de la Ley Financiera, art. 3 RD 629/1993 y art. 1 Directiva 2003/6/CE [DOCE L 96/16, de 12 de abril 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)]; la información privilegiada es aquella referida a los valores negociables o a sus emisiones que no se haya hecho pública y que de haberse hecho influiría en su cotización. Antes de la reforma de la LMV por la Ley Financiera, el art. 81.2.º LMV definía la información privilegiada como “toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores y a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho, pudiera influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores” y añadía la prohibición para todo aquél que dispusiera de dicha información de preparar o realizar cualquier actuación en el mercado de valores o comunicarla a terceros. Para ampliar la materia de la información privilegiada, RUIZ RODRÍGUEZ, op. cit. (nota 19), pp. 141-154, VALENZUELA GARACH, F/PEINADO GRACIA, J.I., «La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en el mercado de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española», *Noticias de la Unión Europea*, n.º 81, 1991, octubre, p. 11; MARTÍN PALLÍN, J.A., «Uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores», en AA.VV. (Dir. DEL ROSAL BLASCO), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, Cuadernos de Derecho Judicial, n.º 14, 1997, pp. 145-168; MARTÍNEZ FLÓREZ, A., «Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada», *RDBB*, n.º 83, 2001, julio/septiembre, pp. 500-502 y GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), p. 52, que es más explícito definiendo la información privilegiada como aquella que posee una persona previamente al conocimiento por parte de los demás sujetos del mercado. En comparación con el Derecho francés, el art. 10-1 *Ordonnance* define la información privilegiada como “la información relativa a las perspectivas o situación de un emisor, cuyos valores se negocian en un mercado regulado, o sobre las perspectivas de evolución de un instrumento financiero, de la que el público no tiene conocimiento”, HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), pp. 771-782.

(23) FJ 3.º; el TS ha considerado que la sociedad comisionista tenía conocimiento de la situación de riesgo de la sociedad emisora de los valores, en razón de *la interconexión de las sociedades de grupo a las relaciones entre filiales y la sociedad matriz y a la falta de diversificación del riesgo*.

(24) Podría pensarse en este caso, en lo que la jurisprudencia ha calificado como “levantamiento del velo”, en aquellos supuestos en los que la personalidad colectiva encubre la real identidad de las personas que la gobiernan y con dicha personificación se está tratando de producir un fraude o daños a terceros, es por tanto, un “abuso de la personalidad jurídica”. Como ejemplos jurisprudenciales más recientes valgan los que siguen: STS 332/1999, de 26 de abril [RJ 2000/4178], STS 225/2003, de 13 de marzo [RJ 2003/2580], STS 782/2002, de 30 de julio [RJ 2002/7486], STS 714/2002, de 10 de julio [RJ 2002/7173], STS 315/2002, de 2 de abril [RJ 2002/2666], entre otras. Para ampliar la consulta jurisprudencial, vid. DE ÁNGEL YAGÜEZ, R., *La doctrina del «levantamiento del velo» de la persona jurídica en la jurisprudencia*, 4.ª ed., Madrid, 1997, *passim* y, en especial, pp. 56-57, y BOLDÓ RODA, C., *Levantamiento del velo y persona jurídica en el derecho privado español*, 2.ª ed., Pamplona, 1997, *passim*.

“Inverban” es responsable por consejos negligentes⁽²⁵⁾. Aunque nuestro razonamiento difiere de éste en razón del tratamiento jurídico respecto de dos supuestos diferenciados:

S El primero de ellos es el caso en el que la información que posee la entidad intermediaria no sea conocida por el público en general. En este sentido, cabe considerar que el comisionista ha actuado incumpliendo los presupuestos que rigen el mercado de valores. Concretamente, lo ha hecho al margen de las limitaciones legalmente impuestas a los sujetos que poseen información privilegiada⁽²⁶⁾. Tal es el caso del *deber de abstenerse de preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre esos valores y de comunicársela a terceros o recomendarles que adquieran o cedan valores negociables basados en dicha información*⁽²⁷⁾, y también la obligación de facilitar información de calidad y suministrarla de acuerdo con la ética profesional, las pautas contractuales y las normas de conducta⁽²⁸⁾.

(25) Vid. FRADES DE LA FUENTE, op. cit. (nota 14), pp. 25-26, señala los presupuestos que caracterizan las opiniones o consejos de los profesionales: se trata de consejos de expertos; su formulación requiere de un conocimiento específico del campo al que se refieren y sólo podrán emitírselos expertos en ese campo; se producen en el mundo de los negocios e influyen en ellos; son necesarios para permitir a las partes de una transacción obtener unos resultados eficientes, etc.

(26) Arts. 78 a 83 LMV, modificados por el art. 38 de la Ley Financiera (salvaguardar la información privilegiada, facilitarla a las autoridades administrativas o judiciales...) y arts. 2 y 3 Directiva 2003/6/CE; para ampliar la información HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), pp. 772-774 y MARTÍNEZ FLÓREZ, op. cit. (nota 24), pp. 496-497. La finalidad de las limitaciones legales que se imponen a los sujetos que conocen de la información privilegiada es evitar la actuación de los “iniciados o *insiders trading*” en beneficio del buen y correcto funcionamiento del mercado financiero. Los iniciados son las personas que por determinadas circunstancias conocen datos o informaciones que deben permanecer reservadas al público, por cuanto, de no ser así, se causaría un importante perjuicio en el mercado de valores.

(27) Art. 81 LMV en la nueva redacción dada por el art. 38.3.º de la Ley Financiera [en iguales términos que el anterior apartado 2.º del art. 81 LMV], salvo que se esté cumpliendo el contenido del contrato suscrito previamente al conocimiento de dicha información o que se comunique a terceros en el ejercicio normal del trabajo o del cargo (art. 81.2.º LMV).

(28) El art. 78 LMV distingue tres tipos de normas de conducta, cuales son: las señaladas en el Título VII de la LMV, las establecidas en los Códigos de conducta que apruebe el Gobierno o el Ministerio de Economía, en su caso y, por último, las contenidas en los propios reglamentos internos. Para ampliar esta materia, consultar IGLESIAS PRADA, J.L., «Disciplina en materia de normas de conducta en los mercados de valores», en AA.VV. (Coords. BELTRÁN SÁNCHEZ/NIETO CAROL), *Contratación Mercantil*, Cuadernos de Derecho y Comercio, 1998, pp. 95-98, SALA I ANDRÉS, A.M.^a, «La regulación de las murallas chinas:

S En segundo término, cabe destacar el supuesto en el que la información de la que tiene conocimiento el comisionista hubiere sido conocida por el público en general. En cuyo caso, no podría calificarse de información privilegiada⁽²⁹⁾.

Y es esta última afirmación la que estimamos procedente respecto del asunto que nos ocupa, ya que del propio contenido de la resolución se extrae que los datos se difundieron por diferentes medios de comunicación y, por tanto, se les dio publicidad tanto a través de la prensa como del “folleto de emisión de los pagarés”⁽³⁰⁾.

Sin embargo y pese a lo expuesto, el Tribunal estimó que la sociedad “Inverban” tenía conocimiento —por dos de sus socios mayoritarios— de la difícil situación económica que la entidad “Prima Inmobiliaria” estaba atravesando y, en beneficio de los propios socios que al mismo tiempo eran acreedores cualificados de la sociedad emisora, aconsejó y adquirió para los acto-

una técnica de prevención de conflictos de interés en el mercado de valores español», *RDBB*, n.º 81, 2001, enero/marzo, pp. 72-73, que diferencian la doble función de los reglamentos internos; de un lado, preventiva y, de otro, de supervisión y control y ABDALA, op. cit. (nota 2), p. 151, quien considera las normas de conducta como garantías a la transparencia informativa, la protección de los sujetos inversores, la prohibición de la utilización abusiva de información privilegiada y la correcta formación de los precios. Siendo más atrevido GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), p. 15, quien destaca la calificación que respecto de las normas de conducta hace SÁNCHEZ ANDRÉS: “*las normas de conducta recogidas en los códigos de comportamiento constituyen auténticas normas jurídicas y no meras reglas morales dentro del mercado bursátil*”.

(29) Cuando la información privilegiada se hace pública pierde su valor y alcance, convirtiéndose en *non-rival* y *non-exclusive*, según explica FRADES DE LA FUENTE, op. cit. (nota 14), p. 35.

(30) En el FJ 6.º queda especificada la participación de Caja Madrid y la Caixa en la mercantil Inverban S.V. y B. S.A., comprobándose tal hecho de los documentos aportados, tal es el caso de las hojas impresas utilizadas en el tráfico mercantil u otras aportaciones como informaciones aparecidas en la prensa y el extracto del Folleto de Emisión de los pagarés emitidos. De todo ello queda comprobado que: la entidad Caja de Madrid tiene una línea de crédito con la entidad Prima Inmobiliaria; la concesión de un préstamo por parte de La Caixa y la participación de Prima Inmobiliaria y Caja Madrid en la mercantil Urbanor. Respecto de la valoración del “folleto de emisión de valores”, vid. GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001, en especial pp. 44-73, 75-82 y 145-147, y LÓPEZ MARTÍNEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003, pp. 69-71, 75-79 y 88-101, sobre la necesidad de publicar el folleto informativo y las características que lo definen, y pp. 135-152 en relación con la responsabilidad civil del oferente frente a los que adquieren la oferta contenida en el folleto informativo, distinguiéndose varias fundamentaciones al respecto, a saber: tesis contractualistas y precontractualistas, tesis de naturaleza integradora y otras vías excepcionales.

res los pagarés emitidos por dicha sociedad. Aunque y, sin embargo, en la 2.^a Instancia se había previsto que el intermediario financiero era persona jurídica diferente de los socios mayoritarios, en cuyo caso se consideró que la sociedad “Inverban” asesoró y adquirió los pagarés emitidos por la entidad “Prima Inmobiliaria” basándose en la correcta situación contable que los documentos públicos reflejaron. Cuales fueron: el Informe favorable de la Auditoria de Cuentas⁽³¹⁾ y el control administrativo ejercido por la CNMV que verifica la documentación aportada respecto de la emisión de los pagarés⁽³²⁾. Por tanto, en este último supuesto no cabría imputar la responsabilidad a la sociedad intermediaria por uso de la información privilegiada a favor de sus propios intereses⁽³³⁾. Y es esta consideración la que caracteriza nuestra opinión, por cuanto entendemos que los comitentes tenían suficiente conocimiento e información acerca de la situación económica de la entidad emisora de los pagarés.

Pero además, consideramos que es difícil imputar la responsabilidad a la entidad comisionista derivada del uso ilícito de la información privilegiada, en caso de haberse considerado así, porque en el seno de su organización se hallan obligados a actuar de forma autónoma e independiente, siendo uno de los mecanismos el llamado sistema de “murallas chinas”⁽³⁴⁾.

Sin embargo, conviene matizar la afirmación hecha en razón del deber que pesa sobre los miembros del mercado financiero de informar acerca de cualquier dato de interés para los inversores, tal es el caso de las posibles relaciones externas que mantienen con otras entidades. Así, en el caso que nos ocupa, no

(31) Vid. AMESTI MENDIZÁBAL, C., «La obligación de los auditores de facilitar información al ICAC y el deber de secreto», *RDBB*, n.º 83, 2001, julio/septiembre, pp. 227-251 (Comentario a la STS, Sala Tercera, Sección 3.ª, de 16 de mayo de 2000) y JIMÉNEZ BLANCO, G./HERNÁNDEZ ABELLÓ, A., «El control administrativo de las emisiones de valores: antecedentes y régimen vigente. Examen especial de la verificación administrativa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores», *RDBB*, n.º 72, 1998, octubre/diciembre, pp. 1099-1132..

(32) Tal y como queda especificado en el FJ 3.º Respecto del control en la emisión de pagarés y de valores negociables en general, consultar el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre las emisiones y las ofertas públicas de venta de valores [BOE n.º 80, de 2 de abril], modificado por RD 2590/1998, de 7 de diciembre [BOE n.º 302, de 18 de diciembre], en concreto los arts. 2, 5, 8, 11-23 y 25-27 y 32-35 LMV. Y SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 8), pp. 8-9, 14-16 y 18-19.

(33) DE ÁNGEL YAGÜEZ, R., *Algunas previsiones sobre el futuro de la responsabilidad civil (con especial atención a la reparación del daño)*, Madrid, 1995, p. 35.

(34) Vid. infra D), Alcance del establecimiento de las llamadas “murallas chinas”.

podemos considerar —en este sentido— que los comitentes tuvieran una información oportuna y suficiente.

De lo expuesto anteriormente puede concluirse que tanto los perjuicios jurídicos como los económicos derivados del uso abusivo de información privilegiada hacen necesaria la adopción de medidas de defensa al respecto. De un lado, por la separación o vulneración de los principios que deben primar en el mercado de valores, tales como: la lealtad, la igualdad, la transparencia o la confianza de los sujetos inversores que hace presuponer la mala fe⁽³⁵⁾. Y, de otro, la incompleta información que van a tener los inversores y, por tanto, la imposibilidad de valorar de forma precisa el riesgo que asumen. En este caso, la información incompleta facilitada a los comitentes supone el incumplimiento del deber de diligencia por parte de la entidad comisionista, de lo que deriva la imputación de responsabilidad civil por culpa a dicha entidad. Las medidas que se adopten al respecto pueden ser de naturaleza represiva o preventiva. En lo que se refiere a las primeras⁽³⁶⁾, existen diversos medios jurídicos de defensa, tal es el caso de la vía civil⁽³⁷⁾, la administrativa⁽³⁸⁾ e incluso la vía penal⁽³⁹⁾. Y, en cuanto a las medidas preventivas, se han establecido mecanismos autonormativos en este sentido, como lo es el establecimiento de las llamadas “murallas chinas”; suponiendo la apreciación de este último supuesto, en el caso que nos ocupa, el quebrantamiento de la presunción hecha por el Tribunal, como ahora veremos.

(35) HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), pp. 770 y 751, y VALENZUELA/PEINADO, op. cit. (nota 24), pp. 13 y 19.

(36) VALENZUELA/PEINADO, op. cit. (nota 24), p. 20, han considerado que las medidas represivas tratan de paliar dos objetivos: de un lado, la eficiencia del mercado en cuanto a la fijación de los precios y, en segundo término, la equiparación de la situación de todos los inversores para valorar los intereses de su decisión.

(37) IGLESIAS PRADA, op. cit. (nota 30), pp. 114-115.

(38) Art. 14 Directiva 2003/6/CE. Consultar IGLESIAS PRADA, op. cit. (nota 30), pp. 115-117.

(39) Art. 14 Directiva 2003/6/CE. Para completar esta información consultar SUÁREZ GONZÁLEZ, C.J., «Difusión de noticias falsas, empleo de violencia, amenaza o engaño, o utilización de información privilegiada para alterar los precios del mercado», en AA.VV. (Dir. DEL ROSAL BLASCO), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, Cuadernos de Derecho Judicial, n.º 14, 1997, pp. 11-34; RUIZ RODRÍGUEZ, op. cit. (nota 19), pp. 244-247, quien considera que la vía penal es la más eficaz y MARTÍNEZ FLÓREZ, op. cit. (nota 24), pp. 499-500. Sin embargo, IGLESIAS PRADA, op. cit. (nota 30), p. 117 manifiesta una opinión contraria.

4. Alcance del establecimiento de las llamadas “murallas chinas”

El establecimiento de las “murallas chinas” supone un sistema de control cuyo objeto consiste en evitar la adquisición de información privilegiada⁽⁴⁰⁾. Y es así como lo prevé la norma, nos referimos en concreto al art. 83 LMV en el que se obliga a las entidades que prestan servicios de inversión y asesoramiento en los mercados financieros a establecer medidas que impidan el flujo de información privilegiada entre sus áreas de actividad⁽⁴¹⁾. Consiste, pues, en el aislamiento interno de la entidad que posee dicha información con medidas organizativas, siendo habitual que códigos de conducta internos prevean deberes para los empleados, tales como el de secreto o la prohibición de utilizar información confidencial entre ellos⁽⁴²⁾. Pese a la evidente importancia práctica del establecimiento del sistema de “murallas chinas”, por cuanto se garantiza una actuación autónoma e independiente, parte de la doctrina lo ha criticado; de un lado, por los altos costes de aplicación y, en segundo término, porque consideran que se opone al “principio de responsabilidad colectiva” de los órganos de dirección, ya que su establecimiento provocaría la dispersión del control en la administración de la sociedad⁽⁴³⁾.

Sin embargo, y a pesar de lo expuesto, en nuestra opinión se trata de un sistema acertado pues de la limitación del uso de la información privilegiada deriva una mayor seguridad y confianza en el mercado de valores. Es decir, se previene el comportamiento ilícito de aquél que posee dicho tipo de informa-

(40) El sistema de control establecido por las “murallas chinas” adquiere relevancia en EE.UU. e Inglaterra, países pioneros en los conflictos de interés por la existencia de información privilegiada. El término “muralla china” surge en los años 70 en EE.UU. por la nueva regulación del *insider trading*, para ampliar esta información consultar SALA I ANDRÉS, op. cit. (nota 30), pp. 62-64, IGLESIAS PRADA, op. cit. (nota 30), pp. 105-107 y VALENZUELA/PEINADO, op. cit. (nota 24), p. 11.

(41) Arts. 40 y 83 LMV tras la nueva redacción dada por el art. 38.5.º de la Ley Financiera y art. 260 CCo. SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 8), p. 22.

(42) Vid. PÉREZ DEL VALLE, C., «La revelación de secretos de empresa por persona obligada a reserva (art. 279 CP)», en AA.VV. (Dir. DEL ROSAL BLASCO), *Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores*, Cuadernos de Derecho Judicial, n.º 14, 1997, pp. 105-144. El incumplimiento de dicha obligación genera responsabilidad administrativa: GÓMEZ INIESTA, op. cit. (nota 8), pp. 168-171; SALA I ANDRÉS, op. cit. (nota 30), p. 61, quien considera que las normas de conducta no son suficientes para asegurar la protección en el mercado financiero y de los inversores, sino que también es necesario prestar atención a la organización y funcionamiento interno de la entidad intermediaria, e IGLESIAS PRADA, op. cit. (nota 30), pp. 107-108 quien considera el secreto como un deber de confidencialidad que impone una actuación tendente a evitar conflictos de interés.

(43) Con esta opinión podemos destacar a autores como RUIZ RODRÍGUEZ, op. cit. (nota 19), pp. 79-80.

ción, evitándose así los conflictos de interés⁽⁴⁴⁾. Ya que, de un lado, existe una asimetría informativa entre el comitente, el intermediario profesional del mercado de valores y el sujeto que por su actividad tiene conocimiento de dicha información. Y, en segundo término, el comitente sólo puede valorar la actuación del intermediario una vez que éste haya finalizado, por tanto, después de la ejecución y en razón del resultado final. En este caso, cualquier protección previa en beneficio del inversor confiere confianza y seguridad en el mercado de valores.

V. DILIGENCIA Y GARANTÍA EXIGIBLE AL COMISIONISTA

La actuación en el mercado de valores, por el carácter complejo del mismo, implica la necesidad de acudir a entidades intermediarias que prestan servicios de inversión. Esto es, asesoran y gestionan de forma profesional. Los dos primeros motivos en los que se asienta el presente recurso de casación no sólo hacen referencia a la especial calificación del contrato de comisión, sino que además ponen de manifiesto la particular diligencia exigible a la Sociedad de Valores y Bolsa comisionista en el cumplimiento de las obligaciones que le son propias⁽⁴⁵⁾. Por tanto, y atendiendo a la norma⁽⁴⁶⁾, la entidad intermediaria debe

(44) En este mismo sentido SALA I ANDRÉS, op. cit. (nota 30), pp. 53-56. Y son de interés los arts. 5 y 6 del Código general de conducta del mercado de valores (Anexo al RD 629/1993).

Valga en este caso resaltar el ejemplo de MONTENEGRO, J. A., «Los agujeros de las murallas chinas», noticia disponible en www.expansiondirceto.com/edición/noticia/0,2458,157220,00.html, acerca del Fiscal General de Nueva York (Eliot Spitzer) que impone una multa a la firma Merrill Lynch; el asunto versa sobre unos e-mails de la firma Merrill Lynch en los que algunos de sus analistas bromeaban sobre el escaso valor de acciones que oficialmente recomendaban. El fiscal general de Nueva York impuso una multa de 100 millones de dólares, en razón de la poca parcialidad de los bancos de inversión. Las cuestiones suscitadas acerca de la imparcialidad de los análisis se han solventado mediante la separación profesional existente entre las divisiones de análisis y de la banca de inversiones, equiparando la fuerza de la misma a la de una “muralla china”, al igual que en el caso de las consultorías y auditorías. El hecho de tener a una empresa como cliente en un banco de inversión por un lado, y por otro como objeto de análisis independiente de su actividad y potencial futuro, implica un riesgo que, en opinión de algunos, requiere una solución más allá del establecimiento de las llamadas “murallas chinas”. La firma Merrill Lynch (Banco de Inversión) ha propuesto cambiar la forma de retribución de sus analistas (a partir de ahora estará vinculada a los resultados de sus pronósticos) y también modificará su sistema de calificación de empresas. Desde el punto de vista del inversor, la solución planteada por esta entidad es buena, si bien reclaman algo más, es decir una respuesta por parte del regulador.

(45) ABDALA, op. cit. (nota 2), p. 155, considera que el nivel de cuidado y diligencia exigible depende del riesgo que implique el negocio.

(46) Concretamente nos referimos al Título VII de la LMV.

observar —en todo caso— el deber de diligencia⁽⁴⁷⁾, el cuidado de los intereses como propios⁽⁴⁸⁾, la obligación de informar a los clientes y el deber de lealtad. Es decir, la sociedad “Inverban” ha de actuar de acuerdo con la lealtad y diligencia propia de aquél que de forma profesional y a cambio de una contraprestación económica asesora y adquiere pagarés en interés y por cuenta de terceros (actores en el supuesto que nos ocupa)⁽⁴⁹⁾. En el presente asunto, y dejando al margen la consideración respecto del conocimiento y uso de información privilegiada por parte de la entidad intermediaria por ser una cuestión abordada anteriormente, se hace necesario prestar atención a la actuación de la sociedad comisionista. Y ello porque dicha actuación no es de resultado, sino de medios. Por lo tanto, la sociedad “Inverban” no ha de responder de la rentabilidad de los valores adquiridos, pero sí le es exigible una actuación diligente. Así, los actores, siendo conscientes del riesgo implícito aparejado a toda actuación en el mercado de valores, solicitan de un tercero experto (Sociedad “Inverban”) la prestación de un servicio, concretamente se trata del asesoramiento y posterior adquisición de valores negociables. Para llevar a cabo el encargo mencionado, los comitentes determinan que se trate de una “inversión segura”. Es decir, que el comisionista ha de ejecutar la comisión encargada no sólo de acuerdo con la diligencia exigida y observando los usos del comercio⁽⁵⁰⁾, sino también siguiendo la instrucción señalada por los comitentes⁽⁵¹⁾, cual es: “la seguridad de la inversión”. Sin embargo, dicha exigencia, característica de la calificación del contrato de comisión como un contrato *intuitu personae* fundado en la confianza entre las partes⁽⁵²⁾ y que, a la postre, permitiría a la entidad comisionista

(47) En este sentido, GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 117, considera que tanto la diligencia como el respeto a los usos del comercio son mecanismos que integran el contrato de comisión cuando en éste no se establecen condiciones suficientes de ejecución, y afirma además que en Derecho Mercantil la prudencia y la diligencia son términos semejantes.

(48) FJ 5.º, diligencia exigible a un “comerciante experto”.

(49) FJ 2.º y art. 255 CCo.

(50) GARRIDO, op. cit. (nota 7), pp. 101-103, establece la doble perspectiva del deber de diligencia; de un lado, una obligación en sí misma y, en segundo término, el deber informador de la ejecución del negocio encargado.

(51) Si bien es cierto que la actuación técnica y profesionalizada del intermediario financiero hace que las indicaciones dadas por los actores sean mínimas en razón del desconocimiento que respecto del mercado de valores secundario poseen: GARRIDO, op. cit. (nota 7), pp. 104-105 y VALENZUELA GARACH, op. cit. (nota 4), p. 148.

(52) Arts. 57 CCo y 1258 CC. SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 3), pp. 158-159.

eximirse de la posible imputación de responsabilidad⁽⁵³⁾, se ha visto truncada en el presente asunto.

La sociedad intermediaria debió realizar el asesoramiento sobre la inversión en los pagarés y la posterior adquisición de los mismos de buena fe y en la forma indicada por los actores⁽⁵⁴⁾. En este sentido, una de las obligaciones básicas en las que se refleja la diligencia exigible y que dicha entidad debió cumplir era la de informar de forma suficiente y completa a los comitentes de cualquier extremo de interés respecto de los valores a adquirir⁽⁵⁵⁾. Por tanto, los actores debían haber tenido conocimiento de la relación que vinculaba a la sociedad intermediaria con la emisora de los pagarés, con el objeto de que aquellos hubieran podido decidir en razón de sus intereses y de acuerdo con la realidad existente⁽⁵⁶⁾. Sin embargo, la entidad demandada justifica el incumplimiento del deber de información por el conocimiento que el público — a través de medios como la prensa o el folleto de emisión de los valores— tenía de la situación de riesgo de la sociedad emisora. En este sentido, debemos considerar que la posibilidad de que el público en general tenga alcance a una concreta información no se traduce en el efectivo conocimiento de una serie de datos por los mismos. Siendo este desconocimiento respecto del mercado de valores la causa que justifica el encargo de la comisión mercantil por parte de los actores a expertos cualificados en dicho mercado⁽⁵⁷⁾.

La falta de observancia del deber de información permite afirmar que la sociedad intermediaria ha actuado al margen de la diligencia que le es exigible perjudicando con ello el interés de los comitentes. Y ello porque la información sobre la situación patrimonial de la entidad emisora de los pagarés debía conocerla la sociedad comisionista en razón de la diligencia que le es exigible y, aun así, asesoró y adquirió para los comitentes los pagarés emitidos por aquella.

(53) Art. 254 CCo. Autores como GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 97, establece el término “instrucciones”, considerándolas como *el expediente técnico para asegurar que la prestación del comisionista responde a los intereses efectivos del comitente*.

(54) Es la diligencia *quam in suis*, arts. 255 CCo, 79 y 80 LMV, 12 RD 629/1993 y 2 del Código general de conducta de los Mercados de Valores y SÁNCHEZ CALERO, op. cit. (nota 3), p. 149.

(55) Vid. GARRIDO, op. cit. (nota 7), p. 108 e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, op. cit. (nota 6), pp. 394-396.

(56) Art. 6.4.º Directiva 2003/6/CE.

(57) Art. 1.2.c) Directiva 2003/6/CE. En este sentido, también cabe señalarse uno de los supuestos calificados como “manipulación de mercado” destacado en la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), cual es expresamente: “...aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónico exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento...”.

Por lo expuesto, consideramos a la sociedad intermediaria “Inverban” responsable, no en razón del uso de información privilegiada en beneficio propio, sino por incumplimiento de la comisión conforme a derecho. Así, ha de responder para resarcir el daño sufrido por los actores y también, y desde la óptica del mercado, con el objeto de mejorar su desarrollo e incrementar la eficiencia económica. Y ello porque, según se desprende de la sentencia⁽⁵⁸⁾, la sociedad comisionista “Inverban” no actuó de acuerdo con el cuidado exigible al “comerciante experto” que cuida el negocio como propio, por cuanto la información difundida hacía presumir la existencia de una situación de riesgo respecto de la sociedad “Prima Inmobiliaria” emisora de los pagarés⁽⁵⁹⁾. Por ello, el Tribunal Supremo ha considerado que aconsejar la adquisición de los referidos valores no fue una actuación ni fiable ni segura, siendo ambos los presupuestos exigidos por los comitentes en su encargo. Por esta razón, y a diferencia de lo considerado en las instancias anteriores, el TS estima la responsabilidad de la sociedad “Inverban” con la consiguiente obligación de resarcir el perjuicio causado a los actores (inversores). Si bien consideramos que ello no responde a la necesidad de conseguir un resultado concreto, cual sería la efectiva rentabilidad de los pagarés adquiridos por el tercero, sino que la sociedad comisionista ha de responder por incumplimiento de las exigencias legales que debió observar en la ejecución del encargo conferido. Es decir, el respeto de la instrucción de los comitentes y de la diligencia y lealtad en la ejecución de la obligación de medios. Siendo en este caso uno de los deberes esenciales el de informar a los comitentes de forma suficiente, adecuada y veraz.

VI. LA CARGA DE LA PRUEBA

La regla general de nuestro Derecho establece que *deberá probar los hechos el sujeto que los alega y la parte demandada aquellos hechos que impidan, extingan o enerven la eficacia jurídica de los anteriores*⁽⁶⁰⁾. Y ello porque mediante la práctica de la prueba de lo que se trata es de constatar, verificar o hacer patente algo. La carga de la prueba, por tanto, pesa sobre las

(58) Concretamente en el FJ 7.º

(59) PEINADO GRACIA, *El contrato...*, op. cit. (nota 10), p. 63; el comisionista, por la posición que ocupa, es el que mejor y a un menor coste puede conocer la existencia de determinados riesgos en la ejecución.

(60) Art. 217 LEC (anteriormente, arts. 503 y 504 LEC). Vid. MONTERO AROCA, J., «Nociones generales sobre la prueba (entre el mito y la realidad)», en AA.VV. (Dir. MONTERO AROCA), *La prueba, Cuadernos de Derecho Judicial*, Madrid, 2000, p. 39; MARTÍNEZ FLÓREZ, op. cit. (nota 24), pp. 536-539, considera que el conocimiento de información privilegiada es un hecho que debe probarlo la acusación, pues ni la LMV ni la —en su caso— establecen presunción alguna al respecto.

partes del litigio ⁽⁶¹⁾. Así, si los actores del presente asunto han considerado que la Sociedad comisionista ha actuado de forma negligente en razón del conocimiento y utilización de información privilegiada, son ellos los que debieran probar tal circunstancia. Sin embargo, en este supuesto el TS ha considerado que incumbe probar la absoluta independencia de los órganos de administración y la desvinculación de la acción de colocación de los pagarés a la parte demandada (intermediario financiero), justificándose en el principio de “mejor posición en el sistema de fuentes” que facilita la adquisición de los datos probatorios oportunos. Y es ésta la argumentación seguida últimamente en los pronunciamientos jurisprudenciales en materia de *onus probandi* ⁽⁶²⁾: así el juez tiene la posibilidad de distribuir la carga probatoria no tanto en razón de lo que se afirma, cuanto más de la disponibilidad y facilidad probatoria de las partes del asunto ⁽⁶³⁾. En el caso que nos ocupa, el juez, como consecuencia de la presunción del conocimiento de la situación de riesgo por parte de los socios mayoritarios de la entidad “Inverban”, ha considerado que es la parte demandada (sociedad intermediaria) la que de forma más fácil puede probar los

(61) Las partes tienen la carga de la prueba, salvo que el objeto del proceso civil implique un interés público dominante, art. 282 LEC. LÓPEZ SIMÓ, F., *Disposiciones generales sobre la prueba (Análisis de los artículos 281 a 298 y concordantes de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil)*, Madrid. 2001, pp. 144-145, distingue el sentido formal de la carga de la prueba del material. En el primer caso, se refiere a la forma en la que se distribuye la carga probatoria entre las partes del caso. Y, en lo que respecta al sentido material, se trata de establecer la parte que soporta los perjuicios derivados de la falta de acreditación de un hecho relevante para la resolución del asunto.

(62) Art. 217.6.º LEC. Si bien, tal y como establece MONTERO AROCA, op. cit. (nota 62), p. 44, no podemos afirmar que la carga de la prueba se impone según el arbitrio judicial, sino que responde a una determinada razón jurídica. Así, por ejemplo el TC, en la Sentencia 214/2001, de 29 de octubre, RA 1274/1999, RTC 2001/214, considera que la inversión de la carga de la prueba persigue un equilibrio probatorio, pero en ningún caso una posición de privilegio procesal para una de las partes (FJ 4.º); también se establece la inversión de la carga de la prueba en el FJ 2.º de la STS 670/2001, de 28 de junio, RJ 2002/1464 (en este caso se produce por la falta de pruebas de un hecho determinado, atribuyéndose de este modo las consecuencias de dicha falta a quien no está obligado a soportarla) o en la STS 1143/1999, de 23 de diciembre, RJ 1999/9362, FJ 3.º

(63) LÓPEZ SIMÓ, op. cit. (nota 63), pp. 148-149, quien ha considerado que la libertad del juez a la hora de distribuir la carga probatoria en razón de la facilidad y disponibilidad de las partes del asunto respecto de las fuentes probatorias es una de las novedades más importantes introducidas por la nueva LEC.

hechos ⁽⁶⁴⁾. Así, a pesar de que las conclusiones de la 1.ª Instancia y las de la 2.ª presuponían una confianza absoluta en la intervención de la CNMV y en la información de la auditoría de cuentas, el TS no hace suyos dichos planteamientos y considera que queda en vacío el tema de la valoración de la esencia de las alegaciones y, en especial, su relación con la carga de la prueba. En el supuesto que nos ocupa, ha quedado probado en autos la condición de los socios como copropietarios de las entidades financieras y, consecuentemente, la Sala ha considerado que sólo porque dos de sus accionistas significativos fueran acreedores de la entidad emisora de los pagarés, ello es circunstancia suficiente para afirmar el conocimiento de la situación económica presente y futura de dicha entidad ⁽⁶⁵⁾.

Sin embargo, como venimos destacando a lo largo de este comentario, en nuestra opinión y basándonos en la documentación que se aporta en este caso ⁽⁶⁶⁾, no consideramos acertada la calificación de información de privilegiada. Y ello es así por cuanto se alega que dichos datos circulaban en la prensa, en el entorno de la sociedad intermediaria y, en especial, en el “folleto de emisión de los pagarés”. En éste, concretamente, se especificaban tres extremos:

S la línea de crédito existente entre “Caja Madrid” y la entidad “Prima Inmobiliaria”,

S el préstamo que “la Caixa” había concedido a la sociedad emisora de los pagarés,

S la participación de la sociedad “Prima Inmobiliaria” y de “Caja Madrid” en la mercantil “Urbanor S.A.”, siendo esta última prácticamente el accionista único y titular de ciertos inmuebles (como las “Torres de Kio”) adquiridos por procedimiento concursal. Lo que, indudablemente, acredita el nivel de conocimiento de la difícil situación económica de la sociedad “Prima Inmobiliaria”.

(64) FJ 3.º Se ha invertido la carga de la prueba, pese al razonamiento hecho en la 2.ª Instancia, cual es: “no se pueda evaluar ni reclamar al intermediario por el descalabro económico que sufre el adquirente del pagaré... porque sociedades participantes en el capital del agente intermediario fueran acreedores de la emisora... Pues el intermediario financiero es persona jurídica distinta... Además la demanda consideró que los pagarés emitidos por ‘Prima Inmobiliaria’ eran seguros por la correcta situación contable de la emisora... y cuya solvencia era conocida en el mercado...”.

(65) FJ 4.º Si bien, es una presunción *iuris tantum* que admite prueba en contrario. HERNÁNDEZ SAINZ, op. cit. (nota 19), pp. 787-789, señala que, en el Derecho francés, para facilitar la fase de la prueba se presume el conocimiento que posean los iniciados directos, aunque la prueba de lo contrario presenta una indudable dificultad.

(66) FJ 6.º

Por tanto, si esta información era conocida públicamente, ha perdido su carácter de privilegiada, lo que implica que la sociedad intermediaria “Inverban” no actuó conociendo unos datos ajenos a los inversores. Así, no es oportuno el fundamento probatorio señalado en este asunto, por cuanto la entidad intermediaria no sería responsable ni por haber actuado abusando de la información privilegiada que conocía, ni por incumplir los presupuestos legales que limitan la actuación de los sujetos que conocen dicho tipo de información. Sin embargo, lo expuesto no obsta a la imputación de responsabilidad a la sociedad comisionista “Inverban” por no respetar los deberes preceptivos para todo intermediario financiero en la ejecución del encargo. Tal es el caso de la obligación de informar a los inversores de cualquier circunstancia de interés en la negociación o del deber de diligencia o cuidado exigible a todo profesional que realiza una actuación en el mercado por cuenta de terceros ⁽⁶⁷⁾. En definitiva, el hecho que debía probarse no es el desconocimiento de información privilegiada, cuanto más que se han cumplido los presupuestos legales, es decir, que se ha informado oportunamente a los clientes, que se ha actuado de acuerdo con la diligencia de un “comerciante experto” y en beneficio de los intereses de los inversores, entre otros.

Por lo expuesto, podemos concluir con la no consideración de la sociedad comisionista “Inverban” como responsable en tanto no se pruebe que ha incumplido las obligaciones que la norma impone al intermediario financiero. Siendo, respecto del caso que nos ocupa, la de mayor importancia: el deber de informar. Pues de haberse cumplido, hubiéramos podido afirmar que los inversores tenían conocimiento de la situación económica de la entidad que emite los pagarés y, por tanto, al aceptar la adquisición de los mismos, están asumiendo el riesgo implícito de toda inversión en el mercado financiero.

(67) Ya que es el intermediario financiero quien mejor y a menor coste (*cheapest cost avoider*) puede conocer los riesgos de la actuación en el mercado financiero, tal es el caso de la insolvencia del tercero con el que contrata: PEINADO GRACIA, *El contrato...*, op. cit. (nota 10), p. 63. Si bien, de ello no puede derivarse la previsibilidad de cualquier circunstancia que suponga el incumplimiento de la parte asumida por el tercero. Así, en determinados supuestos tales como lo son el caso fortuito o la fuerza mayor, es necesario acudir a diferentes criterios con el fin de asignar el riesgo de la manera más eficiente que sea posible.

LA INFORMACIÓN DE TRASCENDENCIA TRIBUTARIA Y EL SECRETO PROFESIONAL DE LOS AUDITORES DE CUENTAS

*(A propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo
Ponente: Ilmo. Sr. José Mateo Díaz de 7 de junio de 2003)*

CARMEN FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ

*Profesora Titular de Derecho Administrativo de la Universidad Nacional
de Educación a Distancia*

Ponente: Excmo. Sr. D. José Mateo Díaz

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Al amparo del n.º 4 del art. 95.1 de la Ley de la Jurisdicción de 1956 (RCL 1956, 1890), versión dada por la Ley 10/1992, de 30 de abril (RCL 1992, 1027), se oponen los siguientes motivos:

«I. Infracción, por interpretación errónea, del art. 111.1 LGT (RCL 1963, 2490), en relación con los artículos 53.2 y 54.1.f) de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre (RCL 1992, 2512, 2775 y RCL 1993, 246), así como la infracción, por inaplicación, del art. 63.1 de la Ley 30/1992.

II. Infracción también por interpretación errónea, de los artículos 13 y 14 de la Ley 19/1988, de 12 de julio (RCL 1988, 1538), de Auditoría de Cuentas, en relación con el art. 43 del Reglamento que la desa-

rolla, aprobado por Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre (RCL 1990, 2665), así como la infracción, por indebida aplicación, del apartado 5 del art. 111 LGT y la infracción, por inaplicación, del art. 12.1 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre.

III. Infracción, por inaplicación, de los artículos 2, 12, 330 y 333 del Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre (RCL 1989, 2762 y RCL 1990, 29), por el que se aprobó el Reglamento de Registro Mercantil, vigente al tiempo de suceder los hechos enjuiciados».

Segundo.—Los requerimientos de información tributaria practicados por las Autoridades de Hacienda han generado en años pasados un intenso debate, que ha terminado por esclarecer la problemática que aliena en ellos.

De esa forma ha quedado precisado el sentido del deber tributario de información que viene establecido básicamente por el art. 111 LGT (RCL 1963, 2490), y en torno al que giran los motivos aducidos por la parte recurrente.

La sentencia recurrida hizo uso de esa nutrida jurisprudencia de la que venimos hablando, citando al efecto las sentencias de 9 de noviembre de 1998 (RJ 1998, 7949), 6 de marzo (RJ 1999, 2513), 29 de mayo (RJ 1999, 5757), 24 de julio (RJ 1999, 7104), 15 de septiembre (RJ 1999, 7114), 13 (RJ 1999, 9089) y 27 de noviembre de 1999 (RJ 1999, 9604), 7 (RJ 2000, 777) y 18 de febrero (RJ 2000, 2792), 11 de marzo (RJ 2000, 2812) y 29 de julio de 2000 (RJ 2000, 7608), y 3 de febrero de 2001 (RJ 2001, 250).

En esta última se resolvieron tres cuestiones que guardan paralelismo con las que ahora estamos resolviendo:

—El deber de colaboración con la Administración Tributaria, establecido por el art. 111, tiene como límite infranqueable el que los datos requeridos han de tener trascendencia tributaria.

—Supuesto lo anterior, el deber es inexistente si se solicitan datos que afecten a la intimidad de las personas.

—Tampoco es exigible si el cumplimiento del requerimiento supone transgredir los límites que, en el supuesto de referencia, imponía a los Agentes de la Propiedad Inmobiliaria el Reglamento de los Colegios Oficiales de Agentes de la Propiedad Inmobiliaria de 4 de diciembre de 1969 (RCL 1969, 2299).

El recurrente consideraba que la información solicitada por la Inspección Tributaria de una Diputación Foral, al referirse a los inmuebles usados o en construcción ofertados por la Agencia de la Propiedad Inmobiliaria regentada por el recurrente, con indicación del titular ofertante, la ubicación, superficie y precio de venta, no se refiere a datos que interesen a efectos de ningún im-

puesto, o que tengan la trascendencia tributaria a que se refiere el art. 111 de la Ley General Tributaria, tanto en lo que afecta a los Agentes de la Propiedad Inmobiliaria como en cuanto a los propietarios de los inmuebles o los posibles compradores.

Sostuvo que la Administración Tributaria únicamente puede investigar aquellos hechos o circunstancias respecto de los que, o bien ha nacido ya un hecho imponible, o bien es seguro que va a nacer, pues en caso contrario únicamente existe una posibilidad o simple expectativa, y los datos no tendrán trascendencia tributaria.

Los precios ofertados en las Agencias de la Propiedad Inmobiliaria, se siguió insistiendo por el recurrente, son precios simplemente indicativos, que varían considerablemente al alza o a la baja.

Esta postura del recurrente le llevó a rechazar la conclusión a que llegó la sentencia de instancia, relativa a que aunque los datos solicitados no iban a ser determinantes en ningún caso de la base imponible, ni de la valoración, de una operación sujeta a tributo, sí poseen trascendencia tributaria «aunque se adjetive de potencial, indirecta, hipotética».

Para resolver la cuestión, la sentencia que citamos partió del análisis del art. 111.1 de la Ley General Tributaria, citado como infringido, el cual establece un deber general expresado en la siguiente forma: «Toda persona natural o jurídica, pública o privada, estará obligada a proporcionar a la Administración tributaria toda clase de datos, informes o antecedentes con trascendencia tributaria, deducidos de sus relaciones económicas, profesionales o financieras, con otras personas».

La cuestión se desplaza, y así ocurre ahora con el recurso de KPMG, hacia el sentido que deba darse al concepto jurídico indeterminado «trascendencia tributaria».

Ante todo, debe tenerse en cuenta que el requerimiento de autos tenía por objeto aportar los estados financieros de una determinada entidad mercantil.

A continuación se impone hacer varias acotaciones y las primeras provienen del mismo art. 111. Así, el mismo epígrafe n.º 1, lo circunscribe a los retenedores y a los obligados a ingresos a cuenta, las sociedades, asociaciones, colegios profesionales u otras entidades que entre sus funciones realicen la de cobro, por cuenta de sus socios, asociados o colegiados, de honorarios profesionales o de otros derivados de la propiedad intelectual o industrial o de los de autos, y las personas o entidades depositarias de dinero en efectivo o en cuentas.

El epígrafe 3 recoge la inoponibilidad del secreto bancario.

El 4 se dirige a los funcionarios públicos.

Y el 5 es el que más interesa en el presente supuesto, dispone que «la obligación de los demás profesionales de facilitar información con trascendencia tributaria no alcanzará a los datos privados no patrimoniales, que conozcan por razón del ejercicio de su actividad, cuya revelación atente al honor o a la intimidad personal y familiar de las de sus clientes [...]».

Los profesionales, agrega el mismo epígrafe, no podrán invocar el secreto profesional.

Otra acotación proviene del art. 140, que en su apartado d), declara de la competencia de la Inspección de los Tributos «realizar, por propia iniciativa o a solicitud de los demás órganos de la Administración, aquellas actuaciones inquisitivas o de información que deban llevarse a efecto cerca de los particulares o de otros organismos y que directa o indirectamente conduzcan a la aplicación de los tributos».

Esta norma cierra el concepto jurídico indeterminado de que nos estamos ocupando.

La información, en definitiva, puede solicitarse en cuanto sirva o tenga eficacia en la aplicación de los tributos, obviamente tomando la frase en términos generales, pues la norma no se refiere a la comprobación e investigación de una determinada relación tributaria, sino que busca recabar información, tanto de particulares como de organis-

mos, para cuanto conduzca a la aplicación de los tributos.

Y, naturalmente, aunque no se diga expresamente, la Administración habrá de atemperar el requerimiento de información al principio de proporcionalidad que irradia sobre toda la actuación administrativa, limitando los extremos solicitados al fin expresado de la aplicación estricta de los tributos, siendo demostración de la aplicación de este principio nuestra sentencia de 24 de julio de 1999, al afirmar que están proscritas las injerencias arbitrarias o desproporcionadas en el derecho a la intimidad de las personas, en la exigencia del deber de información y colaboración tributaria.

Posteriormente este deber fue precisado por el art. 113 de la Ley General Tributaria, en la redacción dada por la Ley 25/1995, de 20 de julio (RCL 1995, 2178, 2787) —que se citó en la sentencia que citamos como simple referencia y en el mismo sentido se utiliza en la presente, no por su vigencia en el supuesto—, al relacionar las potestades de la Inspección y el deber de colaboración de los ciudadanos y entidades con una doble exigencia: los datos, informes o antecedentes obtenidos por ella obtenidos en el desempeño de sus funciones, a) tienen carácter reservado; y b) sólo podrán ser utilizados para la efectiva aplicación de los tributos o recursos cuya gestión tenga encomendadas, sin que puedan ser cedidos o comunicados a terceros, salvo que la cesión tenga por objeto alguna de las cinco excepciones previstas en el mismo precepto, y que van desde la investigación o persecución de delitos hasta la colaboración con otras Administraciones tributarias, públicas o comisiones parlamentarias, en los términos que el propio precepto especifica.

Por todo ello y siempre que la información solicitada se encamine a la aplicación efectiva de los tributos —la exigencia de datos no patrimoniales está proscrita, afirmó en su día la sentencia de esta Sala de 6 de marzo de 1989 (RJ 1989, 2177)— debe ser

prestada, aunque su utilidad pueda ser potencial, indirecta o hipotética.

No hay, en consecuencia, infracción de ninguno de los apartados del art. 111.

Tercero.—Finalmente, debemos examinar el argumento relativo a que el requerimiento no tiene en cuenta la necesaria confidencialidad de los datos, que llegan al profesional —en el caso que ahora nos ocupa auditor de cuentas— como consecuencia de la prestación de servicios profesionales de asesoramiento o defensa, exceptuados en el art. 111.5 de la Ley General Tributaria (RCL 1963, 2490), a lo que se añade la invocación del secreto profesional sobre datos, hechos o noticias conocidas por razón de su actuación profesional, establecida por los artículos 13 y 14 de la Ley 19/1988, de 12 de julio (RCL 1988, 1538), de Auditoría de Cuentas, en relación con el art. 43 del Reglamento que la desarrolla, aprobado por Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre (RCL 1990, 2665).

Este último precepto, fiel trasunto de las normas de la Ley habilitante, dispone:

«Art. 43. Secreto.—1. El auditor de cuentas estará obligado a mantener el secreto de cuanta información conozca en el ejercicio de su actividad no pudiendo hacer uso de la misma para finalidades distintas de las de la propia auditoría de cuentas.

2. Sin perjuicio de lo que se establezca en las cláusulas del contrato de auditoría, podrán acceder en todo caso, a la documentación referente a cada auditoría de cuentas, quedando sujetos a la obligación establecida en el número anterior:

a) El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, exclusivamente a los efectos del ejercicio del control técnico a que se refieren los artículos 64 y siguientes de este Reglamento.

b) Quienes resulten designados por resolución Judicial.

c) Quienes estén autorizados por Ley».

Cuarto.—También aquí reiteramos la doctrina de la sentencia de 3 de febrero de 2001 (RJ 2001, 250), en la que se abordó el secreto profesional con relación a un Agente de la Propiedad Inmobiliaria que lo invocaba, con cita también de preceptos legales y reglamentarios dimanados de su específica normativa.

En dicha sentencia se contienen una serie de consideraciones generales sobre el secreto profesional en materia tributaria, en el sentido de que ciertamente el art. 111.5 impone a la Administración un doble límite que ha de observar cuando exige el deber de colaboración de los profesionales, exigiendo el respeto a los datos privados no patrimoniales que conozcan por su actividad y afecten al honor y a la intimidad de sus clientes (en el caso presente, el reproche de los recurrentes no se dirige a que se haya quebrantado este límite) y el de los datos confidenciales en ejercicio de las funciones de asesoramiento y defensa, aclarando que nunca podrán ampararse en el secreto profesional para impedir la comprobación de su propia situación tributaria.

Es en el límite que impone la Ley en cuanto a los datos confidenciales obtenidos en el ejercicio de las funciones de asesoramiento y defensa en el que se concreta el reproche de la parte recurrente, unido a la necesidad de observar el secreto profesional.

Recordemos que el secreto profesional cuenta con abundante jurisprudencia, iniciada por las sentencias del Tribunal Constitucional de 26 de noviembre de 1984 (RTC 1984, 110) y del Tribunal Supremo de 29 de julio de 1983 (RJ 1983, 4005), que pusieron límites a la irradiación de éste en el campo de los asesoramientos o dictámenes de los que derivaran operaciones bancarias, permitiendo investigar la causa económica inmediata del abono, pero no la causa remota, es decir, el contenido del asesoramiento o dictamen.

La sentencia del Tribunal Supremo de 30 de octubre de 1996 (RJ 1996, 8608) insistió en la misma doctrina facultando en materia

de honorarios profesionales a indagar la identidad del cliente y genéricamente el concepto o servicio profesional prestado.

Posteriormente, la restante doctrina jurisprudencial que hemos invocado se ha pronunciado siempre en el mismo sentido.

La sentencia de 6 de marzo de 1999, recurso 875/1994 (RJ 1999, 2513), declaró que el secreto profesional, impuesto a los Agentes de la Propiedad Inmobiliaria por los artículos 28.1 y 35.c) del Decreto de 4 de diciembre de 1969 (RCL 1969, 2299), por el que se aprobó el Reglamento de los Colegios Oficiales de dicha profesión y de su Junta Central, protege exclusivamente el derecho a la intimidad individual, que también salvaguardan, aparte del propio texto constitucional en sus artículos 20.1 y 24, los artículos 111 y 113 de la Ley General Tributaria (RCL 1963, 2490).

Y en cuanto al límite que impone el texto del art. 111.5 a los datos confidenciales obtenidos por la prestación de servicios profesionales de asesoramiento o defensa, la Sala compartió los razonamientos de la sentencia de instancia, la cual insistió en que el Tribunal Supremo, partiendo de la constitucionalidad del deber de colaboración con la Hacienda Pública —STC 110/1984, de 26 de noviembre, AATC 642/1986 (RTC 1986, 642 AUTO) y 76/1990, de 26 de abril (RTC 1990, 76 AUTO)—, ha tenido ocasión de pronunciarse en repetidas ocasiones sobre el secreto profesional, citando como ejemplo de límite necesario, nacido del derecho a la intimidad, que en materia de secreto médico, la sentencia de 6 de marzo de 1989 (RJ 1989, 2177) declaró la nulidad de pleno derecho del artículo 3.1.c) del Real Decreto 2402/1985, de 18 de diciembre (RCL 1985, 3059 y RCL 1986, 226), sobre descripción de la asistencia médica prestada, en las facturas expedidas por los colegiados, «pero en el caso de autos —afirma la instancia—, ninguno de los datos a que se refiere el requerimiento de información se salen del ámbito de lo estrictamente patrimonial».

Quinto.—En el caso de los Auditores de Cuentas, el artículo 43 que antes examinamos nos revela enseguida que está elaborado desde el punto de vista de la relación auditor-cliente, amparando a éste frente a cualquier extralimitación del profesional, sin perjuicio de lo cual, tal secreto no es oponible frente al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, exclusivamente a los efectos del ejercicio del control técnico a que se refieren los artículos 64 y siguientes de este Reglamento (RCL 1990, 2665), y tampoco lo es, ahora sin matizaciones, frente a quienes resulten designados por resolución Judicial o «estén autorizados por Ley».

Este último supuesto habilita, sin discusión a la Inspección de Hacienda, de la mano de los preceptos citados de la Ley General Tributaria (RCL 1963, 2490)

El ensamblaje entre la existencia del secreto profesional, reconocido y garantizado por la Ley, y el deber de colaboración tributaria, aparece por tanto perfectamente delineado y, en el presente caso, es inoponible por las razones expuestas.

Sexto.—Por todo ello, los dos primeros motivos opuestos por la recurrente, frente a la ajustada y precisa sentencia de instancia, han de ser rechazados en su totalidad, restando solamente por añadir, unas breves consideraciones en orden a los artículos 12.1 y 63.1 de la Ley 30/1992 (RCL 1992, 2512, 2775 y RCL 1993, 246), de Procedimiento Administrativo Común, que también se citan como infringidos.

Para ello, la recurrente traza una complicada argumentación, especulando sobre el deber de conservar la contabilidad durante cinco años, impuesto por el art. 14.1 de la Ley citada, y llegando a la conclusión de que las Autoridades mencionadas por la Ley General Tributaria (RCL 1963, 2490) no tienen competencia para exigir el levantamiento del secreto profesional de los auditores, puesto que ha de ser el Gobierno, mediante Real Decreto el que establezca los sistemas,

normas y procedimientos que hagan posible la coordinación de tales competencias.

La invocación del art. 12.1 se hace para someter a crítica el que un órgano asuma indebidamente competencias que no tiene conferidas, y la del art. 63 para instar la anulación del acto recurrido.

Para rebatir lo anterior poco hay que añadir a cuanto llevamos expuesto. Ni puede discutirse la competencia que emana de la propia Ley General Tributaria ni puede sostenerse que la Inspección de Hacienda haya de acudir a otro procedimiento que al que le es propio, en lugar del que sin fundamento alguno se propone.

Séptimo.—Nos queda por examinar el tercer motivo, en el que se estiman infringidos los artículos 2, 12, 330 y 333, todos ellos del Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre (RCL 1989, 2762 y RCL 1990,

29), por el que se aprobó el Reglamento del Registro Mercantil.

Atropellando los preceptos de la Ley General Tributaria, la entidad recurrente sienta la tesis de que la Inspección debe obtener sus datos de las cuentas anuales y los documentos complementarios que los Auditores, en virtud de los preceptos citados, deben depositar anualmente en el Registro indicado.

Esta remisión no tiene fundamento legal alguno y no puede prevalecer frente a la claridad de los artículos 111 y siguientes de la precitada Ley General Tributaria de 1963 (RCL 1963, 2490).

Octavo.—En definitiva, han de desestimarse todos los motivos, lo que implica la condena en costas de la parte recurrente, a tenor de lo dispuesto en el art. 102.3 de la Ley de la Jurisdicción de 1956 (RCL 1956, 1890).

COMENTARIO

SUMARIO

- I. LOS PRESUPUESTOS NORMATIVOS DE LA SENTENCIA DE 7 DE JUNIO DE 2003.
 - II. LA INTERPRETACIÓN CONSTITUCIONAL DEL DERECHO DE SECRETO PROFESIONAL DE LOS AUDITORES DE CUENTAS EN LA SENTENCIA 386/1993 DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL.
 - III. LOS LÍMITES DEL DERECHO DE SECRETO PROFESIONAL DE LOS AUDITORES DE CUENTAS EN LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 7 DE JUNIO DE 2003.
 1. El concepto de trascendencia tributaria.
 2. El deber de colaboración.
 3. El argumento del libre acceso a la documentación pública para negarse a prestar información privada del cliente.
 - IV. CONCLUSIONES.
-

I. LOS PRESUPUESTOS NORMATIVOS DE LA SENTENCIA DE 7 DE JUNIO DE 2003

Resulta extraordinaria la dimensión que de forma reiterada viene tomando la naturaleza del secreto profesional de los auditores de cuentas en las sucesivas sentencias fruto de recursos de auditoras de cuentas contra requerimientos de información hechos por diferentes Administraciones Públicas.

El secreto profesional, unido a la diligencia e independencia profesional, se constituye en uno de los principios básicos que definen, al menos en teoría, la naturaleza de esta profesión y de estos profesionales de la auditoría. Las excepciones legales a él planteadas permiten cuestionar sin embargo hasta qué punto se respeta su contenido esencial e incluso, en relación con estas otras notas de naturaleza ética que son la independencia, la conciencia y la diligencia profesional, hasta qué punto el auditor de cuentas es un profesional libre u otro tipo de profesional más vinculado a la Administración Pública.

La previsión y garantía del secreto profesional en nuestra reciente legislación responde a la más cercana filosofía que subyace en las legislaciones de los estados miembros de la Unión Europea que, en definitiva, consideran que el auditor de cuentas presta sus servicios a la empresa que audita al modo de un profesional liberal. En este sentido se establece que la información a la que accede el auditor en el ejercicio de su profesión no debe ser utilizada para fines distintos de los de la propia auditoría, ni en beneficio propio, ni en el de terceros. También en los derechos alemán, francés y británico se recoge este principio como un derecho y como un deber del auditor de no facilitar las informaciones de la empresa auditada y se halla garantizado incluso con sanciones penales. Sólo en los supuestos en que, en base a la libertad contractual de las partes que suscriben el contrato de auditoría, así se convenga, el auditor podrá dar a conocer, en los términos que así se establezca, los datos que conozca en virtud del trabajo realizado.

En nuestro ordenamiento, el principio de secreto profesional del auditor constituye uno de los aspectos más originales de su normativa reguladora al configurarse como un principio que contiene un derecho y una obligación, abarcando toda la información que este profesional pueda conocer en el ejercicio de su actividad. Ello supone que el auditor no puede hacer uso —ni en su propio beneficio, ni en el de terceros— de la información que conozca por motivo de su trabajo, para finalidades distintas de las de la propia auditoría de cuentas. En este sentido el secreto en nuestro ordenamiento, como en el derecho alemán, francés o británico, se puede limitar por las cláusulas del contrato de auditoría en el que cabe la opción, en base a la autonomía de la voluntad de las partes, de fijar determinadas condiciones de acceso a la información del auditor por parte de la empresa contratante de los servicios.

En todo caso y, al margen de los términos contractuales en los que se desarrolle la relación auditor-empresa, la Ley de auditoría y su Reglamento ya establecían unos límites en el acceso de determinadas instituciones autorizadas.

Pero la excepción básica al principio de secreto profesional del auditor de cuentas se encuentra sin duda en la justificación que la Exposición de Motivos de la Ley pretende otorgar a esta actividad, a saber: la protección prioritaria de la imagen fiel de la contabilidad de los empresarios en la que los terceros puedan confiar para el logro de la seguridad del tráfico económico. Los términos del derecho de acceso de ciertas instituciones, administrativas o judiciales, a la documentación del auditor, plantea en la práctica un conflicto de intereses: por un lado, el de otorgar mayor relevancia al interés de obtener esa imagen fiel de la documentación contable y, por otro, el de garantizar el principio de secreto de estos profesionales y sus clientes.

En definitiva, el conjunto de potestades atribuidas a las distintas instituciones públicas reducen y limitan un principio —como vamos a ver en la práctica jurisprudencial— por la vía de la remisión que hace la Ley al derecho de acceso de cualquiera que esté autorizado por norma legal. Con ello en la práctica se rebaja su protección en la medida en que tal acceso se impone como límite, por mucho que éstas queden sujetas a la obligación de respetar el principio de secreto profesional en los términos apuntados en el artículo 13 de la Ley. La cuestión está pues en determinar cuál es el ámbito o contenido y garantías que se otorgan a este principio en relación con tal acceso.

Y es que la Ley de Auditoría de Cuentas 19/1988, de 12 de julio ⁽¹⁾ dejó la puerta abierta para un acceso que, en la práctica, ha supuesto, como vamos a ver, una quiebra del principio de secreto para estos profesionales, puesto que la Disposición Final Primera de la Ley señalaba que cuando por disposiciones con rango de Ley se atribuyeran a organismos o instituciones públicas competencias de control o inspección sobre empresas o entidades sujetas a auditoría de cuentas obligatoria, el Gobierno, mediante Real Decreto, podría establecer los sistemas, normas y procedimientos que hicieran posible su adecuada coordinación, “pudiendo recabar de los Auditores de Cuentas y sociedades de Auditores, cuanta información resulte necesaria para el ejercicio de las mencionadas competencias”.

El artículo 13 de la Ley de Auditoría de Cuentas establece literalmente lo siguiente:

(1) BOE n.º 169, de 15 de julio.

“El auditor de cuentas estará obligado a mantener el secreto de cuanta información conozca en el ejercicio de su actividad, no pudiendo hacer uso de la misma para finalidades distintas de las de la propia auditoría de cuentas”.

Sin embargo, como más arriba se ha expuesto y a pesar de lo rotundo del precepto, a continuación el artículo 14 limitó ese deber u obligación de secreto del auditor de cuentas, en cuanto permite el acceso a la documentación de cada auditoría de cuentas en determinados supuestos y por determinados sujetos.

Decía así el artículo 14.2 de la Ley de Auditoría, tras regular el deber de custodia:

“Sin perjuicio de lo que se establezca en las cláusulas del contrato de auditoría podrán, en todo caso, acceder a la documentación referente a cada auditoría de cuentas, quedando sujetos a la obligación establecida en el artículo anterior:

- a) El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, exclusivamente a los efectos del ejercicio del control técnico, a que se refiere el apartado 2 del artículo 22 de esta ley.
- b) Quienes resulten designados por resolución judicial.
- c) Quienes estén autorizados por ley”⁽²⁾.

Este segundo epígrafe del artículo 14 de la Ley de Auditoría fue modificado recientemente por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero⁽³⁾ —Ley Financiera—, en el sentido de matizar y ampliar las posibilidades de acceso de estas instituciones. Y así, la nueva redacción otorgada por obra de esta última Ley, al artículo 14.2 de la Ley de auditoría, es la siguiente:

“Sin perjuicio de lo que se establezca en las cláusulas del contrato de auditoría podrán, en todo caso, acceder a la documentación referente a cada auditoría de cuentas, quedando sujetos a la obligación establecida en el artículo anterior:

- a) El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, en el ejercicio de las funciones legalmente atribuidas de control y disciplina del ejercicio de la actividad de auditoría de cuentas.

(2) Este precepto se desarrolló por el artículo 43 del Reglamento de Auditoría de Cuentas aprobado por Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre (BOE n.º 308, de 25 de diciembre).

(3) BOE n.º 281, de 23 de noviembre.

b) Quienes resulten designados por resolución judicial.

c) Quienes estén autorizados por ley.

d) El Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, exclusivamente a los efectos del ejercicio de las competencias relativas a las entidades sujetas a supervisión y control, en casos especialmente graves, de acuerdo con lo establecido en la disposición final primera de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, así como el Tribunal de Cuentas, y siempre que no hubieran podido obtener de tales entidades la documentación concreta a la que precisen acceder. Dichos órganos y organismos podrán requerir del auditor la información de que dispone sobre un asunto concreto, en relación con la auditoría de cuentas de la entidad auditada y con la aclaración, en su caso, del contenido de los papeles de trabajo.

e) Las corporaciones representativas de los auditores de cuentas, a los exclusivos efectos del ejercicio del control de la calidad de los trabajos de auditoría de cuentas de sus miembros”.

Por tanto, a partir de esta reforma es claro que se mantiene el derecho de acceso de quienes lógicamente resulten designados por resolución judicial o quienes estén autorizados por la Ley, pero además se amplía el poder del ICAC en cuanto que dicho acceso no sólo se podrá producir en adelante cuando se articule el denominado control técnico de auditoría, sino también “en el ejercicio de las funciones legalmente atribuidas de control y disciplina del ejercicio de la actividad de auditoría de cuentas” —art. 14.2.a)—. Esto es, informe a informe.

El supuesto de acceso añadido en esta última reforma permitirá obtener la documentación de cada auditoría de cuentas al: “Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, exclusivamente a los efectos del ejercicio de las competencias relativas a las entidades sujetas a su supervisión y control, en casos especialmente graves, de acuerdo con lo establecido en la Ley de auditoría, así como el Tribunal de Cuentas y siempre que no hubieran podido obtener de tales entidades la documentación concreta a la que precisen acceder...”.

En los matices y cautelas —“a los efectos del ejercicio de las competencias...”, “en casos especialmente graves”, “de acuerdo a lo establecido en la Disposición Final Primera”, “siempre que no se hubiera podido obtener de tales entidades”— es respecto a los que era lógico que se presentaran problemas de interpretación, ya que era evidente que el posible control articulado por estas instituciones sobre el auditor de cuentas debía coordinarse y limitarse de alguna forma para que el auditor no fuera requerido constantemente para ofrecer infor-

mación de sus clientes y asimismo para que el acceso se produjera con las debidas garantías y deberes de secreto profesional ⁽⁴⁾.

Y no es otro sino éste —un problema de integración e interpretación de diferentes preceptos legales— el que se plantea la Sentencia de 7 de junio de 2003 del Tribunal Supremo, Sala 3.ª, Sección 2.ª (Ponente el Magistrado Sr. Mateo Díaz) ⁽⁵⁾.

Porque entre las Administraciones Públicas autorizadas por Ley para dicho acceso se encuentra, cómo no, la Administración de la Hacienda Pública por la vía del artículo 111.1 de la Ley General Tributaria, según el cual:

“Toda persona natural o jurídica, pública o privada, estará obligada a proporcionar a la Administración tributaria toda clase de datos, informes o antecedentes *con trascendencia tributaria*, deducidos de sus relaciones económicas, profesionales o financieras, con otras personas”.

En particular, en el número 5 de dicho artículo se matiza esta obligación en el sentido de que la que tengan los demás profesionales de facilitar información con trascendencia tributaria a la Administración de la Hacienda Pública:

“...no alcanzará a los datos privados no patrimoniales que conozcan por razón del ejercicio de su actividad, cuya revelación atente al honor o a la intimidad personal y familiar de las personas. Tampoco alcanzará a aquellos datos confidenciales de sus clientes de los que tengan conocimiento como consecuencia de la prestación de servicios profesionales de asesoramiento o defensa...” ⁽⁶⁾.

De forma paralela, el artículo 140 de la Ley General Tributaria habilita a la Administración Tributaria para que realice:

“...por propia iniciativa o a solicitud de los demás órganos de la Administración, aquellas actuaciones inquisitivas o de información que deban llevarse a

(4) Vid. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, C. *La ordenación de la auditoría de cuentas. Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (coord.: Sánchez Calero, F. y Sánchez-Calero Guilarte, J.), Madrid, 2003, pp. 733-763.

(5) Vid. *Diario La Ley* de 17 de julio de 2003.

(6) Hasta hace bien poco la posibilidad de que el auditor de cuentas prestara servicios de asesoramiento y defensa a sus clientes de auditoría no tenía límites. Sin embargo la Ley 44/2002, modificando el artículo 8 de la Ley de Auditoría, introduce la incompatibilidad de que el auditor preste “servicios de abogacía simultáneamente para el mismo cliente o para quienes lo hubiesen sido en los tres años precedentes, salvo que dichos servicios se presten por personas jurídicas distintas y con Consejos de Administración diferentes”.

efecto acerca de los particulares o de otros organismos, y que *directa o indirectamente conduzcan a la aplicación de los tributos*”.

II. LA INTERPRETACIÓN CONSTITUCIONAL DEL DERECHO DE SECRETO PROFESIONAL DE LOS AUDITORES DE CUENTAS EN LA SENTENCIA 386/1993 DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Nuestro sistema legal define y recoge, como hemos visto, con una fórmula aparentemente ilimitada, aunque posteriormente matizada, el principio ético del secreto profesional del auditor de cuentas. Dicho principio se configura no obstante, más que como un derecho, como una obligación referida a cuanta información conozca éste en el ejercicio de su actividad y respecto a la que no podrá hacer uso para finalidades distintas de las de la propia auditoría de cuentas. Los deberes de conservación y custodia de la documentación referentes a cada auditoría de cuentas, incluidos los “papeles de trabajo” del auditor, constituyen una buena garantía para su protección, pero las excepciones a que este principio se ve sometido, constituyen una de las claves para la misma calificación de la naturaleza del profesional de auditoría.

Por este motivo uno de los argumentos esgrimidos por los recurrentes de la Ley de Auditoría en el recurso de inconstitucionalidad presentado contra la misma y del que fue resultado la Sentencia 386/1993⁽⁷⁾, fue el de la vulneración del derecho de secreto profesional reconocido en el artículo 24.2 de la Constitución por considerarse que coloca a estos profesionales en una posición de cuasidependencia con la Administración. Incidiendo en las características de las profesiones liberales e independientes, entre las cuales se cuenta, a juicio de los recurrentes, la de auditor de cuentas, se consideraba entonces por los recurrentes que los artículos 14.2.a); 16.2.g); 18.2; 22.2 y la Disposición Final Primera de la Ley de Auditoría, al permitir al ICAC el acceso a toda la documentación referente a la auditoría, limitaba el derecho reconocido en el artículo 18.1 de la Constitución Española por el que se garantiza la intimidad personal, violando así su secreto profesional. Desde la perspectiva pues de la configuración de la profesión como independiente y liberal alegada por los recurrentes, la situación de inseguridad jurídica a la que se somete al auditor no encuentra justificación en el pretendido interés público del buen funcionamiento del sistema de economía de mercado.

(7) Sentencia 386/1993, de 23 de diciembre. Recurso de inconstitucionalidad 1632/1988. Promovido por 51 diputados en relación con la Ley 17/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE n.º 23, de 27 de enero de 1994).

Sin embargo los criterios que sobre este particular esgrime el Abogado del Estado —acogidos íntegramente en el Fundamento Séptimo de la Sentencia— hacían énfasis en la relevancia de tales intereses. El derecho a la intimidad que los recurrentes consideraban que es derecho del auditor de cuentas, vinculándolo al derecho de secreto profesional, se afirma en la Sentencia 386/1993, de 23 de diciembre, del Tribunal Constitucional, que, en todo caso, es derecho de las entidades auditadas, ya que el objetivo al que se dirige el informe de auditoría exige que se expliciten sus datos a diferencia de otras profesiones. La auditoría tiene como objetivos “evaluar la situación real de una empresa para que tal situación pueda ser conocida y valorada por sujetos distintos a los administradores, de manera que difícilmente podría alegarse tal intimidad cuando de lo que se trata al realizar una auditoría es, precisamente, hacer público el estado de la entidad auditada”.

Por otra parte el control técnico llevado a cabo por el ICAC, se señaló en la Sentencia del Constitucional, “se mueve en un ámbito diferente del secreto profesional”. Los preceptos impugnados por este motivo en nada afectan al derecho reconocido en el artículo 18.1 de la Constitución Española, ya que la entrega de documentación no se impone como obligación incondicionada y todos los receptores de la misma quedan obligados a mantenerla en secreto. Por ello, “la previsión legal tiene, pues, una justificación objetiva y razonable, los destinatarios de la documentación están, también, justificados, y tanto las circunstancias en las que procede la entrega cuanto el deber de guardar secreto revisten la adecuada proporcionalidad”.

No parecía sin embargo que la interrelación entre los derechos a la intimidad y el secreto profesional pudiera articularse hasta la situación de que ninguno de los contenidos de estos derechos se vieran afectados entre sí, pues, en definitiva, a través del secreto profesional se estaba protegiendo la intimidad y el honor de las personas físicas a las que afectan los datos conocidos por estos profesionales, cuyo prestigio profesional de cara a las empresas auditadas va invariablemente ligado al hecho de que los mantengan en la confidencialidad.

En definitiva, ya en 1993 era claro que la afirmación del principio de secreto profesional del auditor de cuentas en nuestra jurisprudencia no operaba con el carácter absoluto que se derivaba de los términos explícitos en que se formuló en el artículo 13 de su Ley reguladora. Las limitaciones impuestas a dicho principio, por la vía del acceso a la documentación por parte del ICAC y por parte de quienes resultaran designados por resolución judicial o autorizados por la Ley, constituían ya en la práctica una quiebra del principio en el sentido formulado por su precepto regulador básico.

La matización del principio, en el sentido de que el auditor no debe hacer uso de la información para finalidades distintas de las de la propia auditoría de

cuentas, no resulta como tal deber garantizado cuando cualquier Administración puede en la práctica, en el ámbito de sus competencias, solicitar dicha información en base a los deberes de colaboración que para con ella puedan existir, como es el caso de la Administración Tributaria. De otro lado, el que la auditoría interese no sólo a la empresa sino también a terceros que mantengan relaciones con ella no debería conducir a que cualquier Administración pudiera obligar al auditor a dar a conocer la documentación relativa a la misma, pues existen cauces legales para que los terceros puedan acceder a la información vertida en el informe sin que parezca lícito hacerlo por otras vías que no sean, en defecto de aquéllas, las judiciales.

Si la vocación de la información contable es la de su naturaleza pública no se entiende muy bien por qué su obligación se ha articulado en la Ley exclusivamente por la vía contractual entre la empresa y el auditor como un servicio que éste presta a aquélla, ni tampoco por qué el receptor administrativo se compromete a mantenerla en secreto tal y como se confirma en la Sentencia del Constitucional 386/1993 y dicho deber no se interpreta de este mismo modo respecto al auditor para con las personas o instituciones que legalmente se han considerado legitimadas para acceder a su documentación. Si se llevan al extremo los mecanismos para el logro de la colaboración en la persecución de los intereses públicos asignados a cada Administración, el contenido del principio de secreto profesional del auditor se ve efectivamente resentido, cuando no negado, ya que si un derecho se ve sometido a excepciones o limitaciones excesivas, en la práctica, se está desconociendo su contenido esencial⁽⁸⁾.

III. LOS LÍMITES DEL DERECHO DE SECRETO PROFESIONAL DE LOS AUDITORES DE CUENTAS EN LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 7 DE JUNIO DE 2003

1. El concepto de trascendencia tributaria

El secreto profesional del auditor de cuentas se matiza aún más si cabe en la Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo de 7 de junio de 2003.

La cuestión del contenido del secreto profesional se plantea en relación con el requerimiento que la Agencia Tributaria hace a una auditora de cuentas de documentación que ésta considera que pertenece a la esfera privada de su

(8) Vid. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, C., "El secreto profesional del Auditor de Cuentas y sus límites. Obligaciones con la Administración Tributaria", *Actualidad Tributaria*, n.º 35, Madrid, 1995, pp. D-1219-1232.

cliente y, que por tanto, en su consideración la Agencia no tiene derecho a solicitar porque “el deber es inexigible si se solicitan datos que afecten a la intimidad de las personas”. Se concreta además por parte de la recurrente que los datos que se solicitan no se refieren a datos que interesen a efectos de ningún impuesto, o que tengan la trascendencia tributaria a que se refiere el artículo 111 de la Ley General Tributaria. En argumentos de la recurrente la Administración Tributaria únicamente puede investigar aquellos hechos o circunstancias respecto de los que, o bien ha nacido ya un hecho imponible, o bien es seguro que va a nacer, pues en caso contrario únicamente existe una posibilidad o simple expectativa, y los datos no tendrán “trascendencia tributaria”.

Y es en torno al concepto jurídico indeterminado de “trascendencia tributaria” sobre el que gira la interpretación del tribunal, que lleva a cabo varias acotaciones normativas de cara a lograr la interpretación más acorde de este concepto:

— La primera de ellas se refiere al artículo 111.5 de la Ley General Tributaria, que indica que “la obligación de los demás profesionales de facilitar información con trascendencia tributaria no alcanzará a los datos privados no patrimoniales, que conozcan por razón del ejercicio de su actividad, cuya revelación atente al honor o a la intimidad personal y familiar de las de sus clientes...”. El mismo epígrafe añade que los profesionales no podrán invocar el secreto profesional.

— La segunda acotación deriva del artículo 140.1.d), referido a la competencia de la Administración Tributaria para solicitar informaciones “que directa o indirectamente conduzcan a la aplicación de los tributos”.

Sin embargo la interpretación que finalmente se da a los términos utilizados en ambos preceptos no deja de ser un peligroso salto en el razonamiento que, una vez más, se ubica en una consideración a favor de la mayor limitación del secreto profesional de los auditores.

Lo anterior es así porque a partir de dichos preceptos el tribunal considera que la información puede solicitarse en cuanto sirva o tenga eficacia en la aplicación de los tributos y se considera que la trascendencia tributaria hay que apreciarla en términos generales —por no decir ilimitadamente— “pues la norma no se refiere a la comprobación e investigación de una determinada relación tributaria, sino que busca recabar información, tanto de particulares como de organismos, para cuanto conduzca a la aplicación de los tributos”. De tal forma que “siempre que la información solicitada se encamine a la aplicación efectiva de los tributos debe ser prestada aunque su utilidad pueda ser potencial, indirecta o hipotética”.

De esta forma pues se está afirmando que la Administración Tributaria puede comprobar cualquier información, sea de la naturaleza que fuere —¿in-

cluso la que afecte al honor o a la intimidad de las personas?— cuando pueda conducir a la aplicación de tributos. No obstante esta afirmación sin matices, el Tribunal afirma que en el caso de autos ninguno de los datos a que se refiere el requerimiento de información se sale del ámbito de lo estrictamente patrimonial.

El único límite a la desmedida anterior que acoge esta interpretación es el principio de proporcionalidad, al afirmarse —como lo hizo otra Sentencia del Tribunal de 24 de julio de 1999— que están proscritas las injerencias arbitrarias o desproporcionadas en el derecho a la intimidad de las personas, en la exigencia del deber de información y colaboración tributaria.

Pero si indeterminado es el concepto de trascendencia tributaria, aún lo son más los que utiliza el Tribunal al referirse a estos otros conceptos jurídicos de injerencia arbitraria o desproporcionada.

2. El deber de colaboración

Se refiere también el Tribunal al deber de colaboración previsto en el artículo 113 de la Ley General Tributaria y al deber de confidencialidad de los mismos por parte de la requirente que ha de otorgarles un carácter reservado y sólo podrán ser utilizados para la efectiva aplicación de los tributos.

El argumento de los recurrentes, en cuanto a que queda exceptuado del deber de colaboración del auditor en el supuesto en que se requieran datos que éste pueda conocer confidencialmente por razón de la prestación de servicios profesionales de asesoramiento o defensa —art. 111.5 LGT—, se rebate por el Tribunal sin entrar en el fondo de la cuestión, con la simple afirmación de que los datos requeridos en el supuesto de autos no afectan a la intimidad, al tener alcance meramente patrimonial.

Tampoco es óbice para prestar esa información y colaborar con la Administración Tributaria —señala el Tribunal— la obligación del auditor de respetar y dar cumplimiento a las posibles cláusulas de limitación que a este respecto haya podido acordar con el cliente porque estas limitaciones nunca son oponibles a quien esté autorizado por un juez o por la ley para solicitar dicha información. A este respecto parece claro —y en este punto es posible coincidir con el Tribunal— que el artículo 43 del Reglamento de Auditoría —RD 1636/1990, de 20 de diciembre— indica que, sin perjuicio de este contrato —que limite el uso que el auditor pueda hacer de la información del cliente— éste deberá prestarla si se le requiere por quien esté autorizado para ello.

Sobre las anteriores bases el Tribunal considera realizado “el ensamblaje entre la existencia del secreto profesional, reconocido y garantizado por la Ley, y el deber de colaboración tributaria”.

3. El argumento del libre acceso a la documentación pública para negarse a prestar información privada del cliente

La recurrente finalmente arguye que la inspección debe obtener sus datos de las cuentas anuales y los documentos complementarios depositados anualmente en el Registro Mercantil. Esto constituye un claro *desideratum* más que una realidad normativa, ya que, en ningún caso, ni la Ley General Tributaria ni la propia Ley o Reglamento de Auditoría concretan el acceso exclusivamente a la documentación pública. Estamos de acuerdo pues en considerar con el Tribunal que esta consideración de la recurrente no tiene fundamento legal alguno y no puede prevalecer frente a la claridad de los artículos de la Ley General Tributaria.

IV. CONCLUSIONES

Si como a juicio de los recurrentes en el recurso que dio lugar a la Sentencia del Tribunal Constitucional 386/1993 la Ley estuviera equiparando al auditor de cuentas con un ejerciente de funciones públicas —naturaleza cercana a la de un profesional oficial— sería más razonable que la vinculación de servicio que existiera en ese caso entre la Administración Tributaria y el auditor anulara el principio de secreto profesional como prácticamente lo hace la Sentencia comentada de 7 de junio de 2003 del Tribunal Supremo.

Pero situado el auditor de cuentas en un contexto no ya de profesional oficial sino de profesional ordinario que se retribuye de su cliente, la reducción del secreto profesional a los extremos que se lleva tiene muy difícil justificación.

Es evidente que la tendencia jurisprudencial se ha dirigido definitivamente a habilitar a la Administración de los recursos que sean precisos para estar en condiciones de hacer efectivo el fin que persigue: conocer la situación económico-financiera de la empresa sometida a auditoría de cuentas, sancionando, en su caso, los incumplimientos de las obligaciones que correspondan a las propias empresas y, por supuesto, a los profesionales a los que impone deberes de colaboración y de entrega de documentación de forma desmedida.

Ya lo apuntó la Sentencia del Tribunal Constitucional de 26 de abril de 1990, que se decantó por considerar que los documentos contables son elementos acreditativos de la situación económica y financiera del contribuyente; situación que es preciso exhibir para hacer posible el cumplimiento de la obligación tributaria y su posterior inspección, sin que pueda considerarse que dicha aportación sea una obligación equiparable a la “declaración” comprendida en el ámbito de los derechos proclamados en los artículos 17.3 y 24.2 de la Constitución.

Esta realidad jurisprudencial se ha impuesto pues, no sólo respecto al cliente sino también respecto a los profesionales de la auditoría de cuentas. También en su día, la Resolución del Tribunal Económico Administrativo Central (Sala Primera, Vocalía Primera), de 5 de octubre de 1994, apuntó al hecho de que, siendo de naturaleza pública los informes, el deber de secreto del auditor afecta sólo a aquellos datos conocidos por el profesional, que no vuelque o incorpore al informe, “ya que los que consten en él, destinados a conocerse por terceros en la forma legalmente prevista, no pueden considerarse confidenciales”. En este sentido, y aunque la Ley establece los cauces para hacer públicos los informes de auditoría en determinados casos, la información que contiene el informe se considera por esta Resolución que tiene una vocación de publicidad en todo caso.

Pero es que además, y a pesar de que el depósito de cuentas es el cauce legal que se establece para dar publicidad a las cuentas anuales e informes de auditoría de las entidades que revistan una determinada forma jurídica (Sociedades de capital, Sociedades de Garantía Recíproca, Sucursales de entidades extranjeras, etc.), en dicha Resolución —como en la Sentencia aquí comentada— se hace prevalecer el interés de la obtención de una determinada información a los efectos tributarios, sobre la efectiva publicidad de los mismos a través de los cauces legales específicos para ello, pues ni todos los informes realizados por los auditores son obligatorios y, por tanto, son de obligado depósito, ni siquiera, siendo obligatorios, de hecho, se depositan, por lo que, no utilizándose el cauce legal previsto para dar publicidad a esa información por quienes están obligados a ello, la misma en la práctica puede quedar en el ámbito exclusivo de la relación contractual que vincula a la empresa auditada con el auditor, con independencia de que, no llevando a cabo el depósito que sea obligatorio, se apliquen las correspondientes sanciones administrativas previstas en las normas.

Por tanto, el contenido, tanto del derecho-deber de secreto del profesional de la auditoría de cuentas, como el que constituye el derecho de acceso de las Administraciones Públicas autorizadas, es la información no pública del cliente que el auditor de cuentas conoce por el ejercicio de su actividad y, precisamente sobre esta información, es sobre la que se ha matizado jurisprudencialmente el principio de secreto profesional del auditor de cuentas, dejándose fuera la información que ya, por su propia naturaleza, es pública o puede serlo.

NOTICIAS

1. LEY DE MODIFICACIÓN Y ADAPTACIÓN A LA NORMATIVA COMUNITARIA DE LA LEGISLACIÓN DE SEGUROS PRIVADOS

Con fecha 5 de noviembre de 2003 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la *Ley 34/2003, de 4 de noviembre, de modificación y adaptación a la normativa comunitaria de la legislación de seguros privados*. La publicación de esta norma se debe a la necesidad de incorporar al Ordenamiento jurídico español varias Directivas comunitarias aprobadas en el ámbito del sector seguros.

El conjunto de novedades que introduce esta Ley se estructura en torno a cuatro bloques que se corresponden con los cuatro artículos que integran la Ley, junto con las disposiciones adicionales, transitorias, derogatoria y finales.

En el primero de los artículos de la Ley 34/2003 se introducen por un lado la Directiva 2001/17/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros —DOCE L 110, de 20-4-2001—; y por otro la Directiva 2002/13/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de marzo de 2002, que modifica la Directiva 79/239/CEE en lo que respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros distintos del seguro de vida —DOCE L 77 de 20-3-2002—, y la Directiva 2002/83/CE, que refunde la normativa comunitaria sobre el seguro de vida, incluida la Directiva 2002/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 79/267/CEE del Consejo en lo que respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros de vida —DOCE L 345, de 19-12-2002—.

Por lo que se refiere a la incorporación a nuestro derecho de la Directiva 2001/17/CE, cabe señalar que se ha producido con una tramitación tardía —debería haberse realizado antes del 20 de abril del 2003—, a la par que muy rápida, lo cual en algunos casos ha llevado a que se incorporasen normas comunitarias de forma poco meditada. Este retraso en la incorporación de esta Directiva ha llevado a la Comisión Europea a apereibir a España y a otros 9 países (Bélgica, Francia, Finlandia, Alemania, Grecia, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia y Reino Unido), enviando peticiones formales en las que les pide que realicen la transposición al derecho nacional de la Directiva. Estas peticiones, emitidas como “dictámenes motivados”, suponen la segunda etapa del procedimiento de infracción de conformidad con el art. 226 del Tratado CEE.

Debido a las dificultades para armonizar la normativa relativa a las medidas de saneamiento y al procedimiento de liquidación de entidades asegurado-

ras de los distintos Estados miembros —que han quedado expresamente excluidos del Reglamento (CE) n.º 1346/2000, sobre procedimientos de insolvencia—, con la Directiva 2001/17/CE se persigue un objetivo limitado, centrado simplemente en establecer un sistema de reconocimiento mutuo de las medidas de saneamiento y del procedimiento que cada uno de los Estados miembros adopten para restaurar la viabilidad de las entidades que hayan autorizado o liquidar aquellas en que esto ya no sea posible. Sobre la base de este reconocimiento, las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen serán las únicas facultadas para decidir sobre la aplicación de medidas de saneamiento y procedimiento de liquidación a una entidad de seguros. Dicho reconocimiento mutuo se aplica en la Directiva a través de los principios de unidad, universalidad, coordinación, publicidad, trato equivalente y protección de los acreedores de seguros. De este modo, se mantiene la coherencia con el principio de control en el país de origen que constituye la base de las directivas sobre seguros de la UE. Sin embargo, sí se trata a través de la Directiva de fijar algunos contenidos mínimos que la legislación de cada Estado miembro ha de recoger.

Con este fin se modifican diversos preceptos de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los seguros privados (en adelante LOSSP). Así el reconocimiento mutuo y la colaboración entre los distintos Estados miembros, tanto de las medidas de saneamiento como de los procedimientos de liquidación se introduce, con carácter general, a través de dos nuevos apartados —4 y 5— en el art. 80, donde no sólo se definen —siguiendo la Directiva— las medidas de saneamiento y los procedimientos de liquidación, sino que también se recogen las excepciones a la regla general de sujeción a la legislación del Estado miembro de origen.

Además, el reconocimiento mutuo entre los distintos Estados miembros se recoge por lo que se refiere a los procedimientos de liquidación en la nueva redacción dada por la Ley 34/2003 al apartado 6 del art. 27, así como la publicidad que ha de darse en nuestro caso a la resolución administrativa correspondiente o al acuerdo en el que traiga causa la liquidación. Además, los liquidadores podrán desarrollar su actuación en el territorio de todos los Estados miembros de la UE, con las mismas funciones y poderes que en España. El art. 27.3.c) recoge la obligación de información a los acreedores conocidos, a efectos de que éstos accedan a la convocatoria para la presentación de créditos y de observaciones sobre los créditos. Se introduce también un nuevo art. 28 bis que regula la información que ha de proporcionarse tanto a las autoridades supervisoras como a los acreedores de los restantes Estados miembros en los supuestos de procedimientos concursales de entidades aseguradoras, así como la publicidad de la que han de ser objeto.

A efectos de extender la eficacia de las medidas de saneamiento a toda la UE, la Ley 34/2003 modifica el art. 39 LOSSP, que contiene las medidas de

control especial. En concreto, se incorpora un nuevo apartado 9 al art. 39, así como la letra f) al apartado 4 de dicho artículo, a través de los cuales se extiende a todos los países de la UE la eficacia tanto de las medidas de control especial como de cualquier actividad de los administradores provisionales, y se les permite que realicen ellos las actuaciones que estimen convenientes, con las mismas funciones y poderes que en el Estado de origen —en nuestro caso España—. También se modifica la letra a) de este apartado 4 del art. 39 LOSSP a efectos de introducir los deberes de información y de publicidad de la resolución administrativa por la que se designe la persona o personas que hayan de actuar como administradores provisionales. Asimismo ha de ser objeto de publicación, además de en el BOE, en el DOCE la medida consistente en prohibir la prórroga de los contratos de seguro celebrados por la aseguradora en todos o algunos de los ramos para salvaguardar los intereses de los asegurados [art. 39.2.d) LOSSP].

Especial atención merece el tratamiento que se da a una de las medidas que se pretende unificar: la relativa a la garantía de los créditos de los asegurados. Se trata de proteger a los asegurados, tomadores de seguros, beneficiarios, o terceros perjudicados con derecho de acción directa contra la entidad aseguradora, por obligaciones que se deriven de contratos u operaciones de seguro. Con este fin, los Estados miembros deben garantizar un trato especial a los acreedores de seguros conforme a uno de los dos métodos previstos en la Directiva, o bien a ambos a la vez, para lo que se fija un sistema de prelación de créditos. Además, del principio de aplicación de la legislación del Estado miembro de origen se exceptúan determinados créditos cuya preferencia viene fijada expresamente en la Directiva. Para introducir estos aspectos de la Directiva la Ley 34/2003 ha optado por añadir un nuevo apartado 4 al art. 28 LOSSP, relativo a las *acciones frente a entidades aseguradoras sometidas a procesos concursales o en liquidación*. Después de varias enmiendas este nuevo apartado dispone que los créditos de los asegurados, beneficiarios y terceros perjudicados a que se refiere el artículo 73 de la Ley 50/1980, de 8 de noviembre, de Contrato de Seguro (en adelante LCS), gozarán de prioridad absoluta sobre todos los demás créditos contra la entidad aseguradora respecto de los activos que, representando las provisiones técnicas, se encuentren incorporadas al registro especial a que se refiere el artículo 16 bis LOSSP. Es de destacar que si bien en el Proyecto de esta Ley se proponía, de acuerdo con la Directiva comunitaria, la creación de un registro especial para que en él consten los activos que cubran las provisiones técnicas (artículo 10.3 de la Directiva 2001/17/CE), la redacción definitiva de este precepto omite, creemos que por error, tal referencia, pues en la redacción del art. 28.4 se sigue haciendo referencia, como acabamos de poner de manifiesto, al registro especial del art. 16 bis.

Aunque con una redacción poco afortunada este nuevo apartado del art. 28 LOSSP parece otorgar prioridad a los créditos de los asegurados beneficiarios y

terceros perjudicados sobre provisiones técnicas —aunque sólo se refiere a un tipo de éstas, en concreto a las reguladas en el art. 16 bis—, y en este sector la prioridad es absoluta, quedando el resto de los créditos que no gocen de esta prioridad sometidos al sistema de prelación de la nueva Ley 22/2002, de 9 de julio, Concursal. Además se establece que esta norma resulta de aplicación subsidiaria en todo lo no regulado en la LOSSP. Por otro lado, también se aclara que los bienes sobre los que se haya adoptado la medida de control especial del art. 39.2.a) LOSSP, de prohibición de disponer, quedan afectos a satisfacer los créditos preferentes de asegurados, beneficiarios y terceros perjudicados, aunque tal medida no haya sido objeto de inscripción registral. Esta preferencia será también aplicable a los créditos de quienes hayan celebrado con las entidades aseguradoras contratos afectos a lo dispuesto en el art. 5.2 (relativo a contratos nulos celebrados con entidades sin autorización, o que haya sido revocada, o se exceda en los límites de la misma) y en el art. 39.7 (relativo al incumplimiento de las medidas de control especial).

En consonancia con lo que se propone respecto del artículo 28.4, y con el artículo 12 de la Directiva 2001/17/CE, los créditos preferentes sobre los de los asegurados, beneficiarios y terceros perjudicados —esto es, los créditos a favor de los trabajadores de la entidad, la Hacienda Pública y la Seguridad Social— que estén consignados en la contabilidad de la entidad aseguradora y sean por tanto líquidos, exigibles y vencidos, deben estar cubiertos por activos aptos para cobertura de las provisiones técnicas (art. 16 bis LOSSP).

Por otro lado, en este primer artículo de la Ley 34/2003 se modifican e introducen preceptos nuevos en la LOSSP para incorporar las medidas de actualización del margen de solvencia, denominadas por la Comisión Europea como “*paquete de Solvencia I*”. En este sentido, y con el fin de conseguir una mejora cuantitativa del margen de solvencia, se modifican el art. 18 y el art. 67.2.b) de la LOSSP aumentando las cuantías del fondo de garantía, así como instaurando un sistema de actualización periódica y automática de los umbrales de primas y siniestros. Se fija para alcanzar las nuevas cuantías un período transitorio que se extiende hasta el 31 de diciembre de 2006.

Se trata también de reforzar las facultades de supervisión de las autoridades de control, modificando para ello las medidas de control preventivo a adoptar para garantizar la solvencia futura de las entidades aseguradoras que presenten dificultades. En este contexto se puede situar la incorporación del artículo 39 bis LOSSP, que con el fin de introducir las Directivas de Solvencia —en concreto, los artículos 20 bis y 24 bis de las Directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE, respectivamente—, ha optado, en lugar de por modificar el art. 39 LOSSP, por introducir un nuevo precepto que contempla una especie de medida de control especial, destinada a garantizar la solvencia futura de las entidades aseguradoras. Este precepto atribuye a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante DGS) la facultad de adoptar una serie de medidas

(plan de recuperación financiera, margen de solvencia superior al normal, etc.) cuando concurren circunstancias, deducidas de comprobaciones efectuadas por la Administración, que puedan poner en peligro la solvencia futura de la entidad o puedan suponer una amenaza para los intereses de los asegurados o el cumplimiento futuro de las obligaciones contraídas, como consecuencia de una inadecuada selección de riesgos, la aplicación de tarifas de primas insuficientes, la existencia de desviaciones significativas de la siniestralidad, la inadecuación de la política de reaseguro o de cualquier otra causa que pueda generar en el futuro una situación grave de desequilibrio o de debilidad financiera.

De todos modos, no debemos olvidar que una gran parte de las modificaciones que permitirán incorporar el contenido de las Directivas de solvencia han de realizarse vía reglamentaria, pues se requiere entre otras cuestiones la modificación y agrupación de las partidas aptas para la cobertura del margen de solvencia y del fondo de garantía.

Por otro lado, y de cara al futuro, se están realizando los trabajos de “*Solvencia II*” de la Comisión Europea, que pretenden llevar a cabo una revisión general de la solvencia de las entidades aseguradoras. Estos trabajos se proyectan como una revisión fundamental de los métodos de análisis de la posición financiera global de las empresas de seguros y exigirán, sin duda, un replanteamiento sustancial de las legislaciones nacionales, de las labores de supervisión administrativa y de la actividad de las aseguradoras.

Por último, entre las modificaciones que se realizan a través de este art. 1 de la Ley 34/2003, podemos destacar la relativa al establecimiento de sucursales, o la necesidad de proporcionar información al tomador del seguro; por ejemplo antes de celebrar el contrato de seguro ha de informarse acerca del Estado miembro y de la autoridad a quienes corresponde el control de la actividad aseguradora, información que ha de constar en póliza.

En el artículo segundo de la Ley 34/2003 se procede a la modificación de la LCS, para introducir la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores —DOCE L 271, de 9-10-2002—. Se introducen en la LCS a través de varias disposiciones adicionales y también en la LOSSP —art. 60.5 LOSSP— conceptos de técnica de la contratación a distancia —soporte duradero, técnica de comunicación a distancia—, así como el derecho de resolución unilateral para los contratos de seguros [arts. 6 bis y 83.a) LCS]. Se aprovecha asimismo la modificación que se realiza en el art. 1.º de la Ley 34/2003 del art. 60 LOSSP, para introducir el deber de informar al tomador sobre su derecho de rescisión del contrato a que se refiere la LCS a través de la nueva redacción que se ha dado a los arts. 6 bis y 83.a) LCS, así como acerca del procedimiento que se va a seguir para la celebración del contrato y demás extremos que reglamentariamente se establezcan. En todo

caso, la nueva redacción del art. 60 LOSSP introduce una nueva obligación de información para aquellos contratos de seguros de vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, es decir, los denominados seguros *Unit-Linked*. En este tipo de seguros las aseguradoras que los distribuyan deben informar al tomador de forma clara y precisa con carácter previo a la celebración del contrato de que *el importe a percibir depende de fluctuaciones en los mercados financieros, ajenos al control del asegurador y cuyos resultados históricos no son indicadores de los resultados futuros*.

En el art. 3 de la Ley 34/2003 se incluyen tres modificaciones de la Ley sobre Responsabilidad Civil y Seguro en la Circulación de Vehículos a Motor, texto refundido aprobado por el Decreto 632/1968 de 21 de marzo. En efecto, en primer lugar, se produce la adaptación del régimen sancionador por incumplimiento de la obligación de asegurarse. En segundo lugar se otorga garantía indemnizatoria, a través del Consorcio de Compensación de Seguros (en adelante CCS), al perjudicado residente en España con independencia del Estado de estacionamiento habitual del vehículo que circulando sin seguro causa accidente. Y por último, después de varias enmiendas y de opiniones contradictorias sobre su alcance, se modifica el baremo de indemnización de daños personales y la valoración de secuelas de accidentes de circulación. En relación con el baremo cabe destacar que se incorporan y sistematizan las secuelas de tipo psicológico y psiquiátrico que no estaban desarrolladas en la anterior tabla. Además se ajustan las valoraciones técnicas-médicas de algunas secuelas en función de su levedad o gravedad y de los avances médicos y quirúrgicos para su restauración y de su carácter permanente o temporal. Por otro lado, se mejora la coordinación entre el daño físico o perjuicio fisiológico y el perjuicio estético para que su consideración y valoración sean independientes, pues puede ocurrir que un pequeño daño físico tenga una gran repercusión estética. También se introducen algunas correcciones de errores detectados en la anterior tabla que valoraba secuelas más graves con una menor puntuación técnica que otras más leves. Se introducen nuevas secuelas y supuestos no contemplados en la tabla anterior.

El último de los artículos de la Ley 34/2003 —el 4.º— modifica el Estatuto Legal del CCS, ampliando la cobertura del Consorcio a los daños personales por riesgos extraordinarios acaecidos en el extranjero, cuando el tomador de la póliza resida habitualmente en España.

En las disposiciones adicionales se adapta la normativa de tasas. En concreto se modifica la Tasa por expedición del Diploma de Mediador de Seguros Titulado y se recoge la posibilidad introducida por la Ley 44/2002, de 20 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de fraccionar los recargos a favor del Consorcio destinados a financiar la liquidación de entidades aseguradoras.

Las disposiciones transitorias hacen referencia a la adaptación en el tiempo a las modificaciones introducidas en la LOSSP, en materia de medidas de saneamiento y liquidación de entidades aseguradoras, a las nuevas cuantías del fondo de garantía de las entidades aseguradoras y al régimen transitorio de la contraprestación por la valoración de inmuebles de entidades aseguradoras por los servicios de la DGS.

Por último, cabe señalar que el texto publicado incorpora en las disposiciones finales una delegación legislativa al Gobierno para la aprobación de los textos refundidos de la Ley sobre Responsabilidad Civil y Seguro en la Circulación de Vehículos a Motor y del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, y la ampliación del plazo para la elaboración del Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados previsto en la disposición final cuarta de la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Asimismo se habilita al Gobierno para el desarrollo reglamentario.

M.^a Rocío Quintáns Eiras

2. LA DIRECTIVA 2003/125/CE 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.^a 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 profesionalmente 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* n.º 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 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”.

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 responsabili-

dad, 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 citado, p. 328 y ss., e, *in extenso*, el trabajo de FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, en SÁNCHEZ CALERO, F. 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 J. Tapia Hermida

3. ORDEN ECO/3722/2003, DE 26 DE DICIEMBRE, SOBRE EL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y OTROS INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS Y OTRAS ENTIDADES

El pasado 26 de diciembre el Ministerio de Economía aprobó la Orden 3722/2003 (BOE de 8 de enero), sobre el Informe anual de Gobierno corporativo y otros instrumentos de información. Esta Orden desarrolla y completa las disposiciones contenidas en los artículos 116 y 117 de la LMV, introducidos por la Ley 26/2003 de 17 de julio, relativos a la obligación de las sociedades anónimas cotizadas de hacer público un Informe de Gobierno corporativo y de cumplir con las obligaciones de información recogidas en la LSA por cualquier medio técnico, informático o telemático, respectivamente.

En relación con la primera de estas obligaciones, la elaboración de un Informe anual de Gobierno corporativo, la Orden se limita a concretar el contenido mínimo del Informe, que deberá referirse a los siguientes extremos:

a) Estructura de la propiedad de la sociedad. En particular, en este apartado debe hacerse referencia a la identidad de los accionistas que cuenten con participaciones significativas, directas, indirectas o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas. A los efectos de la Orden, una participación significativa

es aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5% del capital o de los derechos de voto de la entidad o aquellas que, sin llegar al porcentaje señalado, permitan ejercer una influencia notable en la sociedad. En segundo lugar, debe incluirse información relativa a las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan entre los titulares de las participaciones significativas y la sociedad, o entre los titulares de participaciones significativas entre sí y a las participaciones accionariales de que sean titulares los miembros del Consejo de administración en la sociedad cotizada, tanto de forma agregada como individualizada. En tercer término, deberá especificarse el porcentaje de autocartera de la sociedad al cierre del último ejercicio, así como las variaciones significativas que se hayan producido. Por último, el Informe deberá indicar la existencia y el contenido de los pactos parasociales comunicados a la propia sociedad y a la CNMV y, en su caso, depositados en el Registro mercantil, con especificación de la identidad de los accionistas vinculados por el pacto y su contenido.

b) Estructura de la administración de la sociedad. En esta parte debe contenerse información relativa a la composición del Consejo de administración (número, identidad de sus miembros y condición de acuerdo con lo establecido en el Reglamento del Consejo de administración de la sociedad) y determinarse cuáles son consejeros ejecutivos o no y, dentro de los consejeros no ejecutivos, señalarse los miembros que tengan la condición de consejeros dominicales o de consejeros independientes. En particular, deberá indicarse aquellos que hayan sido nombrados en representación de los titulares de participaciones significativas o cuyo nombramiento haya sido promovido por los titulares de participaciones significativas, o vinculados a accionistas con participaciones significativas. Asimismo, se hará referencia a la existencia del Reglamento del Consejo, a las reglas que rigen su organización y funcionamiento y se indicará su estructura (con especial referencia a la existencia de Comisiones en su seno) y los procedimientos de selección, nombramiento y remoción de consejeros. Finalmente, deberá hacerse mención de la remuneración global del Consejo de administración por todos los conceptos.

c) Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo. Este apartado se desglosará de la siguiente manera: operaciones realizadas con los accionistas significativos de la sociedad, sus administradores y directivos o grupo de sociedades del que la sociedad forme parte y operaciones significativas realizadas con otras sociedades pertenecientes al mismo grupo. A los efectos de la Orden, una operación intragrupo es aquella operación que relaciona directa o indirectamente a una sociedad con otras del mismo grupo, entendido éste de conformidad con lo establecido en el artículo 4 de la LMV, para el cumplimiento de una obligación, sea o no contractual, y tenga o no por objeto un pago.

d) Sistemas de control del riesgo relacionados con las actividades desarrolladas por la sociedad.

e) Funcionamiento de la Junta General y desarrollo de sus sesiones. En especial, se hará mención de la existencia y contenido del Reglamento de la Junta general, los derechos de los accionistas en relación con los acuerdos adoptados, los datos de asistencia y la relación de los acuerdos adoptados por la Junta General durante el ejercicio.

f) Grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno sobre la base del principio “cumplir o explicar”. Se habilita a la CNMV a elaborar un documento único sobre Gobierno corporativo con las recomendaciones existentes que sirva 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.

El Informe anual de Gobierno corporativo deberá ser objeto de publicación por la sociedad anónima cotizada como hecho relevante y ponerse a disposición de los accionistas para atender el ejercicio del derecho de información establecido en los artículos 112 de la LSA y 117 de la LMV. A este respecto, se faculta a la CNMV a comprobar que el Informe contiene la información necesaria y que se ajusta a lo dispuesto en la normativa al respecto.

Por otro lado, la Orden extiende esta obligación a aquellas entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales de valores, con excepción de las Cajas de Ahorros, y faculta a la CNMV para realizar las adaptaciones precisas al contenido y estructura del mismo.

En segundo lugar, y en cuanto a los instrumentos de información, la Ley 26/2003 de 17 de julio establece que las sociedades cotizadas deben cumplir las obligaciones de información establecidas en la LSA por cualquier medio técnico, informático, o telemático, sin perjuicio del derecho de los accionistas a solicitar la información en forma impresa. En este sentido, las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página web para atender el ejercicio de información por parte de los accionistas y para difundir la información relevante. Con carácter general, la información que debe incluirse en la página web de la sociedad será la siguiente: (i) los estatutos sociales; (ii) el Reglamento de la Junta general; (iii) el Reglamento del Consejo de administración y en su caso de las Comisiones del mismo; (iv) la memoria anual y el Reglamento interno de conducta; (v) los informes de Gobierno corporativo; (vi) los documentos relativos a las Juntas generales ordinarias y extraordinarias con información relevante que puedan precisar los accionistas para emitir su voto y sobre su desarrollo y acuerdos adoptados; (vii) los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas; (viii) los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta general conforme a las especificaciones que establezca la CNMV; (ix) los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia, de conformidad con las normas que desarrollen ese sistema, incluidos en su caso los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por

medios telemáticos en las Juntas Generales, y (x) los hechos relevantes, de acuerdo con lo dispuesto en esta Orden Ministerial. El mantenimiento de la información actualizada de la página web de la sociedad y la coordinación de su contenido con lo que resulte de los documentos depositados e inscritos en los correspondientes Registros públicos es responsabilidad de los administradores.

El conjunto de disposiciones de la Orden es de carácter vinculante y tiene condición de mínimos, siendo de obligado cumplimiento por las entidades a que se refiere en cuanto sujetas a los deberes de transparencia en la transmisión al mercado, inversores y accionistas de la información sobre las prácticas de gobierno. Estas entidades deberán adaptarse a las previsiones contenidas en la Orden en el plazo de un mes desde su entrada en vigor. Se trata, no obstante, de un plazo que resulta de aplicación a los diversos mecanismos de información que deben tener las sociedades cotizadas, no así a la elaboración del Informe anual de Gobierno corporativo que, según la Disposición transitoria segunda de la Ley 26/2003, de 17 de julio, se debe elaborar por primera vez en relación al ejercicio económico de 2004.

Blanca Puyol Martínez-Ferrando

4. DESARROLLOS JURISPRUDENCIALES RECIENTES EN LOS EE.UU. SOBRE EL ALCANCE DE LA RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN RELACIÓN CON LA RETRIBUCIÓN E INDEMNIZACIÓN DE SUS INTEGRANTES Y DE ALTOS DIRECTIVOS DE LA COMPAÑÍA

1. Introducción

Dos recientes sentencias, una, de la Delaware Court of Chancery (*In re Walt Disney Company Derivative Litigation*, 825 A 2d. 275, 28.5.2003) y, otra, del Tribunal del Distrito Sur de Nueva York (*Trace v. Cogan*, 294 B.R. 449, S.D.N.Y. 8.5.2003), ambos considerados en buena medida como los foros más representativos en materia de Derecho de Sociedades en los EE.UU., han venido a perfilar determinados aspectos del deber de diligencia del Consejo de Administración, reforzándose en ambas los estándares exigibles a la hora de fijar tanto las retribuciones como las indemnizaciones de administradores y directivos. Con las citadas sentencias se abre una interesante línea jurisprudencial tendente a limitar la “business judgement rule” en el contexto de “fichajes” y “despidos” multimillonarios, que cobra especial actualidad en España por el debate que viene produciéndose en torno a esta cuestión.

2. El caso Disney

El caso Disney se originó en la contratación de Michael Ovitz como Presidente de la compañía en octubre de 1995 y su posterior salida negociada, apenas un año después y tras una gestión considerada como calamitosa, con el pago de una indemnización superior a los 140 millones de dólares.

Un grupo de accionistas entabló una acción social de responsabilidad (*derivative action*) en nombre de la propia compañía contra la totalidad de los integrantes del Consejo de Administración, argumentando que habían infringido sus deberes fiduciarios de diligencia tanto en la contratación del Sr. Ovitz como en su posterior despido, reclamando por ello el reintegro pleno de las cantidades que le fueron satisfechas.

El Consejo de Administración contestó a la demanda argumentando que las actuaciones objeto de la demanda entraban dentro de la discrecionalidad que les proporcionaba la “business judgement rule” en materias puramente relacionadas con la gestión, como era ésta.

2.1. Hechos

A) *El proceso de contratación de Ovitz*

Michael Eisner es el Consejero Delegado (CEO) de The Walt Disney Company (“Disney”). En 1994, el principal colaborador de Eisner en Disney falleció en accidente y otros dos altos ejecutivos abandonaron la compañía por diferencias con el estilo de gestión de Eisner, lo que motivó que este iniciara la búsqueda de un Presidente del Consejo.

Michael Ovitz había sido amigo personal de Eisner desde hacía 25 años y, en el plano profesional, tenía una pequeña empresa de selección de ejecutivos; nunca ocupó con anterioridad puesto alguno de administración o dirección en una sociedad cotizada.

El Comité de Retribuciones se reunió apenas una hora para tratar acerca de la contratación de Ovitz. No se facilitó a dicho Comité una copia del borrador de contrato con Ovitz sino un folio a modo de resumen; también se omitieron detalles sobre las opciones de compra de acciones que recibiría Ovitz ya que, aunque constaba el número total, no así el precio de ejercicio de las mismas; por último, no se hizo estudio alguno del coste que tendría para la compañía la vigencia del contrato o su resolución, ni se le facilitaron unos informes preliminares realizados por una firma especializada en contratación de ejecutivos que ponía de manifiesto que tanto el “signing bonus” como el plan de opciones eran desmesurados. Pese a ello, el Comité aprobó la contratación de Ovitz.

En cuanto al Consejo de Administración, el acta de la sesión refleja que no se hizo presentación pormenorizada alguna, que no se presentaron copias de los

contratos, ni se formularon preguntas de ningún tipo. Los vocales que integraban el Comité de Retribuciones no formularon recomendación de ningún tipo. Con todo ello, el Consejo aprobó el nombramiento de Ovitz como Presidente y facultó a Eisner, en los más amplios términos, a que negociara los detalles finales de la contratación.

Aunque M. Ovitz comenzó a prestar sus servicios el 1 de octubre de 1995, las negociaciones sobre su contrato y sus opciones continuaron hasta diciembre de ese mismo año. Tanto el Comité de Retribuciones como el propio Consejo de Administración fueron informados de la evolución de las negociaciones mediante el sistema de hoja resumen. La versión final del contrato, firmada personalmente por Ovitz y Eisner, fue recogiendo modificaciones importantes respecto de los resúmenes que se proporcionaron al Consejo de Administración. En cuanto al plan de opciones, como quiera que el contrato se antedató al 1 de octubre aunque se firmó en diciembre, no se modificó sin embargo el precio de ejercicio por el cual, a raíz de la evolución alcista de la cotización de Disney en ese período, Ovitz recibió opciones por 3 millones de acciones que ya estaban “en el dinero” (*in the money*).

Por último, las negociaciones experimentaron también una notable evolución en una cuestión importante: la indemnización a Ovitz en caso de resolución anticipada del contrato. En los borradores de contratos (o notas-resumen) facilitadas al Comité de Retribuciones se acordaba indemnizar a Ovitz en los casos de resolución unilateral sin causa por Disney (*no fault termination*), fallecimiento o invalidez permanente; en cambio, en la versión definitiva, se le garantizaba una cuantiosa indemnización incluso aunque Ovitz fuera despedido por “negligencia”, quedando únicamente excluidos el dolo y la culpa grave.

B) *El rendimiento de Ovitz durante su etapa como presidente de Disney*

Muy rápidamente, se puso de manifiesto la incapacidad de M. Ovitz para poder desempeñar eficazmente sus nuevas responsabilidades.

A ello, se añadía que tenía unos gastos de representación exorbitantes, un estilo de gestión autoritario y serias limitaciones en su formación técnica. Un año después, tanto Eisner como Ovitz estaban ya de acuerdo que debía extinguirse la relación contractual ante el evidente fracaso en el ejercicio de las funciones que le habían sido encomendadas.

C) *Las negociaciones encaminadas a la resolución del contrato*

Tanto Ovitz como Eisner deseaban resolver la situación de forma amistosa protegiendo simultáneamente su reputación e imagen. Por ello, negociaron una extinción del contrato por “mutuo disenso” que permitió a Ovitz cobrar todas las indemnizaciones pactadas, así como ejercitar sus opciones de compra.

La noticia del acuerdo se hizo pública el 12 de diciembre de 1996, sin que exista constancia alguna de que el Consejo de Administración fuera consultado sobre el contenido del acuerdo, ni que se hubieran evaluado otras opciones menos costosas pero jurídicamente viables para extinguir la relación contractual del Sr. Ovitz. Ninguno de los vocales que integraban el Consejo de Administración de Disney expresó nunca su interés o deseo de conocer los términos del acuerdo por el que se resolvía la relación con el Sr. Ovitz.

2.2. Análisis Jurídico

La sentencia de la Court of Chancery de Delaware ha supuesto un duro varapalo para el Consejo de Administración de Disney y sus prácticas de buen gobierno, tal y como veremos a continuación.

El primero de los aspectos que merece ser destacado es la trascendencia que da la sentencia a que el Consejo de Administración adopte y aplique un proceso de aprobación de estas contrataciones que permita garantizar en todo momento un conocimiento adecuado de sus aspectos más relevantes. En este sentido, la sentencia destaca la escasa atención e interés prestados por el Consejo a los aspectos más relevantes del contrato, así como la excesiva delegación de los mismos en el Sr. Eisner, hasta el punto de que la versión final de la documentación contractual nunca fue objeto de análisis.

El segundo aspecto importante que la sentencia consideró como una prueba adicional de negligencia por el Consejo de Administración consistió en su desidia a la hora de no consultar a expertos que pudieran asesorarle sobre las condiciones salariales de mercado para puestos similares en compañías parecidas, ni sobre los aspectos del plan de opciones.

Otro aspecto que la sentencia considera como una prueba de negligencia por parte del Consejo es no haberse implicado o interesado en las condiciones que se negociaron para la salida de Ovitz pese a que tuvo conocimiento de dichas negociaciones al menos 2 semanas antes de la firma del acuerdo. En un considerando demoledor, la Corte llega a afirmar:

“...Los administradores de Disney eludieron sus responsabilidades de forma consciente e intencionada [...] Los hechos ponen de manifiesto que los administradores demandados supieron que estaban tomando acuerdos importantes sin contar con la información adecuada y sin el debate adecuado, y que sencillamente no les importó que dichos acuerdos pudieran irrogar un daño a la compañía y a sus accionistas...”

En el plano más formal, pero con una trascendencia material evidente, la Corte otorgó mucha relevancia al contenido de las actas tanto del Consejo de Administración como de la Comisión de Retribuciones. En opinión de la Corte,

la parquedad o concisión de las actas en los apartados relativos a la contratación y posterior extinción de la relación contractual con Ovitz ponen de manifiesto que no se prestó al tema la atención necesaria, ni hubo el debate adecuado.

Por último, la sentencia aborda la especial situación del Sr. Ovitz ya que, toda vez que era administrador, vulneró su deber de lealtad al negociar para sí, y directamente “con su amigo Eisner”, unas condiciones tan extraordinarias en vez de plantear directamente al Consejo de Administración una salida justa y razonable.

3. El caso Trace

Esta sentencia plantea cuestiones muy similares con la doble particularidad de que se trataba de una sociedad no cotizada y en una situación pre-concursal.

3.1. Hechos

La compañía Trace se encontraba en una situación empresarial muy difícil hasta el punto de que estaba al borde de una situación concursal. Pues bien, en esa situación, el Consejo de Administración aprobó la compra al Consejero Delegado y principal accionista, Marshall Cogan, de acciones de la compañía propiedad de Cogan, el otorgamiento de varios préstamos, unas retribuciones desproporcionadas e, incluso, una gran fiesta por el cumpleaños del propio Cogan que fue íntegramente costeada por la compañía.

3.2. Análisis Jurídico

A la vista de los hechos mencionados, la sentencia concluyó que los administradores vulneraron sus deberes de diligencia y de lealtad. En primer lugar, la sentencia confirma que no existen diferencias entre los estándares de las administraciones de sociedades cotizadas y no cotizadas. Por ello, al igual que en el caso Disney, se consideró que la abdicación de responsabilidades en un Consejo de Administración controlado por Cogan constituía una vulneración del deber de diligencia.

Otro aspecto significativo de la sentencia es aquel que viene a incidir en lo que parecería construirse como un deber fiduciario de los administradores de la compañía a los acreedores de ésta en situaciones de “insolvencia inminente”; en estos casos, la sentencia da a entender que los administradores deben tener en cuenta no sólo los intereses de la compañía y de sus accionistas sino también de los acreedores.

Por último, la sentencia destaca la desidia y falta de información de los administradores en relación con un conjunto de operaciones, como las antes descritas, que eran manifiestamente perjudiciales para la compañía. Por ello,

pese a no haberse lucrado personalmente con ellas, extiende la responsabilidad individualmente a todos ellos.

4. Conclusiones

Con carácter general, las sentencias comentadas plantean, una vez más, las dificultades de conciliar la necesaria flexibilidad y discrecionalidad del Consejo de Administración en asuntos relacionados con la gestión de la compañía (incluyendo la contratación, remuneración y despido de sus altos directivos), con la necesidad de exigir responsabilidades cuando se producen excesos o anomalías que ponen de manifiesto que los administradores han sido negligentes o desleales.

En materia tanto de retribuciones como de indemnizaciones de administradores y altos directivos el problema es aún más complejo, hasta el punto de que muchas veces es su dimensión cuantitativa la que la convierte en “cualitativamente” cuestionable y poder determinar “cuánto es demasiado” (*how much is too much*) exige un análisis inevitablemente casuístico ligado al tamaño de la compañía, al sector y a las cualidades personales del ejecutivo y su rendimiento.

Ahora bien, las sentencias analizadas permiten extraer una serie de conclusiones de orden práctico, que resultan perfectamente extrapolables a nuestro país desde una perspectiva de “buen gobierno” en materia de retribuciones. Estas conclusiones son las siguientes:

1) El Comité de Nombramientos y Retribuciones debe participar de forma activa en la negociación de las condiciones contractuales de los directivos de la compañía, así como en las condiciones relacionadas con el despido o extinción de dichos contratos.

2) Siempre que pueda existir una circunstancia en la que el principal ejecutivo de la compañía pueda tener un interés personal en la contratación o el despido de un ejecutivo (por ejemplo: porque tras una fusión quiera prescindir del equipo de la sociedad absorbida para reforzar su poder individual), debe apartarse de la negociación y encomendarse la misma al Presidente del Comité de Nombramientos y Retribuciones.

3) Toda vez que el Director de Asesoría Jurídica o Secretario General pueden encontrarse negociando la incorporación de un directivo que acabará resultando luego “su jefe”, con los problemas de independencia que ello obviamente plantea, resulta conveniente encomendar la redacción y negociación de estos contratos a despachos externos.

4) Puede resultar conveniente contratar los servicios de una firma especializada en selección de ejecutivos al objeto de que informe al Consejo de Administración sobre la “banda salarial” adecuada, y el alcance de otras retri-

buciones en especie, como el plan de opciones. El objeto es que el Consejo de Administración tenga la mejor información posible de las condiciones que se vienen aplicando en el mercado por compañías comparables.

5) Desde un punto de vista procedimental, es importante que el Consejo de Administración disponga con una antelación suficiente de toda la documentación contractual definitiva relativa al equipo directivo, incluyendo acuerdos anejos sobre retribuciones en especie (por ejemplo: vehículo, vivienda, etc.) y planes de opciones. El mismo principio debe aplicarse a aquellos acuerdos que determinen una extinción del vínculo contractual.

6) Es conveniente que, en un plano formal, las actas del Consejo de Administración reflejen una recomendación expresa del Comité de Nominamientos y Retribuciones, así como un debate real sobre los términos de la incorporación o de la extinción del ejecutivo, especialmente cuando son importantes o extraordinarios. La mera constatación formal de un contrato ya firmado (“rubber stamping”) puede resultar muy peligrosa desde la perspectiva de la responsabilidad de los administradores.

7) Las habilitaciones “genéricas” al Presidente o al Consejero-Delegado para firmar contratos con ejecutivos o para resolverlos, cuando recojan indemnizaciones extraordinarias que se separen de la práctica habitual o de las condiciones de mercado imperantes, pueden constituir vulneraciones por los administradores de su deber de diligencia por considerarse una “abdicación” de una de sus principales obligaciones, como es la de seleccionar el equipo directivo y establecer sus condiciones.

8) En cuanto a fórmulas de retribución concretas, aun en la negociación de salida del directivo, es importante intentar buscar conceptos que puedan crear valor para la compañía. Así, la Corte de Delaware no pareció tener excesiva “simpatía” por los “signing bonuses” en los cuales el ejecutivo recibe un pago por el mero hecho del “fichaje”, sin crear valor alguno para la compañía. Asimismo, en las indemnizaciones pagaderas al ejecutivo al cesar en la compañía o resolverse su relación, la Corte en el asunto “Disney” mencionó que ni siquiera se había exigido del Sr. Ovitz un pacto de no competencia post-contractual.

Es de esperar que con motivo de la promulgación de la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, estas buenas prácticas tengan un reflejo real y que ello puede precisamente ser objeto de detalles específicos en el apartado correspondiente al epígrafe b) del informe sobre remuneración de los miembros del Consejo (“estructura de la administración de la sociedad”).

Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo

5. LA DIRECTIVA 2003/71/CE SOBRE EL FOLLETO DE OFERTA PÚBLICA O ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE VALORES

1. Antecedentes y características

El proceso de construcción del Derecho comunitario del mercado de valores ha seguido una “ruta de madurez” que ha llevado a promulgar Directivas, en primer lugar, sobre aquellos aspectos en los que existía un mayor grado de convergencia previa entre los principales Estados comunitarios. En el caso de los folletos, esta “línea de menor resistencia” condujo a promulgar, primero, la Directiva 80/390/CEE sobre el folleto de admisión a cotización en Bolsa para, nueve años más tarde, ocuparse del folleto de emisión u oferta pública de valores en la Directiva 89/298/CEE. Finalmente, la Directiva 80/390/CEE se integró en la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores a cotización oficial (ver nuestro *Manual de Derecho del Mercado de Valores*, 2.^a ed., Barcelona 2003, p. 30 y ss.). Esta técnica normativa ha desembocado en un “mecanismo parcial y complejo de reconocimiento mutuo que no puede asegurar el objetivo del pasaporte único” (considerando 1 de la Directiva 2003/71/CE).

Para resolver la situación insatisfactoria descrita se ha promulgado la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, “sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE” (DOUE 31-12-2003, L345/64 y ss.). Esta Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior, en línea con las Comunicaciones de la Comisión sobre “Plan de acción sobre capital riesgo” y “Aplicación del marco para los mercados financieros: plan de acción” y responde, en sus fines y en su metodología, al Informe del Comité de sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios de 15 de febrero de 2001 (Comité Lamfalussy), respaldado por el Consejo Europeo de Estocolmo de 23 y 24 de marzo de 2001 y aprobado por Resolución del Parlamento Europeo de 5 de febrero de 2002.

Conforme a los antecedentes señalados, esta Directiva 2003/71/CE, al perseguir un tratamiento unitario de los folletos informativos, tanto de emisión u oferta pública como de admisión a cotización, ha debido desagregar de la Directiva 2001/34/CE el tratamiento del folleto de admisión, con las consiguientes supresiones de preceptos que prevé el art. 27. Y, para culminar el proceso de unificación de folletos y agregar el tratamiento de folleto de emisión en una nueva Directiva, ha debido derogar la Directiva 89/298/CEE en su art. 28.

La Directiva 2003/71/CE se caracteriza porque pretende establecer condiciones claras para el folleto de oferta pública y de admisión de valores a cotización en un mercado regulado, armonizar las definiciones fundamentales para

evitar lagunas y tratamientos distintos, asegurando la equitatividad en toda la UE, introducir normas especiales para los valores de valor mínimo elevado (50.000 €) concebidos para ser negociados por profesionales, prever un régimen que facilite la actuación de las PYMES, exonerándolas del deber de elaborar el folleto si ofrecen al público una pequeña cantidad de valores, señalar normas de divulgación adaptadas a los tipos de emisores y de valores, adaptar los formatos de folleto para emisores frecuentes y, por último, instaurar un régimen eficaz de pasaporte único de los folletos [estas son las características señaladas en la opinión de la Comisión emitida, conforme al art. 251.2.c) del Tratado CE sobre las enmiendas del Parlamento Europeo a la posición común, Bruselas 10-07-2003, COM.2003, 432 Final].

2. Aplicación

Siguiendo la técnica de desarrollo normativo escalonado, señalada en el Informe Lamfalussy, la Directiva 2003/71/CE establece habilitaciones específicas y expresas a favor de la Comisión para que ésta adopte las medidas detalladas de ejecución en materias tales como la información específica que debe figurar en el folleto (art. 7). Asimismo, se establecen las técnicas de comitología (previendo la asistencia de la Comisión por el Comité Europeo de Valores, creado por la Decisión 2001/528/CE en el art. 24) y de revisión quinquenal de su aplicación por la Comisión (art. 31). Por otro lado, se busca la efectividad de sus disposiciones mediante la previsión de sanciones administrativas a los responsables del incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la Directiva (art. 25), con referencia expresa a la garantía del recurso judicial contra las decisiones adoptadas en esta materia (art. 26). Por lo demás, los Estados deberán adaptar sus Derechos internos a la Directiva no más tarde del 1 de julio de 2005, informando directamente de ello a la Comisión (art. 29).

3. Objetivo y alcance

El objetivo inmediato de esta Directiva 2003/71/CE consiste en “armonizar los requisitos para la elaboración, aprobación y distribución del folleto que debe publicarse cuando se ofertan al público o se admiten a cotización valores en un mercado regulado situado o en funcionamiento en un Estado miembro” (art. 1.1). Y esta armonización busca un efecto último que consiste en garantizar el reconocimiento mutuo de los folletos, esto es, que los folletos verificados por la autoridad competente del Estado miembro de origen del oferente sean válidos en los restantes Estados miembros —eventualmente— de acogida de la oferta pública de valores o de la solicitud de admisión a cotización en un mercado regulado; sin necesidad de que las autoridades competentes de estos últimos deban verificarlos o aprobarlos.

Por lo tanto, la Directiva tiene el alcance general señalado, que se concreta con las definiciones de sus distintos elementos contenidas en su art. 2. Este alcance por inclusión se complementa con las exclusiones previstas en su art. 1.2, que abarcan a las participaciones emitidas por organismos de inversión colectiva abiertos; a los valores no participativos emitidos por un Estado miembro, por entes u organismos públicos internacionales, por el Banco Central Europeo o por los bancos centrales de los Estados miembros, a las acciones de estos últimos bancos centrales; a los valores incondicional e irrevocablemente garantizados por un Estado miembro o sus autoridades regionales o locales; a los valores emitidos por asociaciones u organizaciones sin ánimo de lucro; a los valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito y en ciertas condiciones; a los valores incluidos en una oferta cuyo importe total sea inferior a 2.500.000 €, etc.

4. La obligación de publicar un folleto de oferta o de admisión de valores

a) En cuanto al folleto de oferta pública de valores, se establece que “los Estados miembros no autorizarán ninguna oferta de valores al público dentro de su territorio sin publicación previa de un folleto” (art. 3.1).

Esta obligación general tiene excepciones atendiendo bien a los tipos de oferta o bien a las clases de valores emitidos. Así: la obligación de publicar un folleto no se aplicará a las ofertas exclusivamente dirigidas a inversores cualificados [que se definen en el art. 2.1.e)], a menos de cien personas físicas o jurídicas, a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 € por inversor, a las ofertas de valores cuyo valor nominal unitario sea de 50.000 € o más y a las ofertas por un importe total inferior a 100.000 € (art. 3.2). Tampoco existirá obligación de publicar un folleto cuando se realice una oferta pública de acciones emitidas en sustitución de otras anteriores de la misma clase, siempre que no implique un aumento de capital; de valores ofrecidos en relación con una oferta de canje; de valores ofrecidos o asignados en relación con una fusión; de acciones ofrecidas o asignadas gratuitamente a los accionistas y de valores ofrecidos o asignados a directores y empleados actuales o anteriores. La excepción en estos tres últimos casos está condicionada a que exista un documento disponible con información equivalente a la de un folleto (art. 4.1).

b) En cuanto al folleto de admisión, se establece que “los Estados miembros se asegurarán de que, para toda admisión de valores a cotización en un mercado regulado situado o que opere en su territorio, se difunda públicamente un folleto” (art. 3.3).

También en este caso se prevén excepciones a esta obligación general en los casos de admisión a cotización en un mercado regulado de diversos tipos de valores: acciones que representen, durante un período de doce meses, menos

del 10% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado; acciones emitidas en sustitución de otras de la misma clase ya admitidas a cotización en el mismo mercado regulado; valores ofrecidos en relación con una adquisición mediante oferta de canje, valores ofrecidos en relación con una fusión, acciones ofrecidas o asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, valores ofrecidos o asignados a administradores o empleados (en estos cuatro últimos casos siempre que se facilite un documento con información equivalente a la del folleto); acciones resultantes de la conversión o canje de otros valores o del ejercicio de derecho conferidos por otros valores y valores ya admitidos a cotización en otro mercado regulado, en ciertas condiciones (art. 4.2).

5. Contenido y elaboración del folleto

a) Contenido: el contenido de folleto se regula conforme a una regla general y a varias reglas especiales.

La regla general se basa en el criterio establecido en el art. 5.1, conforme al cual “el folleto contendrá toda la información que, según el carácter particular del emisor y de los valores ofertados al público o admitidos a cotización en un mercado regulado, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y de todo garante y de los derechos inherentes a tales valores”, añadiendo que “esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible”. Se trata, por lo tanto, de una definición extendida del criterio tradicional conforme al cual el folleto informativo debería contener la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone (art. 28 de nuestra Ley del Mercado de Valores).

Además de la información que debe constar en el propio folleto, conforme al esquema del Anexo I a la Directiva, debe incluir una nota de síntesis conforme al esquema del Anexo IV.

Las reglas especiales se establecen, en primer lugar, para los casos de solicitud de admisión a cotización en un mercado regulado, en los que la información puede desglosarse en un documento de registro, que contendrá la información relativa al emisor, una nota sobre los valores y una nota de síntesis (arts. 5.3, 12 y Anexos II y III).

La segunda regla especial se establece para determinados tipos de valores no participativos, emitidos conforme a un programa de oferta o de manera continua o reiterada por entidades de crédito. En tales casos, se podrá presentar un folleto de base con la información pertinente sobre el emisor y los valores que se completará con información actualizada mediante suplementos del folleto (arts. 5.4 y 16).

Las reglas sobre el contenido del folleto se completan con las previsiones especiales acerca de los casos en los que los Estados miembros podrán autorizar la omisión de determinados datos en los folletos (art. 8) y aquellos en los que podrán permitir que se incorpore información al folleto por referencia a documentos ajenos previa o simultáneamente publicados (art. 11).

b) Responsabilidad: Los Estados miembros deben asegurarse de que la responsabilidad de la información que figura en un folleto recaiga en los emisores, en los oferentes o en las sociedades que solicitan la admisión a cotización; identificándose claramente con su nombre y cargo las personas responsables del folleto. Sin perjuicio de lo anterior, únicamente podrá exigirse responsabilidad civil sobre la base de la nota de síntesis cuando esta sea engañosa, inexacta o incoherente con las demás partes del folleto (art. 6).

c) Modelos de folleto: Se encomienda a la Comisión la adopción de medidas detalladas de ejecución sobre la información específica que debe figurar en el folleto y, en particular, para establecer los distintos modelos de folleto teniendo en cuenta si se trata de valores participativos o no participativos, los tipos y características de las ofertas y de la admisión a cotización, las actividades y el volumen del emisor (reduciendo la información para adaptarla al caso de las PYMES), el carácter público del emisor, etc. (art. 7).

d) Validez del folleto: Se establece un plazo de doce meses de validez general para un folleto desde su publicación para ofertas públicas o admisiones a cotización en un mercado regulado, siempre que se actualice a la nueva información relevante que eventualmente surja mediante los suplementos precisos. Existen reglas especiales de validez del folleto de base en los programas de oferta, del folleto de emisión de valores no participativos emitidos de forma continua o reiterada por las entidades de crédito y del documento de registro (art. 9).

Asimismo, los emisores de valores cotizados en un mercado regulado deberán elaborar anualmente un documento que resuma la información publicada durante los doce meses precedentes en uno o más Estados miembros y en terceros países, con especial referencia a la información y los documentos requeridos por las Directivas sobre Derecho de Sociedades, la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y el Reglamento CE n.º 1606/2002 relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad (art. 10).

6. Aprobación y publicación del folleto

a) Aprobación: Se establece la regla general de que no se publicará ningún folleto hasta que haya sido aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen, aprobación que deberá producirse dentro de los diez días hábiles siguientes a la presentación del proyecto de folleto. Se prevé un meca-

nismo de silencio administrativo negativo en caso de que la autoridad competente no formule una decisión en aquel plazo, que resulta ampliado a veinte días hábiles si se trata de una oferta pública de valores emitidos por un emisor que no tiene ningún valor admitido a cotización en un mercado regulado y que tampoco ha ofertado valores al público. En su caso, los plazos anteriores se computarán desde el momento en que el emisor u oferente complete la información requerida por la autoridad competente dentro de los diez días hábiles siguientes a la presentación de la solicitud (art. 13).

b) Publicación: el folleto, una vez aprobado, se pondrá a disposición del público por el emisor, oferente o solicitante de admisión a cotización con una antelación razonable al inicio de la oferta o la admisión, salvo que se trate de una oferta pública inicial de una clase de acciones no admitidas a cotización en un mercado regulado, cuando el folleto debería estar disponible seis días hábiles antes de que venza la oferta. A los anteriores efectos, se considera que un folleto se pone a disposición del público cuando se publique en periódicos, de forma impresa, en formato electrónico en el sitio internet del emisor, los intermediarios financieros, el mercado regulado o la autoridad competente del Estado miembro de origen (art. 14).

c) Publicidad: cualquier tipo de publicidad sobre una oferta al público de valores o la admisión a cotización en un mercado regulado deberá indicar los datos de publicación del folleto y la forma en que los inversores pueden obtenerlo, deberá ser claramente reconocible como tal publicidad y su información será coherente con la contenida en el folleto. En los casos en que no sea preciso elaborar un folleto, por dirigirse la oferta a inversores cualificados o a una categoría especial de inversores, la información proporcionada por el emisor u oferente deberá manifestarse a todos aquellos inversores (art. 15).

7. El folleto de las ofertas transfronterizas de valores o en las solicitudes de admisión a cotización en mercados regulados ubicados en distintos Estados miembros

Según decíamos con anterioridad, la armonización de los requisitos de elaboración y publicación de los folletos está al servicio de conseguir el efecto del pasaporte comunitario. En este sentido, se produce un efecto de licencia única o pasaporte comunitario conforme al cual el folleto aprobado por el Estado miembro de origen y sus suplementos será válido para la oferta pública o admisión a cotización en cualquier Estado miembro de acogida (art. 17), siempre que se produzca la notificación correspondiente a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida (art. 18) y sin perjuicio de la posibilidad de que esta última alerte a la autoridad competente del Estado miembro de origen sobre las irregularidades o violaciones de las obligaciones del emisor o de las entidades financieras responsables de las ofertas públicas (art. 23).

También se establece un eventual reconocimiento de folletos elaborados conforme a la legislación de un Estado comunitario cuando tales folletos se hayan elaborado conforme a normas establecidas por organizaciones internacionales, incluidas las normas de divulgación de la OICV (IOSCO), pudiendo declarar la Comisión que un tercer país asegura que los folletos elaborados conforme a su legislación cumplen requisitos equivalentes a los establecidos en esta Directiva (art. 20).

En consecuencia con lo anterior, si la oferta pública de valores o su solicitud de admisión a cotización en un mercado regulado se efectúa solamente en el Estado miembro de origen, el folleto deberá redactarse en una lengua aceptada por la autoridad competente de este último; mientras que si la oferta o la solicitud se realizan en uno o varios Estados miembros de acogida, el folleto deberá elaborarse en una lengua aceptada por las autoridades competentes de dichos Estados o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (art. 19).

8. Facultades y obligaciones de las autoridades competentes

Cada Estado miembro deberá designar una autoridad administrativa competente central responsable de cumplir las obligaciones previstas en la Directiva, que deberá ser totalmente independiente de todos los participantes en el mercado y que podrá delegar funciones, si su Estado respectivo así lo autoriza. Cada autoridad competente deberá contar con las facultades necesarias para el ejercicio de sus funciones, enumerándose en particular las facultades mínimas que deberá tener una autoridad competente que haya recibido una solicitud para aprobar un folleto y para el período en que los valores hayan sido admitidos a cotización en un mercado regulado (art. 21).

Se impone, asimismo, un deber de secreto profesional a todas las personas que desempeñen o hayan desempeñado su actividad al servicio de la autoridad competente y a cuantas entidades hayan ejercido facultades por delegación de aquellas autoridades (art. 22.1).

Por último, se establece un deber general de cooperación entre las autoridades competentes de los distintos Estados miembros (art. 22), que se traduce, en particular, en la posibilidad de que la autoridad competente del Estado miembro de acogida de una oferta pública de valores o una solicitud de admisión a cotización adopte medidas preventivas para proteger a los inversores de las irregularidades o violaciones de los emisores, oferentes o entidades financieras (art. 23).

Alberto Javier Tapia Hermida

6. NUEVAS OPORTUNIDADES PARA LA SEGREGACIÓN DE ACTIVOS EN ITALIA

El pasado 1 de enero de 2004 entró en vigor una importante reforma de la legislación italiana en materia de sociedades. Entre los aspectos más innovadores de la misma, debemos destacar, de una parte, la posibilidad de dotar de cierta autonomía jurídica a los activos agrupados en torno a una rama de actividad y, de otra, permitir la financiación de ésta con recurso limitado a sus ingresos. La finalidad última no es otra que permitir a una *società per azioni* segregar los activos afectos a una rama de actividad sin necesidad de transferir aquéllos a una sociedad de nueva creación.

1. Segregación de activos

Como primera gran novedad, una *società per azioni* podrá segregar activos que no representen más de un diez por ciento (10%) del valor neto de sus activos totales con la finalidad de afectar aquéllos a una determinada rama de actividad.

Como consecuencia de dicha afectación, la responsabilidad de la sociedad frente a los acreedores de la rama de actividad quedará limitada a los activos segregados y, por tanto, tales acreedores únicamente tendrán recurso contra éstos pero no frente al resto del patrimonio de la sociedad.

En este sentido conviene apuntar que las sociedades podrán beneficiarse del mecanismo de la segregación no sólo a efectos de atraer recursos financieros sino también con el fin de constituir uniones temporales o *joint-ventures* con otras sociedades.

La duración de la segregación estará directamente vinculada con la consecución de los objetivos propios de la línea de negocio, si bien no hay obligación de fijar un plazo máximo de duración. En cualquier caso, la segregación de los activos se extinguirá conjuntamente con la sociedad en caso de disolución de ésta.

Por otro lado, la sociedad podrá permitir a terceros participar en la actividad segregada mediante (i) la suscripción de instrumentos financieros garantizados por los activos segregados o (ii) la aportación, en su caso, de otros activos.

Una parte de la doctrina italiana interpreta que los instrumentos financieros a emitir con el fin de canalizar las inversiones referidas en el párrafo anterior podrán ser no sólo instrumentos de deuda sino también instrumentos similares a partes alícuotas en el "capital" de la rama de actividad (esto es, instrumentos semejantes a participaciones sociales o acciones que conlleven el

derecho a participar en los beneficios). Debemos apuntar a este respecto que dicha postura parece coherente con el objetivo del legislador italiano de intentar lograr, a través de la segregación de activos, idénticos objetivos a los perseguidos con la puesta en marcha de sociedades de nueva creación, si bien con la indiscutible ventaja de no tener que hacer frente a nuevos y/o mayores costes de constitución y administración.

Desde un punto de vista formal, la segregación de activos deberá ser aprobada mediante acuerdo de los administradores de la sociedad. Dicho acuerdo deberá en todo caso especificar:

- la finalidad a la que estarán destinados los activos segregados (esto es, la rama de actividad a la que estarán afectos);
- cualesquiera circunstancias que contribuyan a la adecuada identificación de los activos objeto de la segregación e información relativa a la situación legal de los mismos (esto es, cargas o derechos de terceros, etc.);
- un plan financiero acreditando la suficiencia de los activos que pretendan ser segregados para desempeñar la actividad propia de la rama de actividad y con indicación de (i) los objetivos financieros de la segregación, (ii) las normas y condiciones de uso de los activos segregados y (iii) los tipos de garantías que podrán ser constituidas sobre tales activos a favor de terceros;
- si existe la posibilidad de emitir instrumentos financieros vinculados a dichos activos con detalle de los derechos inherentes a los mismos;
- las reglas que regirán la aportación de activos o capital por terceros, así como el régimen de distribución de las pérdidas o los beneficios;
- en el caso de que la sociedad esté obligada a auditar sus cuentas anuales y se acuerde la emisión de instrumentos financieros para su colocación entre el público, la designación de auditores para la línea de negocio; y
- la normativa contable aplicable a la línea de negocio.

El acuerdo de los administradores deberá ser inscrito en el Registro Mercantil y, durante un período de dos meses a contar desde su inscripción, los acreedores de la sociedad podrán solicitar la paralización del proceso de segregación. Una vez finalice el citado plazo de dos meses sin que se hayan interpuesto solicitudes de paralización, la segregación será eficaz frente a terceros. No obstante, en el caso de que entre los activos segregados haya bienes que deban ser objeto de inscripción en un registro público (por ejemplo, bienes inmuebles), la segregación no devendrá eficaz hasta que aquélla se haya practicado.

La segregación no será oponible (i) frente a aquellos terceros que celebren contratos en relación con la rama de actividad sin que la sociedad les haya

puesto de manifiesto que tales activos han sido objeto de una segregación y (ii) en general, cuando la sociedad deba responder como consecuencia de haber realizado cualquier tipo de actividad ilícita.

Por otro lado, el acuerdo de los administradores podrá reconocer a determinados acreedores de la rama de actividad recurso contra activos de la sociedad distintos de aquéllos segregados. En tal supuesto, los citados acreedores tendrán un tratamiento semejante al de los “acreedores garantizados” en el sentido de, por un lado, gozar de un derecho preferente sobre los activos segregados y, por otro, poder dirigirse contra el resto del patrimonio de la sociedad.

Una vez conseguidos los objetivos fijados para la rama de actividad (o, en su caso, acreditada la imposibilidad de su consecución), los administradores deberán formular, cerrar y rendir cuentas de la misma. El informe de los auditores independientes y de los auditores estatutarios (*sindaci*) junto con las cuentas elaboradas por los administradores serán objeto de depósito en el Registro Mercantil.

En el supuesto de que la rama de actividad no fuese capaz de repagar sus deudas, los acreedores podrán solicitar la liquidación separada de ésta. Por otro lado, si comenzase un proceso de liquidación de la sociedad y se designase a un liquidador, los activos segregados, a su vez, también serán objeto de un proceso de liquidación. En cualquier caso no se producirá confusión alguna entre los activos segregados y el resto del patrimonio como consecuencia de la liquidación de aquéllos.

2. Financiación con recurso limitado a la rama de actividad

La segunda gran novedad de la recientemente aprobada normativa es la posibilidad de que una sociedad pueda financiar una rama de actividad limitando el recurso de los acreedores a los ingresos generados por ésta. En este supuesto no se produce una segregación de activos sino una separación contable de los ingresos correspondientes a la rama de actividad objeto de la financiación.

El contrato de financiación deberá contener información suficiente para identificar la rama de actividad, incluyendo: (i) el plazo, la finalidad y el presupuesto asignado a la actividad financiada, (ii) el plan financiero y de negocio, con indicación de la proporción entre la financiación con recursos propios y deuda de terceros y (iii) los activos necesarios para llevar a cabo la actividad.

Los ingresos de la rama de negocio deberán ser considerados como un activo independiente siempre que: (i) una copia del contrato de financiación sea inscrita en el Registro Mercantil y (ii) los procedimientos contables y de cobros de la sociedad permitan distinguir los flujos de la rama de actividad y mantener éstos separados de otros activos de la sociedad.

Los principales efectos de una financiación con recurso limitado a una rama de actividad serán los siguientes:

— En primer lugar, los acreedores distintos al financiador no pueden reclamar importe alguno de los ingresos de la rama de actividad hasta la fecha de vencimiento de la financiación (o, en su caso, hasta la fecha de vencimiento anticipado) ni ejercitar acción alguna sobre aquellos activos que sean esenciales para la continuación de la actividad. No obstante, sí podrán solicitar la adopción de medidas preventivas (por ejemplo, la “traba” del activo, de tal modo que la sociedad no pueda disponer del mismo).

— En segundo lugar, la responsabilidad de la sociedad frente al financiador estará limitada a los ingresos provenientes de la rama de actividad (salvo que la compañía haya prestado garantías adicionales).

A diferencia del caso de la segregación de activos (donde la apertura de un proceso de liquidación no suponía confusión entre los activos segregados y el conjunto de bienes de la sociedad) en el caso de la financiación con recurso limitado, por el contrario, únicamente se respetará la segregación respecto a los ingresos de la rama de actividad pero no en relación con los activos afectos a aquélla. Así, en caso de liquidación de la sociedad, si el financiador no resultase repagado con cargo a los ingresos de la rama de actividad, éste podrá iniciar acciones contra el resto de activos de la sociedad y, por su parte, los restantes acreedores de la sociedad podrán dirigirse contra los activos afectos a la rama de actividad pero no contra los ingresos de ésta.

Si bien es pronto para predecir el impacto de tan innovadora reforma, la posibilidad de que una sociedad pueda segregar parte de sus activos sin necesidad de incurrir en los costes de constitución y administración inherentes a la creación de una nueva sociedad, la variedad de los instrumentos de financiación que podrán ser empleados y las facilidades para constituir joint-ventures dotan a las nuevas normas de un gran atractivo que la práctica corporativa se encargará en breve de ponderar en su justa medida.

Eduardo García García

7. CAJAS DE AHORROS: INFORME DE GOBIERNO CORPORATIVO E INFORMACIÓN SOBRE HECHOS RELEVANTES

Dentro del tratamiento normativo que viene registrando en los últimos meses en España la cuestión del buen gobierno de las cajas de ahorros, destaca por su alcance la reciente Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el

informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (BOE de 18 de febrero de 2004).

Es conocido el profundo cambio que el régimen legal de las cajas de ahorros ha venido registrando desde que la denominada Ley Financiera modificara, de un lado, diversos aspectos del régimen que resultaba de la LORCA y, de otro, introdujera la posibilidad de que las cajas fueran emisoras de cuotas participativas. Sobre todo esta segunda circunstancia ha influido en el tratamiento legislativo de las cajas como entidades emisoras y, por lo tanto, obligadas a cumplir singulares deberes de información. Al respecto es necesario recordar que la Ley de Transparencia y la reciente Ley de Acompañamiento han incidido sobre esta cuestión. Si echamos la vista atrás, podemos advertir cómo las cajas vienen siendo objeto de una particular atención por el legislador estatal (obviamente, también y a partir de lo anterior, por los legisladores autonómicos), que ha aprovechado distintas normas con rango de Ley para revisar la normativa aplicable a las cajas.

La Orden que reseñamos enlaza con la expansión a las cajas de ahorro de las exigencias propias de toda sociedad emisora en materia de buen gobierno, criterio que se vio claramente impulsado en la Ley de Transparencia [vid. la previa noticia en *RDBB* 90 (2003), pp. 314-315]. Tanto por el hecho de que esta Ley presenta algunas anomalías sistemáticas, como por el hecho de que la inclusión en su ámbito de aplicación de las cajas de ahorro se produjo en un momento tardío de su tramitación parlamentaria, lo cierto es que la disciplina de buen gobierno de las cajas de ahorros se veía afectada por no pocas incertidumbres (a algunas de ellas me referí en “El buen gobierno de las cajas de ahorros”, *AJA*, 601, 27 de noviembre de 2003, p. 1 y ss.). La Orden ministerial aporta una mayor certidumbre en algunos de los aspectos denunciados.

Llama la atención el largo preámbulo de la Orden, que además de exponer con detalle la evolución legislativa a la que se ha hecho referencia, procede a incluir un anuncio sobre otras reformas normativas que, ajenas al tema de las cajas de ahorros, se nos dice que verán la luz en un breve plazo y que afectan a la información en el mercado, de operaciones vinculadas, de OPAs, de comisionados de defensa de la clientela, o de los pactos parasociales, entre otras materias. Resulta particularmente sorprendente la referencia a los pactos parasociales. La extensa narración del deber de comunicación de pactos parasociales o de la ineficacia de algunos de ellos no tiene relación alguna con el régimen contenido en la Orden. La explicación para tan larga introducción de esta Orden radica en que el Ministerio de Economía ha optado por reproducir de forma cuasi literal el preámbulo de la anterior Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre la transparencia de las sociedades cotizadas (en cuanto a esta Orden, vid. la nota que aparece en este mismo número de la Revista, realizada por Blanca PUYOL).

Esta disposición tiene como primer objetivo detallar el contenido del informe anual del gobierno corporativo. Éste deberá recoger una “*información completa y razonada sobre la estructura y prácticas de gobierno de la entidad*”. Se dice que se trata de información reglada, en la medida en que su formato y contenido tendrán que ajustarse a lo que la Orden determina, si bien teniendo en cuenta que ésta proclama que la información que se exige marca el contenido mínimo del deber de transparencia y que son repetidas las habilitaciones a favor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que pueda detallar algunos aspectos de dicho informe (vid. apartado primero, 2).

El informe anual de gobierno corporativo va a tener una amplísima cobertura, si bien su relevancia informativa puede ser ponderada de manera diversa con respecto a sus apartados. No cabe duda de que la información implica un avance muy importante con respecto a la situación actual en materia de operaciones vinculadas e intragrupo y de retribución de su personal directivo. Comenzando por este último aspecto, el apartado h) exige que la información sobre las retribuciones del personal directivo y de los miembros de los órganos de gobierno sea amplia, tanto por la fuente como por el concepto de esa retribución.

En segundo lugar, la información sobre las operaciones intragrupo vinculadas deberá ofrecer una amplia información destinada a prevenir posibles situaciones de conflicto de interés entre los directivos y la caja o conflictos entre la caja y otras sociedades pertenecientes a un mismo grupo. Esta información se exige sólo para aquellas operaciones “*significativas*”. La definición de esta condición adopta una técnica también llamativa, puesto que se remite globalmente a una Directiva comunitaria (la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de empresas financieras; DOCE L 35, de 11 de febrero de 2003, p. 1 y ss.) y de conformidad con lo que pueda establecer la CNMV. Siendo ésta una solución legislativa anómala, contribuye a justificarla la complejidad de las definiciones en esa materia, puestas de manifiesto en la propia Directiva, cuyos criterios para determinar el carácter significativo de una operación intragrupo significativa no permiten una mera refundición (vid. arts. 1 y 8 de la Directiva).

El informe deberá contener una información que será objeto de publicación como hecho relevante a través de los correspondientes registros y, en lo que es extensión a las cajas, de una de las nuevas concreciones del gobierno corporativo de sociedades y entidades emisoras, en la página *web* de la caja.

Se llega así a lo que es el segundo aspecto que merece la atención de la Orden ministerial: la publicidad de hechos relevantes y, en especial, la obligatoria llevanza de una página *web* que permita dar publicidad al informe de buen gobierno, a los hechos relevantes y a los extremos que la propia Orden determina (vid. apartado segundo, 3).

El mantenimiento de la página web será responsabilidad del director general de la entidad. Además de las habilitaciones a las que ya nos hemos referido, la CNMV podrá determinar las especificaciones técnicas y jurídicas a satisfacer por la información que se quiera difundir a través de dicha página.

Las cajas de ahorros deberán publicar su primer informe de gobierno corporativo en el primer semestre del año 2005, tomando como referencia el ejercicio 2004. Además, con carácter general, la Disposición adicional primera de la Orden concede un plazo de seis meses desde su entrada en vigor (el 19 de febrero de 2004), para la adaptación a su contenido.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. NOTA INFORMATIVA SOBRE LA 36.^a SESIÓN DEL PLENARIO DE LA COMISIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL INTERNACIONAL (CNUDMI-UNCITRAL)⁽¹⁾

La Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL) celebró en Viena su 36.º período de sesiones, entre los días 30 de junio y 11 de julio de 2003. El principal asunto de su orden del día fue someter a aprobación la denominada “Propuesta de disposiciones legales modelo de la CNUDMI sobre proyectos de infraestructura con financiación privada”, pasándose a continuación a exponer, brevemente y con cierta celeridad, la situación de los demás proyectos y temas de los que se ocupan los Grupos de Trabajo en funcionamiento en el seno de UNCITRAL⁽²⁾.

(1) El documento completo del informe emitido por la Asamblea General de las Naciones Unidas puede localizarse en la dirección <http://www.uncitral.org>. Suplemento n.º 17 (A/58/17). Por su parte, respecto al período de sesiones inmediatamente anterior, vid. MORÁN BOVIO, D., “35º período de sesiones del Plenario de UNCITRAL-CNUDMI”, *RDBB*, enero-marzo 2003, pp. 401-413.

(2) En el momento de celebrarse las sesiones de las que nos ocupamos en esta nota, los Grupos de trabajo en funcionamiento en la CNUDMI eran los siguientes: Transporte, arbitraje, insolvencia, comercio electrónico, proyectos de infraestructura con financiación privada y garantías reales. Nos permitimos recordar que a cada Grupo de trabajo asisten representantes y expertos (Delegados) de los países miembros de UNCITRAL y de otros países u organizaciones no miembros; estos últimos intervienen en las diversas reuniones con voz —pero sin voto— en calidad de observadores. Los Grupos de trabajo, siguiendo un mandato concreto del Pleno de la CNUDMI, reflexionan y elaboran (al modo de las Comisiones de codificación)

I. Disposiciones legales modelo de la CNUDMI sobre proyectos de infraestructura con financiación privada

Como indicábamos al comenzar la presente nota, la aprobación de este Proyecto ocupó la mayor parte de la 36.^a sesión del Plenario de la CNUDMI. En el año 2000, UNCITRAL había adoptado ya la denominada *Guía legislativa sobre proyectos de infraestructura con financiación privada*, manifestando así, en un primer texto general, su claro apoyo a que las empresas privadas puedan intervenir y participar, de manera transparente, en el planeamiento, instalación y desarrollo de los proyectos de infraestructuras de carácter público⁽³⁾. Se formulaban así, en un primer instrumento, algunos principios imprescindibles para llevar a cabo este tipo de proyectos constructivos y se enunciaba una serie de “recomendaciones” que, de manera escueta, recogían los contenidos básicos sobre los que quedaba claro el consenso de la CNUDMI. En cualquier caso, el papel fundamental de esta “Guía legislativa” ha sido orientar a los Estados para establecer un marco legislativo favorable a la participación del sector privado en el desarrollo de las infraestructuras públicas⁽⁴⁾.

Una vez aprobada la Guía, UNCITRAL consideró necesario seguir avanzando en la armonización de la materia, y el Grupo de trabajo comenzó a desarrollar en forma de “Disposiciones legales modelo” algunas materias en las que cabía alcanzar un mayor grado de unificación⁽⁵⁾. Aunque la Comisión ha procurado centrarse en aspectos contractuales propios del Derecho mercantil, ha sido consciente en todo momento de que los “proyectos de infraestructura con financiación privada” necesitan una coordinación fundamental entre diversas materias, tales como expropiaciones, contratación pública, régimen de in-

aquellos textos y propuestas que posteriormente se someten a la Comisión y, en su caso, a la Asamblea General. Concluido un tema, suele haber una especie de “relevé” en el Grupo de trabajo, que pasará a ocuparse, con nuevos expertos, de algún otro tema cuyo análisis y desarrollo haya aprobado la Comisión. Por lo demás, existe una “Secretaría” dependiente del organigrama de las Naciones Unidas, con funciones de asesoría jurídica y que, al mismo tiempo, actúa como enlace de las distintas posturas nacionales representadas en el seno de la Comisión. El número de sesiones de cada Grupo de trabajo varía, fundamentalmente, en función de la dificultad del tema y del grado o nivel de compromiso que exija el tipo de norma o documento que el Grupo se halle preparando. En cualquier caso, se suele instar a que los representantes que intervienen en estos grupos celebren consultas entre períodos de sesiones, ya sea por medios electrónicos o por cualesquiera otros, de modo que en los períodos de sesiones puedan abordarse directamente las cuestiones que planteen mayores problemas. Vid. p. ej. doc. A/CN.9/544, § 4.

(3) Documento A/54/17. El texto de la Guía puede localizarse, en soporte informático, en la dirección www.uncitral.org; por su parte, consta impresa como publicación de las Naciones Unidas con el número de venta S.81.V.6.

(4) Documento A/58/17, ap. D, § 171.

(5) Documento A/CN.9/505.

versiones y régimen fiscal, protección del medio ambiente, etc. No puede olvidarse que el presupuesto de este tipo de proyectos de infraestructura es en general de gran envergadura económica, atendidos los altos niveles de inversión que exige la construcción, el desarrollo y la explotación de las instalaciones, obras civiles y complejos industriales que se necesitan hoy en día para prestar servicios adecuados a los ciudadanos y al público en general ⁽⁶⁾. Por lo demás ha sido inevitable que estas “Disposiciones legales” se hayan ocupado de elementos propios del Derecho administrativo, como, por ejemplo, los métodos y procedimientos de selección de concesionarios por parte de las Administraciones públicas, conforme a criterios, sistemas y procedimientos competitivos, transparentes y eficaces ⁽⁷⁾.

Por su rango legal, la adopción de las “*Disposiciones legales modelo sobre proyectos de infraestructura con financiación privada*” de la CNUDMI no vincula formalmente a los Estados en el ámbito del Derecho internacional, pero ofrece una propuesta normativa concreta y clara que permite a cualquier Estado inspirarse en ellas o adoptarlas como “modelo”, en caso de que proceda llevar a cabo en su país una reforma legislativa o una nueva regulación de aspectos concretos de los proyectos de infraestructura con financiación privada.

Elemento esencial de la decisión de la CNUDMI al aprobar las Disposiciones legales modelo ha sido el deseo de fusionar, tan pronto como sea posible, este texto con el de la Guía legislativa de la CNUDMI sobre la misma materia ⁽⁸⁾. Ahora bien, como la antigua Guía legislativa tiene para la Comisión un valor orientativo que no parece desdeñable y no resulta posible otra alternativa, por el momento, se ha acordado publicar de manera independiente las Disposiciones legales modelo y la antigua Guía; eliminar de la Guía aquellas recomendaciones que hayan sido transformadas o adaptadas en forma de disposición modelo para evitar aparentes conflictos de doble regulación; adaptar el lenguaje de la Guía —en aspectos que no sean sustanciales— a la redacción de las nuevas Disposiciones modelo; y, por último, mantener en un anexo al final de la Guía el texto de las recomendaciones.

⁽⁶⁾ La disposición modelo 2 entiende por infraestructura “las instalaciones físicas y los sistemas a través de los cuales se presten directa o indirectamente servicios al público en general”, y por proyecto de infraestructura, la “concepción, construcción, desarrollo y explotación de nuevas instalaciones de infraestructura o la rehabilitación, modernización, expansión o explotación de infraestructuras ya existentes”. Documento A/58/17, p. 79 (versión en castellano).

⁽⁷⁾ Doc. A/58/17, anexo I, p. 76 (versión en castellano), prefacio.

⁽⁸⁾ Documento A/58/17§171, decisión n.º 3, p. 40. Asimismo, v. documento A/CN.9/522/Add.1.

El texto ahora aprobado se ha estructurado en dos partes. En la primera —muy breve— se formulan trece principios básicos sobre el marco legal e institucional en que deben desarrollarse dichos proyectos, así como sobre la distribución de riesgos en este tipo de empresas⁽⁹⁾. Tales principios se resumirían en la necesidad de que todo proyecto de infraestructura con financiación privada ofrezca niveles adecuados de transparencia, equidad y sostenibilidad en su planeamiento y ejecución, y que la normativa del país en el que trate de instalarse y llevarse a cabo dicho proyecto asegure la participación libre de los sectores e intermediarios interesados en el tema. La segunda parte del texto contiene las “disposiciones legales modelo” propiamente dichas que, en número de cincuenta y una (51), tratan aspectos tan importantes como, por ejemplo, la facultad para concertar acuerdos de concesión (disp. 3), sectores en los que pueden requerirse y ejecutarse proyectos de infraestructura (disp. 4), criterios y sistemas de selección del concesionario (disp. 5 y ss.), criterios de evaluación de los diferentes proyectos y propuestas (disp. 14), casos en los que quepa negociar contratos de concesión por vía no competitiva (disp. 18), detalles y contenido del contrato de concesión (disp. 28), propiedad de los bienes (disp. 31), derechos de cobro del concesionario por la prestación de servicios (disp. 34), garantías reales (disp. 35), compensaciones en caso de cambios legislativos concretos (disp. 39), resolución del contrato (disp. 44), indemnizaciones previstas (disp. 47), o solución de controversias (disp. 49-51).

Ciertamente, la labor llevada a cabo por UNCITRAL ofrece gran interés sobre todo para los países en desarrollo, que gozan de menos experiencia en la regulación y en la realización efectiva de este tipo de proyectos. Con las Disposiciones legales modelo, se facilita a los países un texto consensuado, con fórmulas legales, que podrán aplicar para elaborar su propia normativa en esta sede. No hay que olvidar que en los Grupos de trabajo intervienen expertos de numerosos países —tanto más como menos desarrollados— que durante muchas semanas se ocupan de reflexionar, fundamentar y dar forma a las normas que se les había encomendado. En el caso de unas “Disposiciones modelo” como las aquí referidas, se llega a un consenso que, aunque no sea formal ni normativamente vinculante para ningún Estado, presenta la innegable ventaja de reducir de manera notable la ingente tarea de todo proceso prelegislativo. Ya de por sí resulta difícil disponer de y reunir a nivel pluridisciplinar expertos que conozcan a fondo la problemática, los elementos y las cuestiones necesitadas de regulación en una determinada materia; si además se parte de una normativa nacional escasa o de un vacío legislativo absoluto como ocurre en muchas ocasiones, el legislador tiene la necesidad añadida de estudiar la situación en el Derecho comparado, para tomar ejemplos de diferentes modelos, estructuras y

(9) Documento A/58/17, pp. 77 y 78 (versión en castellano).

sistemas de organización que le permitan elaborar sus propias normas para la materia en su país. Sin duda, disponer como base de unas “Disposiciones modelo” como las ahora aprobadas aliviará en muchos países esta difícil primera toma de contacto en temas tan necesitados de regulación como los “proyectos de infraestructura con financiación privada” y facilitará la elaboración de normativas que mejoren las relaciones internacionales y el desarrollo de muchas naciones.

II. Proyecto de guía legislativa de la CNUDMI sobre el régimen de la insolvencia

En 1997, la CNUDMI aprobó su “Ley modelo sobre insolvencia transfronteriza”⁽¹⁰⁾ e inmediatamente después, a propuesta de Australia, se decidió que sería conveniente preparar una “Guía legislativa” que armonizara el régimen jurídico de la insolvencia⁽¹¹⁾. Su adopción, en caso de seguirse el calendario fijado y las perspectivas y condiciones previsibles, tendría lugar en 2004⁽¹²⁾.

Se ha discutido en muchas ocasiones el hecho y la oportunidad de que UNCITRAL haya optado en sede de insolvencia por una “guía legislativa”, en lugar de utilizar otras vías de mayor peso como la de una “ley modelo” o, por supuesto, la de un convenio internacional⁽¹³⁾. Pero la dificultad del tema, los diferentes enfoques político-sociales ante una situación concursal y los distintos intereses económicos contrapuestos en la materia hicieron que la CNUDMI se decidiera por esta otra solución —tal vez minimalista, pero siempre interesante y rica desde el punto de vista técnico— de la “guía legislativa”. De este modo, ante la práctica imposibilidad de formular en sede de insolvencia un convenio o

(10) Resolución A/52/158, de 15 de diciembre de 1997. Vid. www.uncitral.org. Recordemos que la Ley Concursal española destaca en su Exposición de Motivos (apartado XI) que el Título IX de la Ley, “De las Normas de Derecho Internacional Privado”, *se inspira*, en algunos de sus aspectos, en dicha Ley modelo de la CNUDMI; el texto mismo de la ley menciona, en su art. 199, el respeto al Reglamento (CE) 1346/2000 sobre procedimientos de insolvencia, así como a las demás “normas comunitarias o convencionales que regulen la materia”.

(11) Vid. ESPLUGUES MOTA, C., “Hacia la elaboración de un standard legislativo internacional en materia concursal: La propuesta de guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho mercantil internacional (CNUDMI/UNCITRAL)”, en *Derecho de los Negocios*, noviembre de 2002, pp. 19-40.

(12) Documento A/CN.9/530, § 18.5: [Se recomienda a la Comisión que] “pida al Grupo de trabajo [V] que concluya su labor sobre la guía legislativa y la presente a la Comisión en 2004 con miras a su aprobación y adopción”.

(13) Doc. A/CN.9/530, ap. I, § 1. Desde un punto de vista doctrinal, vid. OLIVENCIA, “Ley y disposiciones legales modelo como instrumento de armonización y unificación del Derecho de la insolvencia”, en *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje al Profesor Justino Duque*, II, Valladolid, 1998, pp. 1655-1663.

tratado internacional eficaz, y ante la inviabilidad de elaborar y consensuar un texto articulado concreto a la manera de una Ley modelo, se optaba por la vía de “recomendar” a los Estados interesados las distintas alternativas reconocidas a nivel mundial en la solución de tales conflictos. En tal sentido, el Grupo de trabajo V (el Grupo de trabajo sobre insolvencia) está logrando recoger y presentar en el texto de esta guía aquel contenido mínimo que debería disponer todo régimen jurídico en sede de insolvencia, para que su aplicación y desarrollo se adecúen al funcionamiento general de los sectores afectados y a las soluciones mayoritariamente aceptadas a nivel internacional, evitando así tantos conflictos de leyes como resulte posible.

En el estado actual de su desarrollo, para la guía CNUDMI sobre la insolvencia, un régimen jurídico eficaz en esta materia debería presentar las siguientes características ⁽¹⁴⁾:

1. Como primer objetivo, debe tratar de maximizar el valor de la masa activa de la insolvencia y administrarla de manera conveniente, ya sea por vía de una correcta enajenación y distribución de los bienes, ya sea a través del mantenimiento de dicho patrimonio o de la empresa insolvente.

2. Ha de hallar un punto de equilibrio entre los sistemas de “liquidación” y de “reorganización” de las empresas insolventes, procurando que no se imponga una u otra vía de manera absoluta y que ambas se ofrezcan como verdaderas alternativas en función de la naturaleza y circunstancias de cada procedimiento ⁽¹⁵⁾.

3. Debería aplicar el principio de la *pars conditio creditorum* —también denominado principio de *pari passu*— a aquellos acreedores que se hallen en circunstancias similares ⁽¹⁶⁾, respetando, en su caso, los criterios legales de prelación de ciertos créditos.

4. Ha de procurar que las situaciones de insolvencia se solucionen de forma oportuna, eficiente e imparcial, con independencia de la instancia administrativa, judicial o convencional por la que opte cada ordenamiento para resolver estos asuntos.

5. Deberá fomentar los sistemas de ejecución colectiva en las situaciones de insolvencia, para evitar que los acreedores intervengan por su cuenta, de manera prematura, en los activos del deudor.

6. Los procedimientos de insolvencia deberán resultar transparentes y previsibles para cualquier persona interesada, y muy especialmente para los

(14) Documento A/CN.9/WP.63/Add.2, apartado A.

(15) Documentos A/CN.9/WG.V/WP.67 y A/CN/WG.V/WP63/Add.1.

(16) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add.1.

inversores, sin perjuicio de que también hayan de respetar un cierto grado de confidencialidad⁽¹⁷⁾.

7. Para que el procedimiento resulte verdaderamente eficaz, deberá procederse de manera sistemática al reconocimiento de los créditos de los acreedores y a establecer reglas claras para su clasificación, procurando que toda gradación se fundamente en criterios jurídico-mercantiles.

8. Por último, y dentro del marco internacional del que lógicamente parte esta futura guía, todo régimen de la insolvencia habría de disponer un marco legal conveniente para la insolvencia transfronteriza y resolver las cuestiones relativas al reconocimiento, acceso y cooperación judicial en los supuestos de insolvencias de ámbito internacional.

Entre las cuestiones o epígrafes más ampliamente tratados hasta el momento, el proyecto regularía las “condiciones de admisibilidad” en un procedimiento de insolvencia, con particular mención a los “deudores a los que será aplicable el régimen de la insolvencia”⁽¹⁸⁾; ofrecería una serie de criterios que permitan decidir la procedencia de iniciar o no un procedimiento de insolvencia⁽¹⁹⁾; y, por último, se tiene previsto tratar del Derecho aplicable en cada caso en los supuestos de conflictos de leyes⁽²⁰⁾. Un tema difícil, en el que parece preferirse no entrar a fondo, sería el de los contratos laborales y la preservación de los puestos de trabajo, aunque la Comisión sí atiende al alcance y contenido de los créditos salariales en caso de una prelación de créditos. Teniendo en cuenta las competencias de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en este ámbito y la distinta sensibilidad política ante el tema, los representantes nacionales se inclinan por mencionar de forma genérica estos elementos, pero sin proceder a un análisis en profundidad de la materia⁽²¹⁾.

A título informativo, la delegación española pudo comunicar a la Comisión el hecho de la publicación en el BOE de la Ley Concursal de 9 de julio de 2003 y, por su parte, la delegación de Polonia informó asimismo de la promulgación en su país de una nueva Ley sobre insolvencia que entraba en vigor en

(17) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add.10, ap. 4.

(18) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add.3. La guía parece inclinarse por un principio de generalidad, que incluyera a todo tipo de deudor, tanto persona física o natural como jurídica, sin olvidar que las entidades con regímenes económicos especiales podrían considerarse excluidas del régimen general de la insolvencia. Vid., en especial, recomendaciones n.ºs 11 y 12.

(19) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add.4.

(20) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add.17, escasamente desarrollado por el momento.

(21) Documento A/CN.9/WG.V/WP.63/Add. 8, III, D.

octubre de 2003. En cualquier caso, los documentos relativos a la Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia fueron examinados de manera rápida, sin entrar en detalle, dejándose muchos aspectos a la reconsideración del Grupo de Trabajo; previsiblemente, en el próximo Plenario, este texto podrá someterse ya a deliberación y aprobación en su totalidad.

III. Arbitraje

Teniendo en cuenta que en esta nota nos limitamos al contenido del informe presentado ante la Comisión, cabe destacar que el Grupo de trabajo encargado de los temas de “arbitraje y conciliación” se ha ocupado muy especialmente de los temas relativos a las medidas cautelares, en las que parece necesario seguir insistiendo. Sobre todo, en el aspecto concreto de si un tribunal arbitral debe entenderse facultado para dictar medidas cautelares a instancia de parte y, en su caso, cómo proceder al reconocimiento y la ejecución de las citadas medidas⁽²²⁾. En el punto 6 del documento A/CN.9/519 consta la satisfacción de la CNUDMI por los avances de este Grupo de trabajo en sus sesiones anteriores, si bien quedan abiertos temas tan importantes como, por ejemplo, la exigibilidad de forma escrita o no para los acuerdos de arbitraje⁽²³⁾. Por lo demás, se ha destacado que otros temas de interés a tratar en las próximas sesiones serían el arbitraje societario, especialmente cuando las partes procedan de Estados diferentes; qué disputas o controversias resulta posible someter a arbitraje; y cómo adaptar a las nuevas necesidades de los negocios el Reglamento de Arbitraje de la CNUDMI de 1976 y, en su caso, la reforma de las “Notas de la CNUDMI sobre la organización de los procedimientos arbitrales”, de 1996⁽²⁴⁾.

IV. Derecho del transporte

Sin duda, el Grupo de trabajo encargado de los temas de Derecho del Transporte tiene ante sí una tarea ardua y ambiciosa, puesto que trata de ofrecer soluciones adecuadas al régimen jurídico de las mercancías transportadas por mar, de puerta a puerta, en todas sus posibles variantes de destino, sin desaten-

(22) Documentos A/CN.9/523, §§ 16-27 y A/CN.9/523, §§ 78-79.

(23) Documento A/58/17, § 203.

(24) Documento A/58/17, § 204. Recuérdese que, además de los anteriores documentos, la CNUDMI cuenta con el “Reglamento de conciliación” de 1980, la “Ley Modelo sobre Arbitraje Comercial Internacional” de 1985 y la “Ley Modelo sobre Conciliación Comercial Internacional” de 2002. Estas Leyes modelo tienen por objeto ayudar a los Estados a reformar y modernizar sus leyes sobre procedimiento arbitral a fin de que tengan en cuenta las características y necesidades especiales del arbitraje comercial internacional.

der los medios de transporte “internos” o terrestres por carretera y ferrocarril⁽²⁵⁾. El Plenario de la Comisión no trató directamente temas concretos sobre el contenido del texto sobre transporte internacional de mercancías, pero es consciente del importante trabajo que está llevando a cabo este Grupo de trabajo, y del valor y contenido de los documentos que se están redactando en él⁽²⁶⁾. En cualquier caso, la Comisión destaca que el futuro texto necesitará de una gran flexibilidad, para que, en su momento, los Estados puedan adherirse a la totalidad o sólo a una parte del régimen global del transporte de puerta a puerta por el que parece inclinarse UNCITRAL, según resulte más conveniente para los ordenamientos respectivos⁽²⁷⁾.

Por el momento, la Comisión no parece haber decidido el tipo concreto y el título exacto del instrumento legislativo que se halla elaborando, aunque sí parece quedar claro que el ámbito de aplicación, como señalábamos en el párrafo anterior, será el del transporte marítimo, abarcando o incluyendo otros modos o medios de transporte que resulten necesarios para cumplir en su totalidad un contrato de transporte “de puerta a puerta”⁽²⁸⁾. Otros aspectos que previsiblemente se desarrollarán en las próximas sesiones de los grupos de trabajo son el concepto y definición del contrato de transporte, su ámbito de aplicación, el concepto de “parte ejecutante” del transporte (ya sea marítimo o no) y, en relación con estas últimas, la responsabilidad de los transportistas o porteadores, los casos de exenciones de responsabilidad, la posibilidad de la distribución de responsabilidad entre varios porteadores y, en general, las obligaciones inherentes a todo contrato de transporte por mar.

Atendido el interés de la CNUDMI por la evolución del comercio electrónico y todos los demás aspectos con él conectados, es también de prever la importancia que adoptará el tema del conocimiento de embarque documentado

(25) Documentos A/58/17, § 207, y A/57/17, §§ 210-221. El Grupo de trabajo sobre el transporte ha sido presidido hasta ahora por el Profesor Rafael Illescas. El calendario que asigna UNCITRAL a este Grupo suele contar con un número de semanas superior al de otros Grupos, por la dificultad del tema y el importante volumen de documentos que se manejan. En cualquier caso, no parece posible que se alcance un resultado final consensuado sobre este Proyecto antes de tres o cinco años.

(26) Vid. www.uncitral.org, documento A/CN.9/WG.III, transporte.

(27) Como ya indicaba MORÁN BOVIO, D., en “35.º período...”, cit., p. 409, el objetivo es llegar a combinar dos opiniones contrapuestas: la opción en favor de que este proyecto se entienda como un documento regulador del transporte de puerta a puerta en su totalidad, frente a otra opinión perfectamente comprensible, que prefiere la opción por los sistemas de puerto a puerto (y por supuesto, sus posibles combinaciones, según casos concretos, de transportes de puerta a puerto, de puerto a puerta, etc.).

(28) Vid. Doc. A/CN.9/544, §§ 16-19.

o “virtualizado” por medios electrónicos ⁽²⁹⁾. En definitiva nos encontraríamos ante la necesidad de combinar dos principios jurídicos: el valor probatorio del conocimiento en cuanto al embarque o cargamento efectivo del buque, y su función como título valor que incorpora el derecho a la entrega, recepción o disposición de las mercancías en el lugar de destino. Su valor probatorio y su admisibilidad formal no parecerían plantear excesivos problemas; en cambio, en su función de título valor, la mayor dificultad radica en cómo identificar al titular del derecho incorporado al título cuando estamos tratando de meros documentos electrónicos como, por ejemplo, un simple archivo de correo electrónico. La práctica parece demostrar, no obstante, que, asumidas las necesarias medidas de seguridad en la red y en los canales informáticos, la transmisión del título más su confirmación o notificación por vía electrónica no deberían plantear graves problemas de coherencia a nivel jurídico.

V. Comercio electrónico

En el 34.º período de sesiones, correspondiente al año 2001, la Comisión consideró que debía empezarse a elaborar un instrumento internacional sobre la contratación electrónica, analizando, al mismo tiempo, los obstáculos planteados a nivel internacional para el pleno desarrollo del comercio electrónico. Tras distintos estudios y deliberaciones, en el año 2002 se presentó ya un primer “Anteproyecto de convención” sobre este tipo de contratos, que ha sido objeto de estudio por el Grupo de Trabajo, y que sigue en proceso de revisión y reelaboración ⁽³⁰⁾. Es de destacar que, si bien se ha escogido de partida la forma de una convención, el Grupo de Trabajo y la propia CNUDMI admiten que se trata sólo de una hipótesis de trabajo que no supone un mandato normativo concreto, y que deja en libertad la decisión final sobre la naturaleza y el valor normativo que deberá adoptar ese instrumento una vez concluya su redacción ⁽³¹⁾.

En el momento de celebrarse el 36.º período de sesiones, el Grupo había analizado los artículos 1 a 11 de este primer Anteproyecto, referidos al ámbito de aplicación, exclusiones, materias que no se regirían por esta convención (en este ámbito se plantea, por ejemplo, una cuestión tan interesante como la aplica-

(29) Vid., p. ej., www.comitemaritime.org. Con interesantes reflexiones al respecto, VAN DER ZIEL, G., “The legal underpinning of e-commerce in maritime transport by the UNCITRAL Draft Instrument on the Carriage of Goods by Sea”, en *JIML* 9 [2003] 5, pp. 461-470.

(30) Teniendo en cuenta las necesarias modificaciones que lógicamente se llevarán a cabo en el texto hasta su adopción definitiva, puede verse su actual redacción en el documento A/CN.9/WG.IV/WP.103, con el título “Anteproyecto de convención sobre la utilización de mensajes de datos en [el comercio internacional] [el contexto de los contratos internacionales]”.

(31) Documento A/CN.9/484, § 124.

bilidad o no de estas normas a los contratos con consumidores), definiciones e interpretación, “ubicación” de las partes, forma de los mensajes, tiempo y lugar del envío y de recepción del mensaje, y contenido mínimo que el mensaje debería contener en el plano de la contratación efectiva⁽³²⁾. La CNUDMI se siente satisfecha con los progresos llevados a cabo hasta el momento y es de destacar la previsible colaboración que se dará entre este organismo y la Cámara de Comercio Internacional, que ha dispuesto por su parte otro grupo de expertos para trabajar las cuestiones jurídicas derivadas del comercio electrónico⁽³³⁾.

VI. Garantías reales

Se trata de un tema de gran trascendencia para el comercio en general, y también para el comercio internacional en particular. Como señala la propia CNUDMI, la preparación de un instrumento sobre las operaciones o los créditos garantizados se manifestaba cada vez más como algo imprescindible, porque todos los países son conscientes de la necesidad de eliminar los obstáculos jurídicos a la negociación y obtención de créditos garantizados, así como de la necesidad de facilitar su disponibilidad y de obtenerlos al menor coste posible⁽³⁴⁾. Por el momento, y a pesar de tratarse de una opinión común en el seno de la Comisión, se ha optado por la vía —discreta en cuanto a su rango normativo— de un “Proyecto de *guía legislativa* sobre operaciones garantizadas”⁽³⁵⁾.

Los asuntos más controvertidos hasta ahora han sido el ámbito de aplicación, alcance y figuras admisibles con fines de garantía en este futuro instrumento⁽³⁶⁾; los sistemas y orden de prelación de las garantías, en su caso⁽³⁷⁾; también resulta un tema espinoso la cuestión de la denominada “*retention of*

(32) Documento A/CN.9/528.

(33) Fundamentalmente la Cámara de Comercio internacional está elaborando una serie de disposiciones o cláusulas contractuales que reciben, de manera provisional, el nombre de *E-terms 2004*. Vid. Documento A/CN.9/WG.IV/WP.107, § 4, *in fine*.

(34) Vid. p. ej. documento A/CN.9/543, pp. 3 y ss.

(35) Documento A/CN.9/WG.VI/WP.9.

(36) Documento A/CN.9/WG.VI/WP.9/Add.1, bajo el título “Prácticas básicas en materia de garantías reales; instrumentos habitualmente designados por el término de garantía”. Posiblemente habrá que evitar en este punto que predomine una influencia excesiva del Derecho norteamericano; v. art. 9 del *Uniform Commercial Code* (UCC) estadounidense. Para una mejor comprensión de algunos de los problemas que surgen entre el Derecho continental o de «civil law» y el Derecho del «common law», vid. una obra bastante clásica en la doctrina francesa, como es la de MORGAN DE RIVERY-GUILLAUD, A.M., *Le droit nord-américain des sûretés mobilières*, LGDJ, París, 1990.

(37) Documento A/CN.9/531, §§ 29-61.

title” a modo de garantía real⁽³⁸⁾; se ha tratado de destacar, por otra parte, la importancia de que los sistemas de inscripción registral de las garantías tengan un fácil acceso y escasos obstáculos procedimentales⁽³⁹⁾; y, de manera especial, se ha atendido a la necesidad de coordinar las cuestiones de interés común para los acreedores garantizados en casos o situaciones de insolvencia de empresas⁽⁴⁰⁾.

VII. Otras cuestiones

Además de los anteriores temas y de cuestiones de calendario y organización para futuras reuniones, el Plenario de la CNUDMI se ocupó de los siguientes asuntos:

1. El seguimiento de la puesta en práctica de la Convención de 1958 sobre el reconocimiento y ejecución de las sentencias arbitrales extranjeras (“Convención de Nueva York”).

2. Nuevos estudios y cuestiones relacionadas con la aplicación de la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Contratación pública de bienes, obras y servicios de 1994, con especial hincapié en los aspectos de contratación pública por vía electrónica (fundamentalmente en subastas y licitaciones), el estudio de las denominadas “*reverse options*” (en las que la licitación se lleva a cabo a partir de un precio predeterminado) y las compras “*off shore*”, en los casos de mercancías de uso público común⁽⁴¹⁾.

3. Posible labor futura en materia de fraude comercial, procurando que el estudio y propuestas que se lleven a cabo se limiten a elementos propios del Derecho mercantil y no se asuman aspectos específicos del Derecho penal.

(38) Documento A/CN.9/532, §§ 80-84.

(39) Recuérdese que ya en el año 2002 se presentaba de manera oficiosa en el marco de UNCITRAL el funcionamiento de algunos sistemas de inscripción registral de garantías reales constituidas sobre bienes muebles, como por ejemplo los de Noruega y Nueva Zelanda (vid. doc. A/CN.9/512, § 65). Las direcciones internet de ambos registros serían: Registro de bienes muebles y de garantías de Nueva Zelanda, <http://www.ppsr.govt.nz>; sobre el registro de Noruega, denominado Brønnøysund Register Centre, pueden solicitarse informaciones a la dirección erik.fossum@brreg.no. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la guía no se referiría a un sistema registral tradicional, sino que se inclinaría por un sistema más próximo al de una notificación. Doc. A/CN.9/531, § 16.

(40) El tema es de tal importancia que la CNUDMI ha decidido que el Grupo de trabajo encargado del tema de insolvencia y el Grupo encargado de las garantías reales deberían celebrar algunas sesiones conjuntas para evitar contradicciones, duplicaciones o incoherencias entre los textos de las dos guías legislativas en proceso de elaboración en sendas materias. Vid. documento A/CN.9/535 y documento A/CN.9/WG.VI/WP.9, § 7.

(41) Documentos A/CN.9/539 y A/CN.9/539/Add.1.

4. Recopilación y difusión de la jurisprudencia sobre textos de la CNUDMI a través de la base de datos y serie “CLOUT” de la propia CNUDMI⁽⁴²⁾.

5. Programas de coordinación, cooperación y difusión de los textos de UNCITRAL en todo el mundo.

6. Los resultados del concurso universitario de arbitraje simulado “Willem Vis International Commercial Arbitration Moot”.

Conforme al calendario propuesto, la 37.^a sesión del Plenario de la CNUDMI tendrá lugar en Nueva York, del 14 de junio al 2 de julio de 2004. Previsiblemente, como indicábamos en un párrafo anterior, su tema central será la Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia, que complementará en buena manera los trabajos hasta ahora llevados a cabo por esta organización dentro de los principios y objetivos generales de las NN.UU. De hecho, como destacaba en la pasada 36.^a sesión el Sr. Hans Corell, Subsecretario para Asuntos Jurídicos de las NN.UU., los textos de la CNUDMI están ofreciendo, fundamentalmente, un marco legal armonizado que permite afianzar y desarrollar los ordenamientos jurídicos de los distintos países en el ámbito del Derecho mercantil. Esta armonización hará posible, a su vez, promover y facilitar el bienestar económico y social de países hoy menos desarrollados, porque tanto los Estados como los habitantes de dichos países podrán acceder con más facilidad y certeza a créditos fiables, celebrar contratos y, en definitiva, se conseguirá promover el comercio de una manera más justa y con un mayor nivel de seguridad jurídica para inversores, empresarios y particulares. Sólo podemos desear que la participación de los Delegados españoles en esta instancia y en estos propósitos siga siendo tan activa y provechosa como lo viene siendo, con constancia y profesionalidad, desde antiguo.

Pilar Barres Benlloch

(42) Vid. de nuevo, la base de datos de la CNUDMI en www.uncitral.org

9. APROBADOS LOS CÓDIGOS DE CONDUCTA DE LAS ENTIDADES SIN ÁNIMO DE LUCRO PARA LA REALIZACIÓN DE INVERSIONES TEMPORALES

Como consecuencia de algunos escándalos producidos en el seno de los mercados de valores españoles, se plantearon algunas críticas a los criterios de inversión usados por determinadas entidades e instituciones sin ánimo de lucro que aceptaron invertir parte de sus activos en operaciones de rentabilidad cuestionable o de elevado riesgo. De ahí que dentro de la conocida como Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero) se incluyera una Disposición adicional tercera que, bajo el título de “Restricciones relativas a las inversiones financieras temporales de entidades sin ánimo de lucro”, encomendaba a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Banco de España y al Ministerio de Economía, cada uno en el ámbito respectivo de su supervisión, la aprobación de Códigos de conducta destinados a establecer reglas específicas para las inversiones financieras temporales de las distintas entidades sin ánimo de lucro que allí se enunciaban. Estas entidades pueden ser tanto Fundaciones como Colegios profesionales, Fondos, Mutuas o Mutualidades, así como cualesquiera otras entidades sujetas a tipos de gravamen reducidos en el Impuesto sobre Sociedades.

En el BOE de 8 de enero de 2004 se ha publicado el Acuerdo de 20 de noviembre de 2003 del Consejo de la CNMV que aprueba el Código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales. Como su propia denominación destaca estamos ante una decisión de la CNMV que no tiene el carácter de norma, sino que busca sobre todo introducir una serie de principios y recomendaciones a los que deberán ajustar sus actividades inversoras las entidades destinatarias de ese Código de conducta. El ámbito de aplicación se enuncia en el apartado 1 del Código, a partir en primer lugar de un criterio subjetivo que lleva a determinar qué se entiende por entidades sin ánimo de lucro. Son tales las Fundaciones, las Asociaciones, los Colegios profesionales, los Fondos de promoción de empleo, Mutuas de seguros y Mutualidades de previsión social, Mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales y cualquier otro tipo de entidad sin ánimo de lucro que esté sujeta al tipo de gravamen reducido en el Impuesto de Sociedades, salvo que estas últimas entidades tuvieran en virtud de su régimen legal específico un régimen particular para sus inversiones.

Desde un punto de vista objetivo, el mismo apartado 1 define lo que son inversiones temporales y se nos dice que serán aquellas que tengan esa condición de acuerdo con el Plan General de Contabilidad, siempre que se trate de inversiones en activos con vencimiento no superior a un año, así como aquellos activos a un plazo superior que deban servir para la obtención a corto plazo de un beneficio basado en las variaciones en sus precios. Por último esas inversiones

se tienen que concretar en valores mobiliarios e instrumentos financieros de acuerdo con las definiciones que aparecen en el art. 2 de la LMV o las participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva de acuerdo con su específica legislación.

Sentado el ámbito de aplicación tan amplio del Código de conducta que analizamos, su apartado 2 aborda los principios y recomendaciones a los que ajustar las inversiones. El primero de ellos es el de la existencia de sistemas de selección y gestión de inversiones, lo que pasa por contar con personas responsables de decidir esas inversiones con conocimientos técnicos suficientes y, además, cuando ello resultara necesario, con la contratación de un asesoramiento profesional que se caracterice por su competencia e independencia. La selección de las inversiones deberá atender, de acuerdo con los principios del Código, a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, lo que implica la búsqueda de un equilibrio entre esos tres principios y también la necesidad de diversificación. Por la liquidez que comportan las inversiones realizadas sobre valores o instrumentos financieros negociados en mercados secundarios oficiales, se impone que éste sea el objeto de las inversiones. Finalmente, y en lo que es una afirmación coherente con los anteriores principios, el Código critica la realización de posibles operaciones que no tengan más que un uso meramente especulativo, y para disuadir de su práctica impone la obligación de una especial explicación de operaciones de esa naturaleza que detalla y que son las ventas en corto, las operaciones intravía, las operaciones en mercados de futuro y opciones, salvo la finalidad de cobertura, y cualesquiera otras de naturaleza especulativa análoga.

A los órganos de gobierno de las entidades destinatarias de este Código se les exige una transparencia informativa con respecto a la aplicación del Código de conducta y, en particular, al seguimiento de las recomendaciones que contiene. Deberán, en consecuencia, especificar aquellas operaciones donde no se cumplan las recomendaciones contenidas en el Código y justificar ese criterio divergente de tales recomendaciones y, además, elaborar un informe anual que deberá de ser facilitado al protectorado, a los partícipes asociados o mutualistas de la entidad, detallando el grado de cumplimiento del Código de conducta aprobado por el Consejo de la CNMV. Las entidades destinatarias del Código deberán aplicarlo ya en relación con el presente ejercicio del año 2004.

En el mismo BOE, se publicó la Resolución de 19 de diciembre de 2003 del Banco de España por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Gobierno de dicha entidad en relación con esta materia y que supone, en síntesis, que el Código aprobado por la CNMV sea también de aplicación en sus mismos términos a las inversiones financieras temporales de las entidades sin ánimo de lucro sometidas a la supervisión del Banco de España.

Jaime Baillo Morales-Arce

10. EL CONCEPTO DE “ACCIÓN CONCERTADA” EN LA NORMATIVA ALEMANA SOBRE OPAS: LA DECISIÓN DEL BAFin (BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEITUNGSAUFSICHT DE 23 DE ENERO DE 2004 EN EL ASUNTO “BEIERSDORF”

En una reciente decisión de 23 de enero de 2004, el “Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht” (“BaFin”) ha venido a clarificar el concepto de “acción concertada” recogido en los artículos 2 (5) y 30 (2) de la Ley sobre OPAs alemana (“WpüG - Wertpapierverwerbs und Übernahme Gesetz”).

1. Hechos

En octubre de 2003, un grupo inversor integrado por tres inversores que eran la sociedad Tchibo Holding AG, HGV Hamburger Gesellschaft (un fondo de inversión de titularidad del Municipio de Hamburgo, donde Beiersdorf tiene sus oficinas centrales) y TROMA Alters und Hinterbliebenenstiftung (un fondo de pensiones creado por Beiersdorf) adquirieron una participación de un 32,6% del capital social de Beiersdorf, una sociedad cotizada alemana que fabrica productos de gran consumo (de los cuales uno de los más conocidos es la crema “Nivea”).

Desde hace meses, la aseguradora Allianz, que era el principal accionista de Beiersdorf con un 43,6% de su capital, venía queriendo desprenderse de dicha participación o de una parte significativa de la misma.

Esta operación fue percibida en buena medida por la opinión pública y los mercados no sólo como un intento de sabotear una oferta pública por parte de uno de los principales competidores de Beiersdorf (Procter & Gamble), sino como un proyecto dirigido a garantizar la presencia de las oficinas centrales de Beiersdorf en Hamburgo.

En octubre de 2003, Allianz alcanzó un acuerdo con el grupo inversor liderado por Tchibo Holding para vender un 32,6% de su participación. En este sentido, el grupo inversor estructuró sus acuerdos de tal suerte que Tchibo Holding adquirió un 19,6% del capital social de Beiersdorf de Allianz, con lo que su participación pasó a un 49,9%, mientras que HGV Hamburger Gesellschaft adquirió un 10% y TROMA un 3%. Como colofón a esta operación, la propia Beiersdorf procedió a ejecutar un acuerdo de recompra de acciones propias del 10% del capital social.

2. Análisis jurídico

Tras una investigación de 3 meses sobre si los hechos descritos eran o no constitutivos de una “acción concertada” entre los integrantes del grupo inver-

sor, el BaFin concluyó que, de conformidad con lo previsto en los artículos 2 (5) y 30 (2) WpüG, no existió dicha concertación. Por ello, el BaFin consideró que no procedía computar conjuntamente las participaciones a los efectos de formular una OPA obligatoria prevista por el artículo 35 (2) WpÜG, toda vez que no podía considerarse alcanzado de forma conjunta el umbral legalmente exigido para tener que formular una OPA sobre el capital social de Beiersdorf.

En opinión del BaFin, el concepto de “acción concertada” exige algo más que la mera simultaneidad en la compra de acciones de la sociedad afectada y un acuerdo o contrato en este sentido. Para el BaFin, resulta determinante que los adquirentes compartan un propósito o intención común de ejercitar conjuntamente su influencia (*gemeinsamer Einwirkung*) sobre la sociedad afectada o de coordinar su actuación para la consecución de sus respectivos objetivos en la persecución de un propósito común. Este sería el caso, por ejemplo, si quisieran proceder a la escisión de la misma en diferentes divisiones, al traslado de su domicilio social o al nombramiento de representantes en el Consejo de Administración o de Vigilancia. Así, por ejemplo, el BaFin no encontró indicio alguno de que los integrantes del grupo inversor se hubieran concertado para mantener la sede efectiva de Beiersdorf en Hamburgo.

3. Conclusiones

La decisión del BaFin alemán en el asunto “Beiersdorf” tiene un indudable interés por cuanto que contribuye a clarificar el elemento más complejo del concepto de “acción concertada”, que es el de los requisitos que debe reunir la finalidad del acuerdo.

Si bien parece evidente que la existencia de un acuerdo o convenio y que el mismo se refiera a la adquisición de acciones de la sociedad afectada constituyen elementos necesarios para poder entender que ha quedado acreditada la “acción concertada”, no parece que la mera coincidencia en el tiempo de dicha adquisición y la firma del acuerdo sean suficientes para considerar que existe una “acción concertada”.

En España, como es bien sabido, la cuestión se planteó con motivo de la incoación de un expediente sancionador por parte de la CNMV en Resolución de 2 de agosto de 2000 contra las sociedades TXU y Electrabel con motivo de la OPA sobre Hidroeléctrica del Cantábrico, expediente que fue finalmente cerrado el 24 de octubre de 2001 por entenderse existía una explicación razonable y alternativa de la actuación por las expedientadas distinta del concierto. Sin embargo, no quedó del todo clarificado qué había de entenderse por “concierto” a los efectos de declarar probada la existencia de una “acción concertada” a los efectos de lo previsto por el artículo 2.1 del Real Decreto 1997/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

En este sentido, nuestra mejor doctrina ha venido entendiendo que solamente cabe entender que existe una “actuación concertada” cuando el acuerdo o concierto entre varias personas que tenga por objeto la adquisición de acciones de una sociedad cotizada tenga además un propósito de actuación conjunta y unitaria a través del derecho de voto (en esta sentido, por todos, vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002, p. 91). En buena medida, esta indagación será eminentemente casuística y deberá hacerse sobre la base de los hechos o indicios concretos disponibles en cada caso, tratando de determinar si los pactos alcanzados persiguen controlar la gestión de la sociedad afectada o sus decisiones en aspectos esenciales de la misma.

La decisión del BaFin en el asunto “Beiersdorf” viene a converger con la apreciación de la extraordinaria importancia que reviste, a la hora de valorar la existencia o no de una “actuación concertada”, el propósito de las partes respecto de la sociedad afectada, y que no todo acuerdo o concierto es, por ello, una “actuación concertada”.

Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo

11. APROBADO EL RÉGIMEN SIMPLIFICADO PARA LA CONTABILIDAD DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

Desde hace años se viene planteando la conveniencia de sentar un modelo normativo de llevanza de la contabilidad que profundice en las particulares circunstancias de pequeñas y medianas sociedades. Para éstas, el cumplimiento del deber de llevar una contabilidad de acuerdo con los principios generales resulta en no pocas ocasiones excesivamente complejo, incluso acudiendo a la posibilidad de formulación abreviada de cualquiera de los documentos que integran las cuentas anuales (con respecto a la versión abreviada de cada uno de los documentos que integran las cuentas anuales, cfr. arts. 181 LSA, para el balance, 190 LSA, para la cuenta de pérdidas y ganancias y 201 LSA, para la memoria, así como el art. 184 LSRL). La expresión de esa adaptación contable más ambiciosa que la que resultaba de la solución “*abreviada*” se tradujo en el plano comunitario en la búsqueda de “*simplificación*” contable. Dentro del ordenamiento español, la introducción general de esa opción se ha producido por medio de Real Decreto 296/2004, de 20 de febrero, *por el que se aprueba el régimen simplificado de la contabilidad* (BOE de 27 de febrero de 2004).

En su largo Preámbulo, el Real Decreto enuncia los antecedentes de esta nueva regulación, que encontró en la disciplina de la sociedad Nueva Empresa

(incorporada a la LSRL por medio de la Ley 7/2003, de 1 de abril), una de sus expresiones más intensas. No sólo porque el art. 141 LSRL enunciara que la contabilidad de ese tipo societario se llevaría de acuerdo con el principio de simplificación de los registros contables, sino porque la posterior introducción en la LSRL de una nueva Disposición adicional decimocuarta (lo que hizo la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social), amplió ese régimen simplificado a una gran variedad de sujetos.

El régimen simplificado de la contabilidad consiste, en esencia, en la autorización para que la llevanza de la contabilidad se concrete en dos documentos: un modelo de libro diario y un modelo de cuentas anuales (art. 1 del Real Decreto 296/2004). A ese régimen pueden acogerse todos los “*sujetos contables*” que cumplan, al menos, dos de las circunstancias que enumera el art. 2.1: (i) que el total del activo no supere un millón de euros, (ii) que el importe neto de la cifra anual de negocios sea inferior a dos millones de euros y (iii) que el número medio de trabajadores no supere los diez. Además, el art. 1.1 exige el cumplimiento de una serie de requisitos heterogéneos de carácter negativo en su mayor parte.

El Libro Diario simplificado, que es uno de los documentos donde se concreta el nuevo régimen contable que estamos examinando, podrá ajustarse al modelo que como anexo 1 incorpora el Real Decreto. Su estructura es muy simple y permite que por la mera suma de sus columnas se obtengan “*las principales masas patrimoniales*”, al tiempo que el resultado del ejercicio se determinará por la mera diferencia entre ingresos y gastos.

Por lo que se refiere a las cuentas anuales simplificadas, el art. 4.1 del Real Decreto reproduce de forma cuasiliteral los principios que al respecto enumera el art. 34 del Código de Comercio: las cuentas anuales simplificadas comprenden el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria, documentos que forman una unidad y que deben ser redactados con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, situación financiera y resultados de la entidad en cuestión. Acompaña el Real Decreto un anexo 2 que incluye los modelos simplificados de tales documentos.

Completando las disposiciones referidas al libro diario y cuentas anuales simplificados, el art. 5 fija para ciertas operaciones (leasing y contratos similares e impuesto sobre sociedades) normas de valoración simplificadas.

A salvo de la disciplina especial que contiene el Real Decreto, los sujetos que se acojan a este nuevo régimen deberán aplicar en todo lo demás el Plan General de Contabilidad y demás normas aplicables.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

12. PUBLICIDAD DEL REGISTRO DE OPERACIONES SOBRE ACCIONES PROPIAS

El pasado 1 de marzo de 2004 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) anunció a través de su página *web* su decisión de poner a disposición del público el registro en el que venían recogiendo las operaciones sobre sus propias acciones realizadas por las sociedades cotizadas. Esta decisión se enmarca en las distintas medidas adoptadas a favor de una mayor transparencia del mercado, que en el plano legislativo tuvo su principal expresión con la publicación de la Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como Ley de Transparencia y en otras normas de desarrollo, de las que se informa en esta misma sección. En este caso, la transparencia supone, sencillamente, poner a disposición del público, y a través del acceso que a ese registro permitirá la página *web* de la CNMV, la información que hasta ahora las entidades cotizadas estaban obligadas a facilitar al citado organismo supervisor.

Es notorio que la autocartera implica, con independencia de otros aspectos, una medida habitual para influir en la cotización de la sociedad y que, además, puede incidir en las relaciones de control societario dada la atomización del capital social. Por ello, desde su inicio el régimen de la autocartera introducido en la reforma de la LSA (vid. sus arts. 74 y ss.), dio lugar a previsiones específicas para sociedades cotizadas, en especial, reduciendo el límite máximo de adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante en el 5% del capital social e imponiendo un deber de comunicación de toda adquisición que superara el 1% de dicho capital (vid. Disposición adicional primera, apartados 1 y 2 LSA). Precisamente para desarrollar ese deber de comunicación se adoptó dentro del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias, una regulación especial de ese deber de comunicación (el Real Decreto fue desarrollado por la Orden de 23 de abril de 1991 y la Circular 2/1991, de 24 de abril).

El art. 18.2 del RD 377/1991 contemplaba excepcionalmente la publicidad de las comunicaciones referidas a la adquisición de acciones propias, puesto que facultaba a la CNMV para ordenar esa publicidad cuando ello fuere preciso *“en aras de la transparencia del mercado o de la protección de los inversores”*. Lo que supone ahora la reciente decisión de la CNMV es convertir en regla general la publicidad de esas comunicaciones, que, sin duda, merece ser elogiada desde la perspectiva de la transparencia como objetivo legislativo y como criterio de funcionamiento de los mercados, al tiempo que no implica deberes informativos adicionales para las sociedades cotizadas.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (coords. Sánchez Calero, F./Sánchez-Calero, J.), Pamplona (2003), 923 pp.

BONTEMPI, P., *Diritto bancario e finanziario*, Milán (2002).

CORSI, F./D'ANGELO, F., *Lezioni di diritto bancario*, Milán (2002), 134 pp.

CHOCLÁN MONTALVO, J.A., “Protección penal del sistema financiero”, en *La Ley* n.º 5865 (7 de octubre de 2003), p. 1.

DÖTZ, N., *Bankenregulierung – regelgebunden oder diskretionär?*, Lohmar (2003), 308 pp.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

FAUCEGLIA, G., *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Turín (2002), pp. VIII-120.

— NORMATIVA DE LA HUE EN MATERIA BANCARIA

BLAZER, “Der Vorschlag der EG-Kommission für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie”, en *ZBB* n.º 3 (2003), p. 177.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CARIELLO, V., “Note minime in tema di Fondazione bancaria controllante solitaria e di obblighi informativi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 2.ª (2003), p. 242.

COSSU, M., “I ‘patrimoni di destinazione’ nella liquidazione coatta amministrativa: la (parziale) svolta della giurisprudenza di merito”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 2.ª (2003), p. 302.

LAMANDINI, M., “Il grupo bancario paritetico: profili di diritto societario e antitrust”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2003), p. 388.

BANCOS

PENNISI, R., “I segni distintivi delle banche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2003), p. 402.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

COSTI, R., “Il grupo cooperativo bancario paritetico”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2003), p. 379.

ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BERGER, “Zur Verfassungsmässigkeit der Jahresbeiträge zur Finanzierung der Entschädigungseinrichtungen nach dem Einlagensicherungs- und Anlegerschädigungsgesetz”, en *WM* n.º 20 (2003), p. 949.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

GIANFELICI, E./GIANFELICI, F., *Il segreto bancario: norme civili, penali e fiscali*, 2.^a ed., Milán (2002), pp. XXX-426.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

AA.VV., *I contratti delle banche*, Turín (2002), pp. VIII-304.

BESSONE, M., “Cartolarizzazione dei crediti ‘Soggetti’, disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza”, en *Dir. Banc.* (2002), I, p. 3.

BONZANINI, L./LEIDI, A., “Privacy e banche: il nuovo regime di trattamento dei dati personali (d.lgs. 28 dicembre 2001, n. 467)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.^a (2003), p. 480.

FLICK, G.M., “Profili penali della cartolarizzazione dei crediti”, en *Riv. trim. dir. pen. econ.* (2001), p. 817.

GRAZIUSO, E., *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Milán (2002), pp. XVI-336.

LIACE, G., *I contratti bancari*, Padua (2002), pp. XII-248.

MASUCCI, D., “Riflessioni in tema di prova dei pagamenti apparenti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2003), p. 383.

MORERA, U., “Sulla figura del ‘mediatore creditizio’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 1.^a, (2003), p. 340.

OMBUDSMAN BANCARIO, *La risoluzione delle controversie tra banche e cliente consumatori*, Roma (2002), 552 pp.

VORTMANN, J., *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, 7.^a ed., Colonia (2002), 256 pp.

WEMER, S., *Geldverkehr im Internet. Ein Praxisleitfaden*, Heidelberg (2002), 243 pp.

— **CUENTA CORRIENTE**

INZITARI, B., “Diversa funzione della chiusura nel conto ordinario e in quello bancario. Anatocismo e commissione di massimo scoperto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2003), p. 463.

— **GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA**

CARRASCO, A./CARRETERO, A., “El derecho de prenda en la Ley 19/2002, de Cataluña, de derechos reales de garantía”, en *Revista Jurídica de Cataluña* n.º 4 (2003), p. 973.

FRIGENI, C., “Alcune nuove pronunce sul contratto autonomo di garanzia”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 2.^a (2003), p. 267.

GATTI, S., *Il credito sul pegno*, 2.^a ed., Milán (2002), pp. VIII-294.

ROSENBERG/KRUSE VON, “Patronatserklärungen in der M&A Praxis und in der Unternehmenskrise”, en *BB* n.º 13 (2003), p. 641.

— **OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO**

TRANE, P., *La carte di credito*, Milán (2002), pp. XVI-196.

— **CONTRATO DE LEASING**

GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Leasing financiero mobiliario. Contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, Madrid (2002), 250 pp.

LA TORRE, M.R., *Manuale della locazione finanziaria*, Milán (2002), pp. XXII-674.

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO
EN MATERIA BURSÁTIL
EN OTROS PAÍSES Y EN LA UE**

ARCHNER, G., *Das neue Investmentrecht. Kommentar zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG) und zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, Stuttgart (2003), 300 pp.

ARGEMÜLLER, N.O., *Internationale Finanzmärkte und Finanzmarktrisiken*, Gotinga (2002), 238 pp.

BENVENUTO, I., “El sistema del controllo nelle società controllate da società con azioni quotate”, en *Rivista del Diritto commerciale* números 3-4/5-6 (2002), p. 237.

BLUMENTRITT, J., *Die privatrechtlich organisierte Börse. Ein Beitrag zur Diskussion um die Neuordnung des Börsenwesens*, Frankfurt (2003), 336 pp.

BÜHLER, C., *US Corporate Governance Reform. Impact on NYSE-Listed Swiss Companies*, Zurich (2003), 70 pp.

DAMRAU, J., *Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht. Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung der deutschen Börsen und ihrer Träger*, Berlin (2003), 470 pp.

DONALD, “Die Entwicklung der US-amerikanischen Corporate Governance nach Enron”, en *WM* n.º 15 (2003), p. 705.

FORSTINGER/JENATSCHKE, “Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabes von Organwaltem durch den Corporate Governance Kodex”, en *GsRZ* n.º 3 (2003), p. 139.

GAMBINO, “Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanzia-

mento dell'impresa”, en *Giurisprudenza commerciale* (2002), p. 641.

GRUSON, M./KUBICEK, M., “Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil II)”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 8 (2003), p. 393.

HAUSMANINGER, C./KLETTER, M./BURGER, E., *Der österreichische Corporate Governance Kodex. Kurzkommentar*, Viena (2003), 384 pp.

HOLZBOM/FOELSCH, “Die Europäische Aktiengesellschaft, das Internationale und das deutsche Konzernrecht”, en *NJW* n.º 13 (2003), p. 932.

JUNGMICHEL, “Basel II und die möglichen Folgen”, en *WM* n.º 25 (2003), p. 1209.

KASTSAS, T., *Conduct of Business Rules für Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Europa. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Umsetzung der Richtlinie 93/22 über die Wertpapierdienstleistungen am Beispiel ausgewählter europäischer Rechtsordnungen (Belgien, England, Griechenland, Deutschland, Österreich)*, Berlin (2002), 86 pp.

KIESER, C., *Corporate Governance in den Niederlanden*, Berlin (2003), 246 pp.

MACEY, “Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron”, en *Giurisprudenza commerciale* n.º 29.6 (2002), p. 754.

NONNENMACHER, R., *Fokus Corporate Governance. Die Rolle des Wirtschaftsprüfers für das Funktionieren der Value*, Berlin (2003), 55 pp.

OSER/ORTH/WADER, “Die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex in der Praxis – Empirische Untersuchung zur Entsprechenserklärung”, en *DB* n.º 25 (2003), p. 1337.

REGELIIN/FISHER, “Zum Stand der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act aus deutscher Sicht”, en *ISr* n.º 8 (2003), p. 276.

RINGLEB, H./KREMER, T./LUTTER, M./V. WERDER, A., *Deutscher Corporate Governance Kodex Kommentar*, Múnich (2003), 308 pp.

SCHEFFLER, “Aufgaben und Zusammensetzung von Prüfungsausschüssen (Audit Committees)”, en *ZGR* n.º 2 (2003), p. 236.

VON DER CRONE, “Markt und Intervention – Erste Folgerungen aus der aktuellen Krise”, en *SZW/RSDA* n.º 2 (2003), p. 57.

VON KOPP-COLOMB, “Die neuen Regelungen zur Wertpapieranalyse in Deutschland”, en *WM* n.º 13 (2003), p. 609.

VONTOBEL, W., *Die heimlichen Spielregeln der Finanzmärkte*, Frankfurt (2002), 199 pp.

WALSH/THEISING, “Die extraterritoriale Arwendung der US-Standards zu Corporate Governance in Europa”, en *SZW/RSDA* n.º 2 (2003), p. 84.

WESTERBURG, J., *Die Kontrolle des Vorstands durch Aufsichtsrat und Abschlussprüfer. Eine Studie anhand von Fallbeispielen (Balsam AG, Bremer Vulkan Verbund AG, Philipp Hotzmann AG und Metallgesellschaft AG) zur Rechtslage vor und nach dem KonTraG*, Hamburgo (2002), 390 pp.

WOLF, “Die Regelungen des Sarbanes-Oxley Act”, en *BBK* n.º 8 (2003), p. 357.

— **OTROS ÓRGANOS
DE VIGILANCIA Y CONTROL**

CAVALLINI, C., “Il procedimento di opposizione alle sanzioni della Consob e

della Banca d'Italia”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 1.ª (2003), p. 266.

— **RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN
DE LOS MERCADOS**

DEHLINGER, K.D., *Vertragliche Marktsegmentregulierung an Wertpapierbörsen*, Baden-Baden (2003), 229 pp.

GEBHARDT, “Prime und General Standard: Die Neusegmentierung des Aktienmarktes an der Frankfurter Wertpapierbörse”, en *WM* n.º 14 (2003).

WEBER/SCHALLER, “Rechtliche Aspekte der Selbstkotierung einer Börsen-AG”, en *SJZ* n.º 15 (2003), p. 370.

— **ADMISIÓN A LA COTIZACIÓN Y
EXCLUSIÓN**

ESSERS/WEISNER/SCHLIENKAMP, “Anforderungen des BGH an den Rückzug von der Börse – die Macrotron-Entscheidung des BGH”, en *DStR* n.º 24 (2003), p. 985.

GEYRHALTER/GRÄNSSLER, “Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen eines formalen Delistings”, en *NZG* n.º 7 (2003), p. 313.

GERING, G., *Börsengänge aus der Perspektive der Corporate Governance. Die Entwicklung in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung des Neuen Marktes*, Wiesbaden (2003), 281 pp.

GRAVENHORST, J., *Plazierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung. Eine interdisziplinäre Analyse der Börseneinführung unter rechtlichen und ökonomischen Gesichtspunkten*, Baden-Baden (2003), 210 pp.

HOLZBOM, “BGH verschärft Delisting-Voraussetzungen – Paragraph 58 Börso

Frankfurter Wertpapierbörse von dem Hintergrund des Macroton-Urteils des BGH”, en *WM* n.º 23 (2003), p. 1.105.

— **CONTRATOS BURSÁTILES.
EN GENERAL**

HÄUSELMANN, “Grenzüberschreitender Wertpapierhandel unter Einschaffung von Auslandsniederlassungen und Tochtergesellschaften”, en *IstR* n.º 4 (2003), p. 139.

RÖSSNER/BOLKART, “Rechtliche und verfahrenstaktische Analyse des Vorgehens geschädigter Anleger bei fehlerhaften Unternehmensmeldungen”, en *WM* n.º 20 (2003), p. 960.

STEPHAN, K.-D., “Angebotsaktualisierung”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 10 (2003), p. 551.

— **OPAs**

BIRKENKÄMPER, A., *Rechtsfragen feindlicher Übernahmen. Juristische Nachlese zum Fall Krupp/Thyssen*, Frankfurt (2003), 274 pp.

BREDOW, “Befreiung vom Pflichtangebot nach WpÜG bei Selbstverpflichtung zur Durchführung eines Squeeze-out”, en *DB* n.º 25 (2003), p. 1368.

CASPER, “Acting in Concert – Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes”, en *ZIP* n.º 33 (2003), p. 1469.

GALL, M., “Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz”, Viena (2003), 322 pp.

GRABBE/FETT, “Pflichtangebot im Zuge von Verschmelzungen?”, en *NZG* n.º 16 (2003), p. 755.

MORGEN, V., “Das Squeeze-Out und seine Folgen für AG und GmbH”, en *WM* n.º 32 (2003), p. 1553.

SELLMANN, “Ausgleichs- und Verfahrensregelungen des Squeeze-out auf dem Prüfstand des Verfassungsrechts”, en *WM* n.º 32 (2003), p. 1545.

— **RÉGIMEN DE LOS INSIDER**

ABRAM, “Ansprüche von Anegem wegen Verstosses gegen Publizitätspflichten oder den Deutsche Corporate Governance Kodex”, en *NZG* n.º 7 (2003), p. 307.

ÁLVAREZ, M., *Zwischenberichterstattung nach Börsenrecht DRS, IAS und US-GAAP*, 2.ª ed., Berlín (2003), 219 pp.

ARICI, L., “Il reato di insider trading nella legislazione italiana”, en *Riv. Guardia fin.* (2002), p. 1.129.

BAUMS, “Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany”, en *Giurisprudenza commerciale* n.º 30.1 (2003), p. 53.

BONELLI, “Disciplina dei fusi informative infragruppo nelle società quotate”, en *Giurisprudenza commerciale* n.º 29.6 (2002), p. 681.

DÜHN, M., *Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen. De lege lata und de lege ferenda*, Frankfurt (2003), 364 pp.

HAMMEN, “Zwischenberichtspflicht im Geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse?”, en *WM* n.º 21 (2003), p. 997.

LIAPPIS, D., *Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse. Von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung aus unregelmäßigen Informationsdienstleistungen (IPO-Studie, Un-*

ternehmenspräsentation), Berlín (2003), 247 pp.

LUZZI, “Il ‘concerto grosso’: variazioni sul tema dell’o.p.a.”, en *Giurisprudenza commerciale* n.º 29.6 (2002), p. 655.

NOACK, U., “Elektronische Publizität im Aktien- und Kapitalmarktrecht in Deutschland und Europa”, en *Die Aktiengesellschaft* n.º 10 (2003), p. 537.

SANDER, M., *Moderne Kommunikationsformen im deutschen und europäischen Gesellschaftsrecht*, Frankfurt (2003), 240 pp.

VEIL, “Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher

Informationshaftung”, en *ZHR* n.º 4 (2003), p. 365.

WALDHAUSEN, S., *Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache*, Baden-Baden (2002), 326 pp.

WITTUHN/GIERMANN, “Herausdrängen von Minderheitsaktionären einer Aktiengesellschaft – Gestaltungsmöglichkeiten beim squeeze out”, en *MDR* n.º 8 (2003), p. 372.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BERGER/STECK, “Regulierung von Hedgefonds in Deutschland”, en *ZBB* n.º 3 (2003), p. 195.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

CARUSSO, “Conformazione statutaria del privilegio ‘redituale’ e definizione legale del continuo delle azioni (di risparmio)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2003), p. 418.

FUCHS, “Tracking Stock – Espartenaktien als Finanzierungsinstrument für deutsche Aktiengesellschaften”, en *ZGR* n.º 2 (2003), p. 167.

KÄPPLINGER, M., *Inhaltskontrolle von Aktienoptionen. Auf der Grundlage einer rechtstaatsächlichen Untersuchung*, Baden-Baden (2003), 176 pp.

PAVONE LA ROSA, A., “Circolazione delle azioni e legittimazione all’esercizio dei diritti sociali”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 1.ª (2003), p. 249.

WILLEMSSEN/MÜLLER-BONANNI, “Aktienoptionen beim Betriebsübergang”, en *ZIP* n.º 27 (2003), p. 1177.

TÍTULOS CAMBIARIOS

DE LUCA, N., “Pagamento cambiario e revocatoria fallimentare: qualche spunto di riflessione”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 2.ª, (2003), p. 357.

LETRA DE CAMBIO

CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., “Efectos de la letra de cambio sobre el aval cambiario (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 28 de marzo de 2003)”, en *Actualidad Civil* n.º 36 (29 de septiembre al 5 de octubre de 2003), p. 983.

MUCCIARONE, G., “Sulla omessa presentazione della cambiale al pagamento in termini”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3, parte 1.ª (2003), p. 28.

BANCO DE ESPAÑA. *Regulación contable de las entidades de crédito en la Unión Europea 2003*. Madrid (2003) 578 pp.

La reforma contable que desde hace años se viene preparando y que va a suponer cambios muy importantes para las sociedades españolas, en particular para las cotizadas, también tendrá su evidente y fundamental repercusión sobre nuestras entidades de crédito. A través de este volumen, el Banco de España ha recopilado distintas disposiciones y recomendaciones comunitarias que permiten un mejor acceso a las normas internacionales de contabilidad que a partir de 2005 serán obligatorias para todos los grupos con valores cotizados.