ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- El depósito bancario estructurado. *Emilio Díaz Ruiz y Salvador Ruiz Bachs* 9
- Prenda de créditos y negocio fiduciario —venta en garantía—. *Abel Benito Veiga Copo* 57
- Las garantías del contrato de futuros financieros. *Alfonso de Contreras Vilches* 125

CRÓNICA

- Líneas generales del régimen del Comité de auditoría de las sociedades cotizadas. *Fernando Sánchez Calero* 191
- El código de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. *María Àngels Orriols Sallés* 219
- Buena fe y contratación bancaria desde el futuro Derecho contractual europeo (diligencia y responsabilidad contractuales por error en el abono en cuenta corriente bancaria). *Manuel Chamorro Posada* 233
- Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa. *Santiago González-Varas Ibáñez* 251

DOCUMENTOS

- Informe del Grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión Europea 277

- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición 345

JURISPRUDENCIA

- Fianza en garantía de obligaciones futuras. Fianza prestada por uno de los cónyuges y modificación posterior del régimen económico matrimonial. *Andrés Domínguez Luelmo* 369

NOTICIAS

1. La responsabilidad del auditor frente a los acreedores. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 395
2. Publicación del Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa. *Fernando Sánchez Calero* 396
3. 35.º Período de Sesiones del Plenario de UNCITRAL-CNUDMI (Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional). *David Morán Bovio* 401
4. Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. *Alberto Javier Tapia Hermida* 413
5. Propuestas de la SEC para la reforma de la SARBANES-OAXLEY ACT sobre independencia del auditor y deber de custodia de los papeles de auditoría. *M.ª Victoria Petit Lavall* 415
6. Evolución del Derecho europeo hacia una mayor transparencia de las sociedades cotizadas ante la pretensión del funcionamiento en la UE de un mercado único de valores. *Fernando Sánchez Calero* 419
7. El Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. *Alberto Javier Tapia Hermida* 423
8. Lista enunciativa de los mercados regulados europeos. *Jaime Baillo Morales-Arce* 426
9. Dictamen del Comité Económico y Social sobre la Comunicación en materia de Derecho contractual europeo. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 427
10. Publicación del Informe Aldama. *Jaime Baillo Morales-Arce* . 430

	<u>Página</u>
11. Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	431
12. Propuesta de Directiva comunitaria sobre crédito a los consumidores. <i>María Candelas Sánchez de Miguel</i>	433
13. Nuevo régimen jurídico en la comunicación de la relación de agentes de las Entidades de Crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros (Circular 6/2002 del Banco de España). <i>Jon Salinas Aguirre</i>	435

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	443
--------------------	-----

ARTÍCULOS

EL DEPÓSITO BANCARIO ESTRUCTURADO

EMILIO DÍAZ RUIZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil UCM

SALVADOR RUIZ BACHS

Abogado

SUMARIO

I. EL DEPÓSITO ESTRUCTURADO EN LA PRÁCTICA FINANCIERA.

- 1. Descripción general del depósito estructurado y sus principales tipos.**
- 2. Distinción de los depósitos estructurados respecto del depósito a plazo y de los derivados.**

II. NATURALEZA Y CARACTERIZACIÓN JURÍDICA.

III. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE DEPENDIENDO DE LA FORMA DE EMISIÓN Y CARACTERÍSTICAS FINANCIERAS.

- 1. Depósitos estructurados negociados singularmente.**
- 2. Depósitos estructurados emitidos y ofrecidos en masa.**

RDBB núm. 89 / Enero-Marzo 2003

IV. **NORMAS DE CONDUCTA Y SUPERVISIÓN: APLICABILIDAD AL DEPÓSITO ESTRUCTURADO.**

- 1. La Circular 3/2000: delimitación de los contratos bancarios frente a los instrumentos financieros.**
 - 2. Normas de conducta y supervisión aplicables a los depósitos estructurados con compromiso de devolución íntegra del principal.**
 - 3. Los depósitos estructurados sin compromiso de devolución íntegra del principal y la LMV.**
 - 4. Análisis crítico de la calificación de ciertos depósitos estructurados como instrumentos financieros.**
-

I. **EL DEPÓSITO ESTRUCTURADO EN LA PRÁCTICA FINANCIERA**

1. Descripción general del depósito estructurado y sus principales tipos

El depósito estructurado es un producto financiero de reciente creación surgido en el proceso de desarrollo e innovación experimentado por el sistema financiero en las últimas décadas ⁽¹⁾. El depósito estructurado no es un producto financiero unívoco o único. Bajo la denominación de depósito estructurado coexisten un amplio conjunto de contratos financieros atípicos producto de la integración de las prestaciones típicas del contrato de depósito bancario de dinero a plazo (también denominado por la práctica bancaria y la jurisprudencia como imposición a plazo fijo) y de alguno de los instrumentos financieros

(1) En el marco de dicho proceso las entidades bancarias han diseñado nuevos productos financieros *ex novo* o mediante su combinación con los productos financieros tradicionales como los valores negociables, los préstamos o los depósitos. Nuestro país no ha sido en absoluto ajeno a tal fenómeno. Así, entre los folletos de emisión verificados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podemos encontrar emisiones de warrants, de instrumentos financieros de denominación atípica como los certificados, o de folletos de contratos financieros atípicos. En el 2001 se verificaron, al menos, 5 folletos de programas de emisión de warrants y 5 folletos de contratos financieros atípicos; pero en el año 2000, un año mejor para la renta variable, se verificaron, por lo menos, 15 folletos relativos a contratos financieros atípicos y 9 de emisiones o programas de emisiones de valores atípicos o estructurados (warrants, bonos índice o certificados). El contenido de todos los folletos referidos puede examinarse en la página web de la referida entidad (www.cnmv.es) en formato PDF (aunque no se recogen aquí todos los verificados).

derivados, ya sean contratos de opción financiera, contratos de futuros financieros o a plazo o contratos de permuta financiera. Dado que los instrumentos financieros derivados presentan, a su vez, infinidad de variantes, tanto en subyacentes ⁽²⁾, como en cuanto a las prestaciones de cada una de las partes ⁽³⁾, o en cuanto a su liquidación ⁽⁴⁾, no es de extrañar que hayan proliferado numerosos tipos de depósitos estructurados de diferentes términos y condiciones. Por tanto, parece aconsejable comenzar por la descripción de los principales tipos de depósitos estructurados cuya celebración es más frecuente en la práctica financiera española e internacional para transmitir una idea más clara del tipo de contrato en el que se centra nuestro análisis.

En nuestro país, aquellos depósitos estructurados que no llevan aparejado el compromiso de reembolso íntegro del principal recibido han sido encuadrados, a través de la Circular 3/2000 (en adelante “Circular 3/2000”), de 30 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”) en el concepto más amplio de contratos financieros atípicos y su oferta de suscripción al público se ha sometido al cumplimiento de los requisitos establecidos por el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (en adelante “Real Decreto 291/1992”), lo que supone, entre otras cuestiones, la verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo respecto de su oferta al público. Por tanto, los folletos verificados por la CNMV constituyen una primera fuente de información sobre los depósitos estructurados ofrecidos al público en nuestro país.

(2) Los subyacentes son los activos o magnitudes económicas cuyo riesgo de fluctuación, depreciación o pérdida se pretende gestionar o cubrir a través de la concertación de un instrumento financiero derivado. Estos subyacentes pueden ser valores de renta variable o de renta fija, instrumentos financieros, tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles o de otra índole, cestas de éstos, el crédito o solvencia de un emisor o el cumplimiento por éste de unas obligaciones contractuales, el precio de bienes o servicios y casi cualquier tipo de activo o variable susceptible de generar un riesgo de índole financiera o económica con tal de que la formación de esos precios o la determinación de esa variable sea pública e independiente de la voluntad de las partes.

(3) Cada una de las partes de un derivado puede asumir obligaciones de pago o de entrega que supongan bien adquirir, en su totalidad o en parte, el riesgo derivado del subyacente o bien cubrir dicho riesgo o transmitírselo a la contraparte.

(4) La liquidación de un derivado se puede realizar mediante la entrega física de un cierto subyacente a un precio previamente determinado (liquidación que se denomina por entregas), o mediante el pago de una cantidad de dinero que suele ser, por lo general, la diferencia entre el valor de cotización y un precio previamente pactado del subyacente (liquidación que se denomina por diferencias). Todas estas posibilidades caben en los depósitos estructurados.

Los depósitos estructurados cuyos folletos han sido verificados y registrados en la CNMV pertenecen a un único tipo de depósito estructurado⁽⁵⁾. Mediante estos folletos, las entidades de crédito han ofrecido a los inversores la posibilidad de concertar un depósito bancario a plazo y una opción *put* (opción financiera de venta) sobre acciones negociadas en la bolsa española. Para suscribir el depósito estructurado, el cliente efectuaba un depósito bancario a plazo de una determinada cantidad y la entidad de crédito, por su parte, se comprometía bien a devolver a vencimiento el importe inicialmente depositado, si el precio de referencia final de la acción utilizada como subyacente en el mercado continuo (SIBE) era igual o superior a un determinado precio de ejercicio (un porcentaje del precio de referencia inicial), o bien a entregar en pago del depósito una cantidad de esas acciones en caso contrario. El número de acciones a entregar por la entidad de crédito era calculado tomando como referencia el principal del depósito y equivalía al número de acciones que el cliente hubiera podido comprar con el importe de dicho depósito a un precio por acción igual al precio de ejercicio. La entidad de crédito se obligaba, en todo caso, a pagar al depositante un tipo de interés sobre el principal depositado. El depósito estructurado no era negociable. Aunque el grado de complejidad y, claro está, los subyacentes y los términos financieros (importes máximos, tipos de interés y otras variables de índole financiera) varían entre las distintas ofertas de depósitos estructurados verificadas por la CNMV, todas ellas comparten el esquema común anteriormente descrito⁽⁶⁾.

(5) En la página web de la CNMV, se muestran en formato completo PDF alrededor de una treintena de folletos de contratos financieros atípicos inscritos en el registro de dicho supervisor desde el año 1998 hasta la actualidad y de los cuales la inmensa mayoría se refieren precisamente a depósitos estructurados. Sólo 6 folletos corresponden a un tipo de contrato atípico que no podemos calificar ni encuadrar en el concepto de depósito estructurado, pues no llevaba aparejada la constitución de una imposición a plazo fijo. Estos contratos financieros atípicos consistían en la constitución de un depósito de valores por el cliente en el banco junto con la venta de forma vinculada e insoluble por el cliente de una opción financiera de compra (*call*) sobre dichos valores. Al final del período pactado, el banco podía ejercitar la opción financiera de compra (*call*) si, a fecha de vencimiento, las acciones subyacentes habían excedido un valor de cotización de referencia.

(6) En este sentido, pueden verse, entre otras, las ofertas de BBVA, vinculada a sus propias acciones (23 de enero de 2001) y a acciones de Telefónica (6 de junio de 2001), del Banco de la Pequeña y Mediana Empresa vinculado a acciones de Repsol YPF, (25 de enero de 2001), del Banco Santander Central Hispano, vinculado a sus propias acciones (1 de marzo de 2001), del Banco Guipuzcoano, vinculado a acciones de Telefónica, (18 de mayo de 2001), del Banco Español de Crédito vinculado a las acciones de Telefónica (11 de enero de 2002), y de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y La Rioja vinculados a las acciones de Telefónica y Endesa (19 de febrero de 2002). En todos estos casos, la fecha corresponde a la fecha de inscripción del folleto en la CNMV.

Este tipo de depósito estructurado que surge de la integración de una imposición a plazo fijo con una opción financiera de venta (*put*) se denomina *reverse convertible* en la práctica financiera internacional y es un depósito bancario en el que se sustituye (o se da el derecho a la entidad de crédito a sustituir) la obligación de restitución del importe principal depositado por una obligación de entrega de una cantidad pactada de un subyacente determinado (generalmente acciones cotizadas), o de su precio o valor, en caso de pérdida de valor del subyacente. Estos depósitos estructurados pueden presentar en la práctica múltiples variantes. Pueden incorporar opciones financieras de ejercicio automático o no automático (aunque esto es menos frecuente), configurándose, en este último caso, la obligación del depositario como una obligación alternativa a discreción del depositario (que tiene entonces la posibilidad a vencimiento de ejercitar la opción de venta del activo o activos subyacentes o restituir el principal) ⁽⁷⁾. El subyacente puede ser cualquiera de los utilizados en instrumentos financieros derivados, aunque suelen ser acciones cotizadas. Cuando el depósito estructurado contempla como obligación o posibilidad, de cumplirse las condiciones previstas, la entrega del activo subyacente, este tipo de depósito estructurado suele incorporar un pacto, a discreción de la entidad financiera, de liquidar el depósito estructurado mediante la entrega de los activos subyacentes o bien mediante el pago de un importe de dinero equivalente al valor de cotización de los activos subyacentes en la fecha de liquidación.

Un segundo tipo muy habitual de depósito estructurado es aquél en el que el depositante constituye un depósito bancario y el depositario se obliga, en el momento del vencimiento, bien a pagar un importe de dinero calculado con referencia al importe inicialmente depositado y a la evolución de un determinado activo subyacente o bien (aunque esto es menos habitual) a entregar una cantidad pactada del activo subyacente en el supuesto de que éste haya superado un determinado valor de referencia. Este depósito estructurado es el resultado de la integración de las prestaciones de un depósito bancario a plazo y, bien una opción financiera *call* que adquiere el depositante al depositario o bien una operación financiera a plazo (un futuro) en el que el depositante adquiere la posición de teórico comprador del subyacente. En el caso del depósito estructurado que incorpora una opción financiera *call* el depositante no asume ningún

(7) En nuestro derecho, la configuración de la obligación de una u otra forma podría tener consecuencias importantes por cuanto, a falta de pacto expreso, deberían serle aplicables las normas del Código Civil relativas a obligaciones condicionales o a las obligaciones alternativas respecto, por ejemplo, de la imposibilidad de cumplimiento de la prestación de entrega de los subyacentes.

riesgo de reducción del valor del subyacente ⁽⁸⁾. Sin embargo, en aquellos que incorporan una operación financiera a plazo el depositante asume el riesgo de que el valor del subyacente evolucione desfavorablemente ⁽⁹⁾. En este tipo de depósito estructurado, el depositante está realizando indirectamente una inversión en el subyacente del depósito. Al contrario de lo que sucede en el *reverse convertible*, en este depósito estructurado la ganancia potencial del depositante generalmente no está limitada y depende de la evolución favorable del subyacente. Como los *reverse convertibles*, estos depósitos también presentan una multitud de variantes en cuanto a subyacentes, configuración de la obligación y otras características. La configuración de la obligación del depositario puede ser la de una obligación cierta pero determinable en el futuro dependiendo de la evolución del subyacente (lo más frecuente), o bien ser una obligación condicionada ⁽¹⁰⁾ o alternativa condicionada a elección del depositante ⁽¹¹⁾. Estos depósitos estructurados se conciertan también sobre una variedad de subyacentes y es frecuente el diseño de este tipo de depósitos estructurados a partir de los tipos de opciones financieras más sofisticados como las opciones *call* del tipo

⁽⁸⁾ Lo que no quiere necesariamente decir que se asegure el total reembolso del principal. Por ejemplo, un depósito perteneciente a este tipo podría pactar el reembolso del 90% del principal depositado más un importe equivalente a la revalorización, si la hubiera, de una determinada acción desde la constitución hasta el vencimiento del depósito. El depositante en este caso no recuperará la totalidad del principal si la cotización ha evolucionado desfavorablemente, pero no corre riesgo de que la acción subyacente se desplome.

⁽⁹⁾ Por ejemplo, el depositante constituye un depósito de 100 euros vinculado a una cesta de tres acciones cotizadas, pactándose que el depositario restituirá en el momento de vencimiento del depósito el resultado de multiplicar los 100 euros iniciales por el cociente entre el valor final de la cesta y su valor inicial. Si la cesta inicialmente valía 10 y al final del período su valor se ha incrementado a 12, el depositario deberá devolver 120 euros. Por el contrario, si su valor se reduce a 6, el depositario únicamente deberá restituir 60 euros al depositante.

⁽¹⁰⁾ Por ejemplo, el depositante constituye un depósito de 100 euros vinculado al precio de la sociedad A cuyo precio de cotización en el momento de constitución del depósito es de 10 euros, pactándose en el contrato de depósito estructurado que el depositario entregará a vencimiento, en el caso de que el precio de la acción de la sociedad A supere 15 euros, 10 acciones, y, en caso contrario, el importe inicialmente depositado.

⁽¹¹⁾ Por ejemplo, el depositante constituye un depósito de 100 euros vinculado al precio de la sociedad B cuyo precio de cotización en el momento de constitución del depósito es de 10 euros, pactándose en el contrato de depósito estructurado que el depositante tendrá derecho a exigir la entrega a vencimiento de 10 acciones de la sociedad B, en vez del importe inicialmente depositado, en el caso de que el precio de la acción de la sociedad B supere 15 euros.

asiático o exótico sobre índices o cestas de índices⁽¹²⁾. En los casos en que los depósitos estructurados incorporan una obligación de entrega del subyacente por parte del depositario, también se da a veces la opción de cumplir esa obligación bien mediante su entrega o bien mediante el pago del importe en dinero equivalente a la cotización del subyacente en la fecha de liquidación.

En este segundo tipo de depósito estructurado, el depositante puede asumir o no el riesgo de perder el principal. La modalidad de depósito estructurado que garantiza el reembolso total del principal depositado se denomina normalmente depósito con principal protegido o garantizado (en inglés *principal protected*). Respecto de estos depósitos, podría discutirse si deben encuadrarse en la figura del depósito estructurado o deberían, por el contrario, ser considerados como simples depósitos bancarios a plazo con una forma particular de fijación de su remuneración. Al fin y al cabo, el pacto de intereses tiene tradicionalmente en nuestro derecho un carácter de accesorio sin que sea preciso que se configure como porcentaje del principal y, por tanto, la obligación principal del depósito es la devolución del principal por el depositario y no su prestación de remunerar al depositante por el tiempo que tuvo depositado su dinero. Aunque dicha cuestión no es sencilla, nos inclinamos por considerar a estos contratos como verdaderos depósitos estructurados. Desde un punto de vista estrictamente económico, estos depósitos también son producto de la integración de un depósito a plazo y de un instrumento financiero derivado y ofrecen una remuneración variable que depende de la evolución del activo subyacente al que se encuentran referenciados. Su causa para el inversor es fundamentalmente la asunción de un riesgo de inversión sobre el activo subyacente, aunque sólo sea respecto de la remuneración y no se asuma la posibilidad de pérdida del principal del depósito bancario. Por último, si bien es cierto que el pacto de intereses es claramente accesorio en el depósito ordinario y en los depósitos bancarios a la vista, dicha accesoriedad no es tan clara ni en la imposición a plazo fijo ni en el depósito estructurado. Dichos contratos bancarios son esencialmente onerosos, pues el motivo de constituir el depósito a plazo indisponible es la de percibir una remuneración aunque dicha remuneración pueda ser aleatoria en el depósito estructurado al conllevar, además, la asunción de un riesgo de inversión. Aunque esta distinción entre depósitos con principal protegido y sin tenerlo puede parecer una mera cuestión teórica, ha tenido en nuestro país una importante trascenden-

(12) Por ejemplo, es relativamente frecuente encontrar entre estos tipos de depósitos estructurados aquéllos en el que el importe a devolver por el depositario debe ser calculado tomando como referencia una media ponderada de los valores de un índice o cestas de índices en distintas fechas de valoración pactadas. Este pacto tiene por objeto que ni la entidad de crédito ni el inversor se vean afectados por fluctuaciones muy bruscas y a muy corto plazo del valor del activo subyacente.

cia práctica. La CNMV ha trazado la línea divisoria entre los productos financieros que consideraba como meros contratos bancarios sometidos a la supervisión del Banco de España y aquéllos que consideraba como instrumentos financieros según el apartado segundo del artículo 2.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ⁽¹³⁾ y, por tanto, objeto de su supervisión, precisamente por el hecho de que garantizaran o no el reembolso del total principal ⁽¹⁴⁾.

Por último, una tercera clase de depósito estructurado es aquella que combina un depósito a plazo y una permuta financiera denominada “*total return swap*” ⁽¹⁵⁾ y al que se denomina ocasionalmente como depósito fiduciario. En estos depósitos, el depositante constituye un depósito bancario a plazo y asume ciertos riesgos de crédito o inversión respecto de una cesta de activos subyacentes, a cambio de unos rendimientos pactados superiores a los de mercado. Desde el punto de vista económico, estos depósitos estructurados se componen, al menos la mayoría de las veces, de un depósito bancario a plazo, una compraventa de valores, y una permuta financiera *total return swap*. Normalmente, el depositante entrega un importe de numerario al depositario, constituyendo un depósito irregular de dinero (perdiendo, por tanto, la propiedad sobre el mismo). A continuación, con el importe de numerario, el depositario compra en nombre propio una cesta de valores o activos financieros previamente pactados (generalmente de renta fija) y concierta una permuta financiera con un tercero, por la cual paga a dicho tercero los rendimientos que percibe de la cesta de activos, a cambio de recibir su margen de beneficio y los rendimientos pactados con el depositante durante la vida del depósito estructurado. Si durante la vida del depósito no se produce ninguno de los supuestos previstos en el contrato como causas de resolución y relacionados con la solvencia del emisor o emisores de los activos subyacentes o de impago de éstos (denominados normalmente *credit events*), el depositario pagará al depositante la remuneración pactada durante la vida del depósito (y que es muy superior a la percibida por una simple imposición a plazo fijo) y a vencimiento el importe nominal del depósito. Si, por el contrario, se produce uno de dichos supuestos, el depositario normalmente liquidará la cesta de los activos y la permuta financiera y devolve-

(13) En su redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores (BOE núm. 275/1998, de 17 de noviembre de 1998).

(14) En el apartado cuarto de este artículo someteremos a un análisis crítico la categoría de los contratos financieros atípicos, el encuadramiento de ciertos depósitos estructurados como tipo de instrumento financiero y su régimen de sujeción a las normas de conducta y supervisión de la Ley del Mercado de Valores.

(15) Sobre el “*total return swap*”, véase CUENCA, J.M., “Los derivados de crédito: el contrato de ‘credit default swap’”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 78/2000, pp. 7 y ss.

rá al depositante un importe pactado en el propio depósito estructurado para el caso de resolución anticipada (normalmente coincidente con el valor de liquidación a valor de mercado de la cesta de activos y la permuta financiera).

Jurídicamente hablando, la complejidad de estos contratos suele radicar en la naturaleza de los derechos adquiridos por el depositante en virtud del depósito y, en particular, en discernir si se trata de un depósito estructurado u otro tipo de contrato o negocio jurídico de carácter fiduciario. En un mero depósito bancario, el depositante no debería contar más que con una acción de carácter personal contra el depositario para exigir el cumplimiento de las obligaciones de pago o entrega de éste, pero no debería adquirir con anterioridad a su vencimiento ningún tipo de derecho real o de propiedad sobre los activos subyacentes, pues, en tal caso no se trataría de un tipo de depósito bancario estructurado, sino de un tipo de negocio jurídico fiduciario. Esta distinción, que parece simple así planteada, no resulta fácil de realizar en muchos supuestos concretos.

Estos tres tipos de depósitos estructurados son los que se dan más frecuentemente en la práctica. Sin embargo, como se comentaba al inicio, esta tipología no agota en absoluto las amplísimas posibilidades de diseño y estructuración que brindan los instrumentos financieros derivados (tanto de las nuevas figuras, como los derivados de crédito o energía, como de otras figuras tradicionales que no se han utilizado aún en la creación de depósitos estructurados). No tenemos duda de que dicha descripción quedará prontamente superada por el desarrollo de nuevas clases de depósito estructurado.

2. Distinción de los depósitos estructurados respecto del depósito a plazo y de los derivados

Una vez descritos los tipos más comunes de depósitos estructurados, resulta conveniente resaltar las diferencias que presenta este tipo contractual frente a las figuras contractuales del contrato de depósito a plazo y de los derivados.

El depósito estructurado y el depósito bancario a plazo se distinguen fundamentalmente en la naturaleza y características de las obligaciones del depositario. En el depósito estructurado, el depositante asume similares obligaciones que en el depósito bancario irregular a plazo o imposición a plazo fijo (entregar los fondos por un importe y una duración determinados), mientras que las obligaciones típicas del depositario de restituir al depositante el importe recibido y abonar el tipo de interés acordado quedan subsumidas parcial o totalmente por las prestaciones propias de los instrumentos financieros derivados. En un depósito bancario estructurado, bien la obligación de devolver el principal, bien la de pagar la remuneración o bien ambas están sustancialmente determinadas por la evolución de un concreto subyacente financiero. Por tanto, una característica esencial que distingue ambas figuras contractuales es que la cuantifica-

ción de la prestación del depositario en el depósito estructurado está afectada de una aleatoriedad de la que carece el depósito bancario a plazo y que será mayor o menor dependiendo del tipo de depósito estructurado. Dicha aleatoriedad se enraiza en la causa del depósito estructurado de asumir un riesgo de inversión respecto del subyacente. Por eso, los depósitos estructurados y las obligaciones del depositario se ven afectados por el factor de incertidumbre que generan los mercados financieros, y están determinados de forma sustancial por la evolución de ese activo subyacente que, además, suele ser financiero y generalmente de renta variable. Esta cualidad puede afectar tanto a la obligación de entrega del principal, pacto que tiene tradicionalmente el carácter de principal en el depósito, como únicamente a su remuneración (es decir, que se sustituye o se complementa el pacto de intereses por una remuneración referenciada o vinculada a la evolución del subyacente); de hecho, en la práctica, en la mayoría de los depósitos estructurados, el depositante asume el riesgo de perder todo o gran parte del importe depositado, es decir, su inversión inicial, característica completamente incompatible con la naturaleza y características esenciales del depósito bancario a plazo (en el que el depositario está obligado en todo caso a devolver el principal depositado), a la vez que también se le suelen atribuir los resultados económicos positivos que puedan derivarse de la cotización al alza del subyacente.

Por otra parte, los depósitos estructurados se distinguen de los instrumentos financieros derivados en que, mediante el depósito estructurado, el depositario capta fondos o apela al ahorro del público en forma de depósito (mediante fondos esencialmente reembolsables), mientras que en los instrumentos financieros derivados no existe esta finalidad de captación de ahorro del público por parte de la entidad bancaria o entidad financiera. La causa de los instrumentos financieros derivados es la gestión de riesgos económicos y financieros mediante su transmisión entre las partes. Aunque en algunos instrumentos financieros derivados se realicen pagos iniciales que pudieran parecer, *prima facie*, similares a la que se produciría por la constitución de un depósito, estos pagos iniciales no tienen en los instrumentos financieros derivados la función de captar ahorro, sino que suelen bien estar estrechamente relacionados con la asunción o transmisión del riesgo subyacente al concreto derivado⁽¹⁶⁾ o bien tener un propósito de asegurar el cumplimiento de la obligación por parte de una de las partes (constituyéndose entonces el depósito en efectivo por una de las partes como garantía del cumplimiento de sus obligaciones derivadas del instrumento financiero derivado). Este último supuesto, es el que puede plantear

(16) Por ejemplo, dichos pagos iniciales se dan en un contrato de permuta financiera de divisa o mixta de divisa y tipo de interés, en el que las partes se pueden intercambiar al inicio los principales objeto del contrato.

más dudas en la práctica. En algunos casos, serán los instrumentos financieros garantizados con depósitos en garantía diferenciables de los depósitos estructurados porque los términos y condiciones del depósito aludan claramente a su función de garantía, porque se pacte que la garantía se pueda prestar mediante pago de efectivo o entrega de valores, o porque su importe sea ajustable dependiendo del riesgo máximo ⁽¹⁷⁾ que asume el depositario frente al depositante (en estos casos, la finalidad de garantía puede no estar expresamente declarada, pero se derivaría claramente de la realización de dichos ajustes). En otros casos, se podrán distinguir algunos depósitos estructurados respecto de los derivados garantizados mediante depósitos, porque el depositario no asuma ningún riesgo, ni actual ni potencial, frente al depositante y, por tanto, no se pueda justificar que la finalidad de dicho depósito sea de garantía (por ejemplo, en un depósito estructurado con principal garantizado). No obstante, en otros casos podrá resultar difícil efectuar dicha distinción y habrá que estar al análisis de los términos y condiciones del contrato de que se trate, y, en particular, a la causa del depósito.

II. NATURALEZA Y CARACTERIZACIÓN JURÍDICA

Como se ha descrito más arriba, no estamos ante un tipo único de contrato, sino que nos encontramos ante múltiples potenciales combinaciones de obligaciones, pero todas ellas caracterizadas por la existencia de un depósito irregular de dinero que hace un cliente con una entidad de crédito y, de forma integrada e indisoluble con ese depósito, de uno o más tipos de instrumentos financieros derivados, fundamentalmente opciones de compra o de venta de valores, tanto de renta fija como, más frecuentemente, de renta variable, o índices bursátiles u otras formas de combinación de valores o cestas de los mismos e, incluso, en lugar de un instrumento financiero derivado de los más típicos y habituales, es habitual que nos encontremos ante uno de los llamados derivados de crédito ⁽¹⁸⁾. No obstante, como se acaba de indicar, lo más usual es que nos encontremos ante contratos en los que existen obligaciones recíprocas que configuran, de una parte, la entrega de unos fondos por el cliente a la entidad de crédito, y de otra la obligación de ésta de reintegrar esos fondos salvo que el precio en el mercado del valor, conjunto de valores o índices subyacentes al pacto de instrumento financiero derivado, exceda o caiga por debajo de determinado importe, en

(17) En inglés, se suele denominar a este riesgo *exposure* y suele ser calculado como el valor que costaría a precios de mercado deshacer el/los instrumento(s) financiero(s) derivado(s) o bien concertar otro instrumento financiero de signo contrario que permitiera casar todos los pagos y cobros a realizar en virtud de dicho contrato financiero derivado.

(18) Sobre los derivados de crédito, puede verse CUENCA, J.M., *op. cit.*, pp. 7 y ss.

cuyo caso, en lugar de reintegrar el importe recibido se devuelve un importe inferior o superior, según la oscilación del precio o valor de mercado y los pactos entre las partes, o bien se entregan al depositante de los fondos unos determinados valores mobiliarios, según se haya pactado una liquidación por diferencias o por entregas. Cabe, también, la devolución del importe depositado originalmente, en caso de que las oscilaciones de precios de los valores o índices tomados como subyacentes se mantengan dentro de unos ciertos límites. En todo caso, y calculado sobre el importe originalmente depositado, el cliente de la entidad de crédito recibe una remuneración, a veces calificada como intereses, aunque su causa es mucho más amplia y responde más bien al conjunto de las compensaciones que el cliente depositante recibe no sólo por el dinero que entrega a la entidad de crédito, sino también por los riesgos que asume respecto de la oscilación de precios de los valores, índices o instrumentos subyacentes al depósito estructurado.

En estas condiciones, con una variedad tal de posibles contraprestaciones y obligaciones recíprocas de las partes, no parece a primera vista sencillo determinar de forma terminante la naturaleza jurídica de estos contratos; sin embargo, la cuestión se simplifica si consideramos que en todos ellos hay dos elementos básicos, bien que insolubles, e interdependientes el uno del otro: por un lado, una entrega de fondos por parte del cliente a la entidad de crédito, con la pretensión de su devolución, que el cliente desea que sea, naturalmente, íntegra, a cambio de una remuneración que es siempre notoriamente superior a la que el mercado tiene establecida en ese momento para los puros depósitos bancarios de dinero a plazo; de otro lado, la asunción por el cliente frente a la entidad de crédito de unas obligaciones que se concretan en asumir los resultados negativos que puedan derivarse de la oscilación de precios en el mercado de unos determinados valores o índices o combinaciones de todos ellos, o incluso de instrumentos financieros derivados, todos ellos negociados de forma organizada o, al menos, con formación pública de precios. Todos los depósitos estructurados responden a este esquema, cualquiera que sean luego los pactos específicos que sirvan para determinar la forma en que se hace el depósito de dinero y la forma de determinación del importe a devolver por la entidad de crédito o, alternativamente, si en lugar de devolución de dinero, en una mayor o menor cantidad, se van a recibir valores adquiridos en unas determinadas condiciones (normalmente, a un precio originalmente pactado que es peor, en el sentido de menos favorable para el cliente depositante, que el que en el momento de la liquidación rija en el mercado donde los valores en cuestión se negocien). Es esencial en todos estos contratos, como razón para su celebración por parte del cliente, más que desde el punto de vista de la entidad de crédito, cuya rentabilidad al celebrar estos contratos, como luego se explicará, es limitada, el obtener una alta rentabilidad para la inversión que realiza, pues un depósito estructurado es, en definitiva, una inversión de dinero, rentabilidad que es siempre muy

superior a la que obtendría con una mera imposición o depósito bancario de dinero a plazo de los típicos y habituales; sin embargo, esta mayor rentabilidad, como sucede con todas las inversiones financieras, lleva aparejada, necesariamente, pues es algo consustancial precisamente a toda inversión, un mayor nivel de riesgo, es decir, frente al aseguramiento de una rentabilidad formal inmediata superior, se asume la posibilidad, que naturalmente se considera remota por el inversor al hacer su análisis, de tener una rentabilidad material, en el momento de la liquidación de la inversión, inferior, por recibir bien sea un importe de principal, si la liquidación del instrumento subyacente unido al depósito se hace por diferencias, menor al originalmente depositado, o bien unos valores, si la liquidación se hace por entregas, cuyo precio en el mercado en el momento de la liquidación del depósito estructurado es inferior al nominal original del referido depósito⁽¹⁹⁾. Alternativamente, en los depósitos con devolución garantizada del principal, el interés del depositante viene dado por unir la seguridad de la evitación total o parcial de la pérdida de su inversión, pero en circunstancias que le permitirán obtener las plusvalías que se generen por la evolución de la cotización de un valor, de un índice o de un precio públicamente cotizado.

Es por ello que las obligaciones de las partes en estos contratos están íntimamente relacionadas y aunque aparentemente pudiéramos intentar su clasificación como dos contratos separados, uno de depósito bancario y otro de puro instrumento financiero derivado (en general, de crédito), la realidad es que se trata de un conjunto de obligaciones y derechos de ambas partes que no pueden separarse pues unos están dependiendo de los otros, de tal manera que, por ejemplo, la entidad depositaria no estaría dispuesta a dar una compensación mayor que el precio medio del dinero en el momento de la celebración del contrato de depósito si no estuviera compensada, mediante una obligación que equilibra las prestaciones recíprocas, por la asunción del cliente depositante del riesgo de que determinados valores o índices pudieran exceder o caer por debajo de ciertos límites, los pactados en el contrato, y así dar la posibilidad a la entidad de crédito de resarcirse de las pérdidas que pudiera tener en relación con dichos valores, ya sea porque los tenía en su cartera (circunstancia harto improbable en la práctica bancaria), ya sea porque, a su vez, celebró (vendien-

(19) Estas combinaciones de riesgos, rentabilidades y liquidez son elementos que configuran la decisión del inversor de tal manera que, normalmente, cuanto mayor es uno de estos elementos menor será cualquiera de los otros dos o ambos, pues están los tres íntimamente relacionados, todo ello según la doctrina económica ha analizado ampliamente; puede verse, en este sentido, PÉREZ-CARBALLO Y VEIGA, Á. y MONGE ZAMORANO, F., *La decisión de invertir*, Madrid, 1995, capítulo I; también, MARTÍN MARÍN, J.L. y RUIZ MARTÍNEZ, R.J., *El inversor y los mercados financieros*, Barcelona, 1991, pp. 18 y ss.

do) un contrato de opción equivalente con un tercero por el que obtuvo una remuneración, en forma de prima, que precisamente le permitía asumir el compromiso frente al cliente de darle una mayor compensación por el depósito celebrado con él (pasándole toda o parte de la misma).

Se trata, por tanto, de contratos complejos, en los que se combinan elementos de las imposiciones a plazo fijo bancarias de dinero tradicionales y de las opciones financieras (u otros derivados, aunque nos centraremos en este tipo específico de instrumentos financieros derivados por tratarse de los más habituales en conexión con los depósitos estructurados).

Por separado, ambos tipos de contratos, tanto los depósitos bancarios a plazo de dinero, como los instrumentos financieros derivados, son contratos habituales en la práctica, si bien ninguno de los dos se encuentra jurídicamente regulado, pues sólo existen algunas referencias normativas dispersas a uno y otro. Sin embargo, son contratos a los que, siguiendo una elaboración doctrinal ya asentada, podríamos denominar como socialmente típicos, es decir, aunque no están regulados por normas jurídicas, son tan reiterados y frecuentes en la práctica que tienen ya un nombre o denominación jurídicos conocidos y una cierta regulación elaborada, normalmente, por vía jurisprudencial, pero también por la de las condiciones habituales que se aplican a estos contratos y que son generalmente conocidas por todos y recogidas por la doctrina científica⁽²⁰⁾. En este sentido, los contratos bancarios de depósito a plazo de dinero, contratos atípicos desde el punto de vista legislativo (las normas sobre depósito de los Códigos Civil y de Comercio no están pensadas para éstos, y remiten al préstamo, que tampoco es el regulado, el bancario), pero con una tipicidad social indiscutible, y que han dado lugar a una abundantísima Jurisprudencia, constituyen en definitiva un contrato por el que una de las partes, el depositante, entrega el dinero a la entidad de crédito depositaria, que adquiere la propiedad del mismo, y se obliga a devolver otro tanto una vez llegado el plazo, y que la Jurisprudencia ha caracterizado no como un depósito sino como un contrato atípico o, alternativamente, asimilable al préstamo, si bien, incluso cuando se le ha asimilado a esta última figura, tanto la Jurisprudencia como la doctrina hacen tal número de apreciaciones, distinciones y matizaciones, que claramente se deduce que tampoco estamos realmente ante un contrato de préstamo. En definitiva, la cuestión de la naturaleza jurídica del depósito bancario a plazo de dinero no está ni mucho menos cerrada, pero la tendencia actual es a considerarlo un depósito irregular atípico a aquel al que, por analogía, se le habrán de aplicar las disposiciones del préstamo o del depósito irregular, cuando las previ-

(20) Sobre tipicidad social puede verse DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Madrid, 1967, p. 207, y, sobre todo, DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, tomo I, Madrid, 1996, p. 387.

siones contractuales no sean suficientes ⁽²¹⁾. En cualquier caso, estamos ante contratos sobre cuya validez nadie discute, considerándose contratos atípicos y *sui generis*.

Los instrumentos financieros derivados son contratos mucho más recientes, pero que han tenido un desarrollo tal en las últimas dos décadas que no sólo no son desconocidos en la actualidad en la práctica mercantil, y más concretamente financiera, internacional y española, sino que, al menos en los ámbitos en los que estos contratos se celebran, deben considerarse también contratos socialmente típicos ⁽²²⁾. A pesar de ser más recientes, estos contratos han tenido una mejor suerte normativa, al menos desde el punto de vista formal, pues su existencia ha venido recogida en normas, primero de rango reglamentario (Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre), y luego de rango legal (por ejemplo, el artículo 2.º de la Ley del Mercado de Valores, en la nueva redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre). Pero es que también su tipicidad social es indiscutible. Con relación a ningún otro contrato, y a pesar de los esfuerzos de instituciones públicas o privadas de carácter internacional, existen resultados de

(21) Sobre toda esta problemática de la naturaleza jurídica del depósito bancario de dinero a plazo, pueden verse las Sentencias del Tribunal Supremo de 19 de abril de 1997 (RAJ 3429) y de 7 de octubre del mismo año (RAJ 7101); también, las Sentencias de 29 de octubre de 1966, 2 de julio de 1985 y 28 de mayo de 1990 (RAJ 4091); véase asimismo GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, Madrid, 1975, pp. 377 y ss., donde se le califica de contrato *sui generis*; del mismo modo GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., “El depósito bancario de efectivo”, en VV.AA., *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova, Valladolid, 1998.

(22) La doctrina, al empeñarse en encontrar antecedentes para estos contratos, se remonta incluso a la práctica mercantil de la Edad Moderna, señalándose la existencia de contratos de derivados desde el siglo XVI (así, por ejemplo, puede verse SARSA, D., *Manual de derivados financieros para las PYMES*, Barcelona, 1994, pp. 43 y ss.), y su desarrollo durante los siglos siguientes en todo el mundo (un resumen puede verse en DÍAZ RUIZ, E., “Aspectos jurídicos de los productos financieros derivados”, en *Los mercados españoles de productos financieros derivados*, VV.AA., CDBB, Madrid, 1998), si bien la realidad es que los instrumentos financieros derivados, en el sentido moderno en el que hoy los conocemos, surgen fundamentalmente en los años 70 del pasado siglo XX. Su desarrollo vino dado por la creación de mercados organizados donde los mismos se negociaban, siendo el primero el *International Monetary Market* de Chicago, al que siguieron numerosos otros mercados en Estados Unidos y luego en el resto del mundo. En España existen mercados organizados donde se negocian instrumentos financieros derivados desde 1990, surgiendo la primera regulación normativa detallada de los mismos en 1991, por medio del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre. En la práctica estrictamente bancaria, también se desarrollaron algunos instrumentos financieros derivados desde finales de la referida década de los años 70, con un gran impulso en la siguiente década, en que se desarrollaron sobre todo las opciones sobre tipos de interés, los futuros sobre los mismos y los swaps de intereses y de divisas (sobre la evolución de estos contratos y los mercados organizados en que los mismos se fueron negociando, puede verse también DÍAZ RUIZ, E., “El contrato de swap”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 36, pp. 733 y ss.).

normalización contractual mayores, tanto en la contratación de este tipo de instrumentos en los ámbitos internacionales como en los puros internos de los diversos países. Así, en España, y tras la elaboración de algunos modelos limitados de contratos, como fueron los llamados FRACEMM y SWAPCEMM para contratos sobre tipos de interés a plazo y swaps de interés y principal, existe desde hace varios años un modelo normalizado de contrato, patrocinado por la Asociación Española de la Banca Privada, denominado Contrato Marco de Operaciones Financieras, o CMOF, que viene a utilizarse habitualmente en los contratos sobre instrumentos financieros derivados celebrados entre partes españolas. En el ámbito internacional, existen varios modelos de generalizada utilización, como son los que, cubriendo la práctica totalidad de los posibles instrumentos financieros derivados que pueden celebrarse, han sido elaborados por la *International Swaps and Derivatives Association* o, en el ámbito de la actividad bancaria europea continental, el modelo o contrato marco elaborado por la Federación Bancaria Europea (“*European Master Agreement*” o “*Contrato Marco Europeo*”). Son contratos, sin embargo, que carecen de una regulación detallada, salvo algunos retazos normativos, más preocupados por el control de los riesgos que asumen las entidades, sobre todo los de crédito y asimilados, que llevan a cabo este tipo de operaciones, que en regular las obligaciones y derechos de las partes.

Sin embargo, la Jurisprudencia también se ha ocupado de estos contratos, precisamente no en su estado puro, sino normalmente asociados a otro tipo de obligaciones, en definitiva en relación a contratos complejos que incluían un instrumento financiero derivado, concluyendo, en todo caso, que estos contratos son válidos y vinculantes para las partes sobre la base del principio de libertad de pactos consagrado en el artículo 1255 del Código Civil⁽²³⁾. También el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas ha reconocido la validez de estos contratos de instrumentos financieros derivados en su Sentencia de 10 de mayo de 1995 (asunto *Alpine Investment*, n.º C-384/1993). La validez de los instrumentos financieros derivados no puede hoy ponerse en duda, como la doctrina es unánime en reconocer de forma reiterada y constante⁽²⁴⁾.

(23) Véanse las Sentencias del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 1941, *RAJ* 1504; 19 de noviembre de 1990, *RAJ* 8956; y 22 de julio de 1995, *RAJ* 5597.

(24) Véase, entre muchos otros, SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, Madrid, 2000, pp. 407 y ss.; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Opciones normalizadas*, Madrid, 1999, pp. 103 y ss.; del mismo autor, *Contratos bursátiles a plazo y reforma española de los mercados de valores*, Madrid, 2000, p. 92; MASSAGUER, J., “La opción financiera: caracterización jurídica”, en VV.AA., *Los Mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, pp. 262 y ss.; y DÍAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses*, Madrid, 1993, pp. 53 y ss. y 99 y ss.

Estamos, pues, ante contratos que, considerados sus distintos elementos por separado, son perfectamente válidos. Cabría ahora considerar, siguiendo la conocida distinción civilista entre contratos mixtos, contratos coligados y contratos complejos, cuál debe ser, dentro de éstas, la caracterización más conveniente para los depósitos estructurados. Parece que la calificación que mejor se acomoda a la naturaleza y características de los contratos de depósito estructurado es la de contratos complejos. Es decir, son contratos en los que, si bien las obligaciones y derechos de las partes, consideradas individualizada y separadamente, podrían dar lugar a su calificación contractual en base a un tipo preexistente, en nuestro caso depósitos bancarios a plazo e instrumentos financieros derivados, en realidad al estar tan absolutamente yuxtapuestos y relacionados ambos grupos de prestaciones entre sí, no cabe su análisis separado, sino sólo en su conjunto y, en consecuencia, no puede sostenerse la existencia de dos contratos separados pero vinculados entre sí ni de un contrato en que meramente se reúnen, pero de forma que puedan ser aislados, elementos de contratos diferentes⁽²⁵⁾. Al tratarse de un contrato complejo, no puede pretenderse la aplicación de conjunto de normas alguno sobre él mismo, ni por la teoría de la absorción ni por la de la combinación, pues, respecto de aquélla, el conjunto de las prestaciones de uno u otro contrato de los que confluyen en el depósito estructurado no prevalece sobre la del otro y, al ser además tan distintas, no permitirían su consideración ni como un mero depósito a plazo con un apéndice de instrumento financiero derivado ni al revés; no hay un contrato principal o más importante que permitiera tomarlo como elemento de caracterización general. Tampoco cabe estrictamente la aplicación de la teoría de la combinación, porque, si bien considerados separadamente el depósito a plazo y el instrumento financiero derivado tienen una disciplina normativa, de carácter social y contractual, más o menos normalizada por la práctica, carecen de una disciplina normativa por vía legal o reglamentaria (que no existe respecto de ninguno de los dos contratos, como ya se ha dicho), al combinar las prestaciones recíprocas de las partes se observa que el resultado, en cuanto al contenido de las mismas, es distinto del que resultaría de la aplicación separada de la disciplina contractual de ambos contratos, que habría que fundamentar en todo caso en los usos y en la doctrina jurisprudencial⁽²⁶⁾. En base precisamente a la Jurisprudencia que ha analizado la aplicación de la teoría de la absorción y la combinación, y al encontramos ante un contrato legalmente atípico, deben aplicarse al mismo, en primer lugar, la intención de las partes, plasmada en los pactos contractuales,

(25) Sobre estas categorizaciones y las consecuencias de elegir unas u otras a la hora de caracterizar un contrato, puede verse DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, pp. 387 y ss., donde se resume la posición actual de la doctrina y la Jurisprudencia sobre esta cuestión.

(26) Véase DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, p. 392.

pues los mismos deben prevalecer en todo caso ⁽²⁷⁾. Cuando la voluntad de las partes no sea suficiente, y sólo en este caso, se aplicarán las normas generales sobre obligaciones y contratos civiles y mercantiles y, subsidiariamente, la analogía con aquellos contratos con los que tiene mayor similitud, en este caso el depósito bancario a plazo y los instrumentos financieros derivados, con el problema añadido que se deriva de carecer a su vez estos dos contratos de disciplina legal propia ⁽²⁸⁾.

No obstante, esta calificación del contrato de depósito estructurado como contrato complejo resultado de la integración de un contrato de depósito a plazo y un instrumento financiero derivado no ha sido acogida de forma totalmente unánime en la práctica de nuestro país. En particular, parece deslizarse con relativa frecuencia en los diferentes contratos al uso de depósitos estructurados *reverse convertible* y su documentación informativa la afirmación de que se trata de contratos de depósito irregular bancario que llevan aparejadas, vinculadas o asociadas órdenes irrevocables de suscripción de los valores subyacentes que integrarían con éstos un conjunto negocial único. Parece pues interesante estudiar desde un punto de vista jurídico la solidez de estas afirmaciones en la medida en que pudieran poner en tela de juicio la anterior calificación del depósito estructurado.

A nuestro parecer, no cabe sustentar la calificación de este depósito estructurado como un contrato resultante de la vinculación o asociación de una imposición a plazo fijo y una orden irrevocable de suscripción de valores. En los mercados de valores, una orden de suscripción de valores es una instrucción que el ordenante da a un intermediario financiero para que realice las actuaciones necesarias a fin de que el primero suscriba una cantidad de valores en los términos especificados por la orden, comprometiéndose éste frente al intermediario, una vez haya cumplido su labor, a suscribirlos y pagar su precio en los términos y condiciones especificados en la orden. El intermediario financiero puede cumplir dicha orden comprando los valores a un tercero o en un mercado secundario o, en su caso, vendiéndole directamente los valores que tenga en su cartera, siempre que se respeten las condiciones del mercado y no se perjudique en modo alguno al cliente (con las precauciones antedichas, la actuación como contrapartida del cliente en operaciones de valores es habitual y no parece que

⁽²⁷⁾ En este sentido, véanse las Sentencias de 28 de agosto de 1965, 6 de mayo de 1980 y 30 de noviembre de 1987, entre otras; también, DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, pp. 251 y 252.

⁽²⁸⁾ Pero insiste la Jurisprudencia (Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de enero de 1981, *RAJ* 33) en que la analogía nunca prevalecerá sobre los pactos de las partes, que siempre se aplicarán con preferencia a cualquier disposición normativa que se intente por vía analógica (reiterando la Jurisprudencia contenida en las Sentencias del Tribunal Supremo de 10 de junio de 1929, 21 de marzo de 1956, 19 de mayo de 1982 y otras muchas). Véase, también, nota 34.

deban existir reticencias frente a la misma en base a la prohibición de autoentrada del artículo 267 del Código de Comercio, siempre que exista conocimiento y consentimiento, expreso o tácito del ordenante, conforme al artículo 40 de la LMV y el artículo 3.º del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre). En el primer caso, el intermediario financiero actúa como mero mandatario del ordenante. En el segundo, el intermediario financiero acepta la oferta del ordenante y concierta con el cliente un negocio jurídico de compraventa de valores. En cualquiera de ambos casos, una orden de suscripción no constituye en sí misma ningún tipo de contrato o negocio jurídico, sino que es una mera instrucción o solicitud del ordenante al intermediario financiero, que puede, tras ser aceptada, crear una relación jurídica bien de mandato o de compraventa entre el ordenante y el intermediario financiero. Por tanto, la calificación del depósito estructurado como un depósito bancario al que se le vincula una orden de suscripción resultaría incorrecta desde un punto de vista jurídico; en su caso, habría que decir que el depósito estructurado consiste en la asociación de un depósito irregular de efectivo con un mandato irrevocable o una compraventa.

Pero es que, en el caso del depósito estructurado, ni el mandato ni la compraventa se ajustan a la relación negocial derivada del mismo. En efecto, en los contratos al uso se suele decir que el depósito estructurado consiste en un depósito bancario asociado o vinculado a una orden de suscripción condicional e irrevocable en cuya virtud, si el precio de las acciones subyacentes resulta inferior a cierto precio de cotización a vencimiento, el depositario devolverá al depositante un número de acciones (o el valor pactado para los mismos al momento de celebración del contrato, si han de liquidarse por diferencias) en vez del importe principal inicialmente depositado. El depositante se obliga a vencimiento a suscribir un número fijo de acciones pagando un precio total equivalente al importe del depósito y superior al que prevalece en el mercado secundario en esa fecha, todo ello a cambio de una contraprestación (un mayor tipo de interés), o, lo que es lo mismo, asume, a cambio de una prima, el riesgo de recibir a vencimiento unas acciones depreciadas en el mercado secundario (y cuyo valor será inferior al importe inicialmente depositado) en vez de recibir el principal del depósito. Este pacto no puede calificarse como de mandato por cuanto la voluntad negocial no es la de instruir al depositario a que actuando en nombre del depositante adquiera los valores subyacentes en determinadas condiciones ⁽²⁹⁾; ni se trata de una compraventa por cuanto la intención fundamental de las partes no es la de adquirir o transmitir las acciones subyacentes (cuya adquisición o transmisión podría realizarse sin riesgo a través del mercado

(29) Sería de todo punto absurdo que el ordenante instruyera al intermediario financiero para que le comprara los valores subyacentes a un precio mucho peor que el que le facilitaría el mercado secundario.

secundario correspondiente al precio de mercado en el día de negociación), sino de acordar la asunción por parte del depositante del riesgo de fluctuación del precio de las acciones en el mercado secundario a cambio de una contraprestación (un mayor interés). En consecuencia, las partes están concertando un derivado (y en concreto, una opción financiera *put*).

Cabría pues preguntarse cuál es la razón de esas alusiones en los contratos de depósito estructurado a la existencia de una orden de suscripción o compra irrevocable y condicionada. La respuesta no puede ser sino que la opción financiera tal y como aparece incorporada al depósito estructurado no parece concordar con la definición de opción que se encuentra reflejada en los contratos, folletos informativos y documentación al uso⁽³⁰⁾, y al incluir el concepto de orden de suscripción o compra se evitan dudas interpretativas en cuanto a la voluntad de las partes, aunque no se acomode a la práctica en situaciones similares. La opción financiera se diferencia básicamente del concepto tradicional de opción por la ausencia en la primera tanto de un contrato de compraventa posterior a la suscripción del depósito estructurado como de un ejercicio de la opción financiera incorporada al depósito. No suele preverse en estos contratos que la entidad de crédito depositaria realice ninguna declaración de voluntad con relación al ejercicio de la opción financiera *put*, ni la celebración de ningún contrato de compraventa de las acciones entre el depositario y el cliente con posterioridad a dicho ejercicio (solamente la firma en el momento inicial de una orden de suscripción o compra condicionada e irrevocable). El depositario no tiene opción de decidir si entrega o no las acciones subyacentes a los clientes en vez del importe inicialmente depositado, sino que adquiere, en el momento de constitución del depósito, una obligación alternativa condicional de cumplir una obligación u otra en caso del cumplimiento o no de la condición. A primera vista, por tanto, podría parecer más apropiado, si no fuera por las objeciones anteriormente expuestas, hablar de la integración o vinculación de un depósito bancario irregular con una orden condicional e irrevocable de suscripción o compra de valores que de un depósito bancario que incorporara una opción financiera *put*.

No obstante, la explicación de dichas diferencias es sencilla y no exige recurrir al artificio de la existencia de una orden de suscripción condicionada e irrevocable de los valores subyacentes. La opción financiera se diferencia precisamente de la opción tradicional en que, primero, el ejercicio de la opción financiera (y, en particular, las que se incorporan a este tipo de depósitos) se

(30) En la mayoría de los folletos registrados en la CNMV se incluye una definición de las opciones financieras como contratos que ofrecen a sus propietarios el derecho a comprar (*call options*) o a vender (*put options*) acciones o índices a un precio determinado en un momento futuro. La fecha fijada como límite para ejercer el derecho es conocida como fecha de expiración o de vencimiento y el precio al que se puede ejercer es el precio de ejercicio.

realiza en muchas ocasiones de manera automática (y, a veces, su liquidación es incluso obligatoria) y, segundo, en que la opción financiera no es ningún contrato preparatorio de un contrato principal de compraventa, sino un contrato principal en sí mismo (aunque, a veces, se liquide a través de una compraventa formal, pero sin nuevo acuerdo de voluntades).

En la práctica, la inmensa mayoría de las opciones financieras de venta (*put*) de tipo europeo ⁽³¹⁾ (que son las que se integran para formar este tipo de depósito estructurado) suelen ser de ejercicio automático. Es decir, las opciones financieras están sometidas generalmente a la condición de que si su ejercicio es favorable para el comprador de la opción financiera (el depositario) en la fecha de su ejercicio (en el argot financiero se encuentran *in-the-money*), la opción financiera *put* se entiende, salvo que su tenedor indique expresamente lo contrario, automáticamente ejercitada y, si le resulta desfavorable (la opción está *out-of-the-money*), la opción se entiende automáticamente no ejercitada. Por tanto, normalmente, en la práctica financiera las opciones financieras *put* de tipo europeo se entienden ejercitadas o no ejercitadas de forma automática llegada su fecha de ejercicio sin necesidad de ningún tipo de declaración de voluntad posterior a su concertación ⁽³²⁾. Es más, la práctica financiera ha dado un paso más en la automaticidad en la ejecución y cumplimiento de las obligaciones derivadas de las opciones financieras, sustituyendo su ejercicio automático por su liquidación obligatoria. Este, por ejemplo, es el caso del Mercado Oficial de Derivados Español (MEFF) en el que no sólo se entienden automáticamente ejercitadas las opciones *in-the-money* en el momento del vencimiento, sino que se liquidan

(31) Se habla de opción financiera de tipo europeo cuando el comprador sólo tiene derecho a ejercitar la opción y exigir la entrega o adquisición de los valores subyacentes al precio pactado en una fecha de ejercicio concreto coincidente con su vencimiento, mientras que se habla de una opción de tipo americano cuando el comprador puede elegir el ejercicio de la opción en cualquier momento de un período de ejercicio pactado. En los depósitos estructurados de este tipo, por razones obvias, únicamente se incorporan opciones financieras de tipo europeo en las que se debe evaluar la conveniencia del ejercicio y liquidación de la opción coincidiendo con la fecha de vencimiento del depósito a plazo.

(32) Esta configuración de la opción financiera ha eliminado *de facto* la existencia de declaraciones de ejercicio en la práctica habitual del mercado, con lo que se ahorra todo el coste administrativo y riesgos operativos relacionados con dicho ejercicio, pero a la vez se altera la naturaleza del contrato, que deja de ser realmente una opción. Es cierto que existen aún algunos supuestos marginales en los que puede resultar interesante a un comprador de una opción financiera liquidable por entregas (mediante la entrega física del subyacente contra el pago del precio) que no se produzca el ejercicio de la opción aun estando "*in-the-money*" (por ejemplo, que los costes para el comprador de una opción *put* relacionados con la entrega o la adquisición de los valores subyacentes fueran superiores a la diferencia entre el precio de cotización y el precio de ejercicio), pero su concurrencia es tan extraordinaria que, en la inmensa mayoría de los casos, no se produce ninguna declaración de voluntad relacionada con el ejercicio de las opciones financieras.

obligatoriamente mediante la entrega del subyacente y el pago del precio o su liquidación por diferencias. Dicha obligatoriedad se exige para eliminar cualquier tipo de incertidumbre respecto de la liquidación de la opción financiera.

Respecto de la segunda diferencia apuntada, el contrato de opción financiera es, a diferencia del contrato tradicional de opción, un contrato principal y único. Las obligaciones de entrega y pago del precio (o de importe de efectivo) de ambas partes se determinan desde el momento de su concertación sin necesidad de un posterior acuerdo de voluntades o la celebración de un posterior contrato de compraventa y, por tanto, el cumplimiento y liquidación de dichas obligaciones (es decir, la entrega de la cosa y el precio, no la celebración del contrato) es exigible sin la necesidad de ningún contrato posterior. En consecuencia, del ejercicio de la opción por parte de su comprador (en aquellas en que el ejercicio es preciso) o del cumplimiento de la condición establecida (en las opciones de ejercicio automático u obligatorio) no se deriva la obligación de concertar un contrato de compraventa sobre las acciones (como ocurriría en un contrato de opción tradicional), sino simplemente una obligación de entregar las acciones contra el pago del precio de ejercicio pactado o, en el caso de que se pacte la liquidación por diferencias, el pago de la diferencia entre el valor de mercado del subyacente y el precio de ejercicio ⁽³³⁾.

En consecuencia, la opción financiera de venta suele acabar por configurarse en la práctica como un contrato por el cual una de las partes (el comprador) paga a la otra (el vendedor) un importe en calidad de prima de riesgo como contraprestación a la obligación del vendedor de la opción financiera de adquirir unos valores subyacentes por un precio inferior a su precio de mercado en el supuesto de que éstos tengan un valor por debajo de un precio de referencia pactado en la fecha de ejercicio de la opción (es decir, hayan disminuido de valor). Es en esencia un negocio de gestión del riesgo relacionado con los activos subyacentes en el que el vendedor recibe una prima por asumir su riesgo de depreciación. Si se compara dicha descripción del contrato de opción financiera de venta de liquidación obligatoria y las características del depósito estructurado que se ha venido ofreciendo por las entidades bancarias, se debe concluir su calificación como contrato complejo producto de la integración de una imposición a plazo fijo y una opción financiera de venta de liquidación obligatoria, y que la calificación alternativa que alude a la orden de suscripción irrevocable debe rechazarse.

Finalmente cabe plantearse la naturaleza del contrato cuando el principal está protegido, es decir, se garantiza la devolución de todo su importe. En estos

(33) Sobre la naturaleza jurídica y características del contrato de opción financiera, pueden verse MASSAGUER, J., *op. cit.*, Madrid, 1995, pp. 262 y ss. e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *op. cit.*, Madrid, 1999, pp. 95 y ss.

casos, sigue existiendo una combinación de depósito y derivado, pero este último no afecta ya al principal, y las obligaciones de las partes varían, aunque no de forma tan sustancial como pudiera parecer. En estos supuestos, normalmente no se pacta una remuneración fija, o ésta es inferior a la del mercado (ya sea por el tipo, ya porque no se devenga durante toda la vida del depósito), y se compensa esta menor remuneración con la posibilidad de un beneficio en caso de que la cotización de los activos de referencia en el mercado subyacente evolucione al alza; en definitiva, en estos casos lo que normalmente existe es una opción financiera de compra encubierta, cuyo coste de adquisición se abona con cargo a la diferencia negativa de los intereses devengados por comparación con los del mercado. Sin embargo, la estructura del contrato y su finalidad son las mismas que en los depósitos estructurados con riesgo de principal, así como su causa, por lo que su naturaleza jurídica ha de ser la misma.

En resumen, pues, los depósitos estructurados son unos contratos, de carácter bancario, pues una de las partes siempre es una entidad de crédito y lo celebra precisamente en el ejercicio de su actividad de intermediación o, al menos, mediación en el crédito, de carácter complejo, resultado de la integración de un depósito a plazo fijo y un instrumento financiero derivado, y atípico, aunque son de conocimiento generalizado en el mercado, al menos, respecto de las entidades de crédito y los clientes de las mismas que con ellas los celebran, que se va a regir fundamentalmente por lo que las propias partes pacten. De forma indirecta, existe un cierto reconocimiento normativo, en normas de rango administrativo y poco elevado, como es la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores n.º 3/2000, de 30 de mayo, aunque no es aplicable a todos los depósitos estructurados, pero que viene, en definitiva, a reconocer, al menos desde el punto de vista de la denominación jurídica, a estos contratos. En este sentido, habiéndose considerado por una norma, aun de este rango menor, como un tipo de contratos válidos permitiendo la celebración de los mismos de forma masiva, con determinados requisitos, no puede en modo alguno dudarse de la validez y eficacia de estos contratos, en línea con la postura tradicional de nuestra Jurisprudencia en situaciones similares ⁽³⁴⁾.

(34) Véanse las Sentencias del Tribunal Supremo de 6 de noviembre de 1896 (Col. Leg. n.º 132), de 16 de febrero de 1897 (Col. Leg. n.º 69) y, muy especialmente, de 26 de diciembre de 1906 (Col. Leg. n.º 160). Del mismo modo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de mayo de 1982 (RAJ 2581) reconociendo la validez de los contratos atípicos, en función de lo dispuesto en el artículo 1255 del Código Civil, reconoce su validez, con alegación de las Sentencias del mismo Tribunal de 27 de febrero de 1950 (RAJ 366), 13 de octubre de 1965 (RAJ 1972) y 29 de mayo de 1972 (RAJ 2591), admitiendo la validez de los contratos mixtos y los contratos complejos, e indicando que, con prevalencia siempre de la voluntad de las partes, deben ser tenidos en cuenta los tipos más próximos a fin de aplicar analógicamente las reglas normativas de los mismos, descartando la aplicación tanto de la teoría de la absorción como la de la combinación.

III. RÉGIMEN JURÍDICO APLICABLE DEPENDIENDO DE LA FORMA DE EMISIÓN Y CARACTERÍSTICAS FINANCIERAS

1. Depósitos estructurados negociados singularmente

Conforme se ha venido sosteniendo, nos hallamos ante contratos complejos y atípicos, no regulados, por tanto, por ninguna norma, no sólo imperativa, sino ni siquiera meramente dispositiva, sin que la aplicación analógica sea especialmente útil, por cuanto las prestaciones que se comunican en el presente contrato de depósito estructurado provienen de contratos que, a su vez, no se encuentran regulados.

En este sentido, pues, es fundamental lo que las partes hayan establecido específicamente en el contrato, pues de aquí nacerán las obligaciones y derechos de ambas, debiendo atenerse, de forma muy próxima, a los propios pactos contenidos en el acuerdo celebrado entre las partes. Ello no supone ni que el contrato carezca de efectos ni que, en los supuestos en los que los pactos sean insuficientes, haya que entender que el contrato se convierte en nulo o de imposible cumplimiento, sino que en estos casos habrá que aplicar lo que en materia de obligaciones y contratos se contiene en el Código de Comercio (artículos 50 y siguientes) y en el Código Civil (artículos 1088 y siguientes), pues con ellos debiera ser suficiente a fin de determinar las obligaciones y derechos de las partes en lo que no se encuentre específicamente establecido en el contrato. Todo ello, naturalmente, presumiendo que todo lo que en el contrato se contiene sea válido, es decir, que ninguno de los pactos incurre en alguna de las prohibiciones o limitaciones legales que los convertirían en nulos o inefectivos conforme a lo dispuesto en el propio Código Civil (artículos 1255 y siguientes) ⁽³⁵⁾.

Cuestión, sin embargo, a tener en cuenta, es que nos encontramos ante contratos bancarios, normalmente prerredactados por la entidad de crédito. No obstante ser esto así, también es cierto que se trata de contratos que implican siempre un cierto grado de negociación singular y bilateral, y al mismo tiempo se trata de contratos que, por su propia complejidad de prestaciones, no se ofrecen para su contratación a toda la clientela y para cualquier importe, sino que sólo se negocian con clientes especialmente relevantes (y, por tanto, normalmente informados) y en relación con operaciones que tengan una cuantía sustancial (aunque, naturalmente, que sea sustancial o relevante dependerá de cada entidad de crédito y de cada uno de sus clientes). Por estos motivos, este

⁽³⁵⁾ En este sentido, pueden verse las Sentencias del Tribunal Supremo de 18 de noviembre de 1980 y 7 de enero de 1981.

carácter de predeterminación del contenido por el depositario queda en la práctica muy atenuado.

En cualquier caso, a efectos de probar el contenido de las obligaciones de las partes, cuando las mismas no resulten claras de lo pactado, la oscuridad perjudicará a quien la redactó (conforme al artículo 1288 del Código Civil), es decir, a la entidad de crédito, debiendo además tomarse en especial consideración lo dispuesto en el artículo 10 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, en relación con el artículo 6.º de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación, aquélla aplicable cuando la contraparte de la entidad de crédito, o sea, el cliente depositante, sea un consumidor o usuario de servicios bancarios, y esta última en todo caso cuando haya una de las partes, la entidad de crédito, que haya predispuerto, es decir, redactado previamente sin posibilidad de discusión, los términos del contrato⁽³⁶⁾.

En este sentido, lo normal es que deban considerarse estos contratos sujetos a lo dispuesto en la Ley 7/1998 arriba citada, ya que lo habitual en la práctica bancaria es presentar un contrato prerredactado al cliente y luego, sobre él mismo, proceder en su caso a una negociación para modificar las estipulaciones allí contenidas, en tanto en cuanto el cliente no las acepte, pero sin que se produzca una verdadera redacción de consuno. En estos casos, en la medida en que se esté produciendo esta situación de adhesión, aunque sea limitada, deberá tenerse en cuenta que las cláusulas del depósito estructurado han de ser concretas, claras y sencillas, fácilmente comprensibles, y conservando la buena fe y el justo equilibrio entre las contraprestaciones de las partes, evitando todo tipo de cláusula abusiva. A fin de evitar cualquier posible conflicto, que en definitiva perjudicaría a la entidad de crédito una vez planteado, por razón de la oscuridad o de la falta de equilibrio de las contraprestaciones de las partes, las entidades de crédito suelen incluir en los contratos, y ello es de interés para ambas partes, una regulación completa de los derechos y obligaciones de las mismas, con una indicación muy clara y específica de que no es una imposición a plazo fijo o depósito bancario a plazo normal, sino que se trata de un contrato especialmente redactado para el supuesto que va a vincular a ambas partes, y que supone no sólo el depósito o entrega del dinero por el cliente a la entidad de crédito sino también otras obligaciones vinculadas a ese instrumento financiero derivado del que se ha hecho repetidas veces mención; también es

(36) Véanse, en relación con la Jurisprudencia sobre oscuridad de las cláusulas, que deben entenderse aplicables cualquiera que sea la contraparte de la entidad de crédito predisponente, es decir, consumidor, usuario o no, las Sentencias del Tribunal Supremo de 4 de julio de 1997 y 3 de febrero de 1989; en línea similar, antes de la legislación protectora de los consumidores, las Sentencias de 7 de octubre de 1985 y 12 de abril de 1984, entre otras.

práctica habitual que se incluya una advertencia, destacada, acerca del riesgo del cliente depositante de no recuperar la totalidad del importe depositado o, incluso, de recibir unos determinados valores en lugar de efectivo.

2. Depósitos estructurados emitidos y ofrecidos en masa

Respecto de los depósitos estructurados emitidos y ofrecidos en masa se podrían realizar, en principio, iguales consideraciones a las realizadas para los depósitos estructurados negociados individualmente, si bien la calidad de preponente de la entidad bancaria se manifiesta de forma más clara puesto que la entidad bancaria no ofrece, en esos casos, ninguna posibilidad de negociación al cliente respecto del contenido del contrato.

No obstante, aquellos depósitos estructurados emitidos y ofrecidos en masa que no garantizan la restitución íntegra del importe inicialmente depositado presentan una importante particularidad en su régimen jurídico y regulatorio. La Circular 3/2000 ha sometido a estos depósitos estructurados a los requisitos del Real Decreto 291/1992, y, en particular, a la verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo sobre la emisión proyectada. Aunque se analizará más adelante la aplicabilidad de dicha normativa a la luz de la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo y de la normativa bancaria, conviene efectuar en este momento alguna precisión respecto de las diferencias en la regulación contractual de los depósitos estructurados que conlleva su sometimiento a la exigencia de verificación y registro del folleto y resto de documentación preceptiva en la CNMV.

La existencia de un folleto y demás documentación relativa a la oferta de suscripción de los depósitos estructurados plantea la cuestión de la integración de lo contenido en el folleto en el régimen contractual entre depositante y depositario. Esta cuestión suficientemente estudiada respecto de folletos de ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables⁽³⁷⁾ no presenta, en nuestra opinión, variaciones sustanciales respecto de los efectos en el régimen jurídico del contrato, ni respecto de la responsabilidad del oferente, emisor y colocador de depósitos estructurados, a los que puedan concluirse para su-

⁽³⁷⁾ Para un estudio completo del régimen de integración y la responsabilidad de oferente, emisor, y colocador, puede verse DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen Jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998; también, PALÁ LAGUNA, R., *Las Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de acciones*, Madrid, 1997.

puestos análogos respecto de dicha emisión⁽³⁸⁾. En principio, siguiendo dicho análisis, el contenido del folleto podrá integrarse en la relación jurídica entre depositante y depositario, bien como verdaderas estipulaciones del contrato, bien como meras declaraciones y afirmaciones de la entidad de crédito oferente realizadas en el marco de la oferta de suscripción del contrato. Dicha integración dependerá del sentido y la intención de la particular información o compromiso recogidos en el folleto (por ejemplo, está claro que aquellas referencias a los supuestos en los que la entidad depositaria se compromete a realizar la liquidación y entrega de los valores y la forma de efectuarlo se incorporarán como pactos contractuales, mientras que la información sobre la solvencia del depositario o la evolución del subyacente serán más bien declaraciones y afirmaciones de la entidad de crédito realizadas en el marco de la oferta de las que, según se haya realizado, surgirá o no responsabilidad, que podrá ser, según las circunstancias y las personas intervinientes, contractual o extracontractual). Evidentemente, la forma de integración tendrá consecuencias en cuanto al régimen de responsabilidad derivado del incumplimiento o falsedad de dichas afirmaciones aunque, a nuestro parecer, no merecen un mayor análisis al no presentar variaciones sustanciales respecto al que se derivaría de un incumplimiento o falsedad realizados respecto de una emisión de valores negociables.

Sin embargo, sí existen aspectos singulares en las ofertas de suscripción de depósitos estructurados que merecen alguna mayor reflexión. En concreto, nos referimos al análisis de la necesidad o no de la homogeneidad y agrupación en emisiones de los depósitos estructurados y al régimen de determinación del objeto del contrato y de novación modificativa común en estos contratos y en los instrumentos financieros derivados.

La primera cuestión a suscitar es si existe una razón legal o un motivo jurídico de especial consideración que obligue a que los depósitos estructurados que ofrecen las entidades de crédito se agrupen en “emisiones” o conjuntos de contratos de términos y condiciones sustancialmente iguales. Dicha homogeneidad y agrupación en emisiones sí se requiere respecto de los valores negociables, pero porque éstos son, básicamente, derechos con vocación circulatoria dotados de propiedades especiales para su transmisión y ejercicio exorbitantes respecto de las de derecho común⁽³⁹⁾, es decir, porque su especial régimen de

(38) Eso sí, habrá que tener presente que, en el caso de los depósitos estructurados, oferente, “emisor” y, en la mayor parte de los casos, colocador será la misma entidad de crédito depositaria.

(39) DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, Madrid, 1998, p. 184.

negociación y transmisión así lo precisa ⁽⁴⁰⁾. Sin embargo, los depósitos estructurados no gozan de dicho régimen de transmisión (de hecho, en la práctica, aunque no existe razón lógica que lo impidiese, no se negocian en mercados secundarios, ni se incorporan a valores ⁽⁴¹⁾ y sólo cabe transmitirlos mediante el régimen de cesión de créditos). No parece pues existir ningún motivo jurídico especial que obligue a concluir que los contratos de depósito estructurado deban sustraerse a la libertad de negociación y de pactos entre las partes que rige en general en nuestro derecho, o a que se les deba agrupar en ofertas de conjuntos de contratos de cláusulas sustancialmente homogéneas.

No se puede dejar de analizar, siquiera de forma breve, la forma de determinación de las prestaciones del depositario y de novación modificativa específica en este tipo de contratos y en los derivados y, en particular, el papel del agente de cálculo. Al tener la causa de estos contratos una estrecha relación con la gestión y asunción del riesgo de inversión y depender las prestaciones de la evolución de un precio o valor de un activo subyacente, resulta común en éstos que la concreta determinación de las prestaciones del depositario deba resultar de cálculos matemáticos, a veces muy complejos, basados en los precios o valores del subyacente, y que las partes delimiten de forma muy precisa el riesgo que asumen, excluyendo de la determinación de la prestación del depositario todos los efectos dilusivos o concentradores en el precio o valor del subyacente no directamente relacionados con el riesgo que deseen asumir y que suele ser exclusivamente el riesgo de fluctuación normal del subyacente en el mercado secundario (por ejemplo, se eliminan los efectos de fusiones o liquidaciones de sociedades, split de acciones, o emisión de acciones liberadas). En estos casos, el cumplimiento del contrato puede precisar la realización de cálculos y

(40) Es lógico que la norma imponga una sustancial homogeneidad entre sí de los valores negociables agrupados en una emisión y someta a su régimen de modificación a una especial sujeción. La razón de dicha homogeneidad es que se trata de un requisito esencial para que el valor negociable cumpla con su característica de negociabilidad. Cada valor negociable presenta un derecho de contenido patrimonial frente al emisor sustancialmente homogéneo y que tiene vocación de ser objeto de tráfico generalizado e impersonal independiente de sus sucesivos adquirentes. Siendo así, es lógico que el ordenamiento jurídico sustraiga el régimen contractual de dichos derechos patrimoniales de una negociación entre el emisor y los sucesivos tenedores tanto en la emisión como posteriormente a ella. Sería incoherente con dicho régimen jurídico que cada titular de un valor negociable tuviera la facultad de singularizar los términos y condiciones del derecho de contenido patrimonial que representa el valor negociable.

(41) En el caso de que los derechos patrimoniales derivados de un depósito estructurado se incorporaran a un valor negociable, su calificación como depósito se vería alterada para pasar a ser otro tipo de instrumento financiero (un bono estructurado o un certificado de depósito), ya que sería distinta la naturaleza jurídica y configuración del mismo.

determinaciones necesarios para cuantificar las prestaciones de las partes ⁽⁴²⁾ o incluso el ajuste de la prestación pactada para eliminar estos efectos indeseados en el precio o valor del subyacente. A tal fin, es una práctica generalizada que las partes del contrato nombren un agente de cálculo para que realice dichos cálculos y determinaciones de acuerdo a unas reglas precisadas más o menos en el contrato o en la documentación relativa a la oferta ⁽⁴³⁾.

En principio, los cálculos que conducen a determinar el contenido de las prestaciones en casos normales (sin supuestos de interrupción de mercado, falta de publicación del valor del subyacente o de variaciones exógenas al riesgo cubierto) no plantean mayores problemas, puesto que se trata de meros cálculos aritméticos basados en precios o variables públicamente accesibles y respecto de los cuales, si hubiera cualquier discrepancia (lo cual es inusual), se podría resolver fácilmente recurriendo a datos objetivos fácilmente comprobables. La cuestión interesante es precisamente la validez de la determinación del objeto del contrato realizada por el agente de cálculo en los casos en que éste deviene indeterminado por la imposibilidad de obtener el precio o valor del subyacente o en los que se haya pactado la necesaria novación del contrato tras el acaecimiento de supuestos ajenos al riesgo que desean asumir las partes.

No parece que pueda negarse, en nuestro Derecho, la validez de la determinación de las prestaciones de un contrato por un agente de cálculo en los casos anteriormente descritos. Nuestro ordenamiento acepta la designación del arbitrio de tercero como forma de determinar inicialmente el objeto de un contrato ⁽⁴⁴⁾, por lo que debe considerarse igualmente válido otorgar al arbitrio de un tercero la facultad de determinar el objeto del contrato en casos de indeterminación sobrevenida, o en casos de novación por pacto expreso de las partes, aunque se trate de una nueva determinación para reequilibrar las prestaciones

⁽⁴²⁾ Resulta bastante frecuente que las partes incluso establezcan la realización de estimaciones de buena fe del precio o valor del subyacente en el caso en que se produzcan supuestos de interrupción de la negociación del activo subyacente en un determinado mercado de referencia o en casos de falta de publicación del precio o valor del subyacente.

⁽⁴³⁾ Es práctica común en estos productos financieros y en los derivados que las partes se sometan en estas cuestiones a los conjuntos de reglas y definiciones publicados por la *International Swap and Derivatives Association*, (ISDA). ISDA ha venido publicando distintos conjuntos de reglas y definiciones para cada clase de derivado (como, por ejemplo, las “*1996 Equity Derivatives Definitions*”) en los que se resuelven de forma estandarizada estos problemas dando distintas alternativas de solución para cada uno de ellos. Las partes pueden pues resolver cada cuestión sometiendo el contrato a dichos conjuntos de reglas y definiciones y eligiendo para cada tema particular la alternativa que les parezca más pertinente para su caso específico.

⁽⁴⁴⁾ Puede verse, en este particular, DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, tomo I, Madrid, 1996, pp. 212 y 213.

de las partes en un supuesto extraordinario, expresamente previsto, que las partes entienden que altera su justo equilibrio. No obstante, dicha validez genérica sí podría suscitar serias dudas en aquellos casos particulares en que el agente de cálculo no sea un tercero independiente respecto del depositario (porque sea el depositario mismo, pertenezca a su grupo o tenga cualquier relación con éste que pudiera determinar una actuación parcial) o su designación haya sido impuesta por la entidad de crédito como predisponente⁽⁴⁵⁾. En cuanto al criterio de determinación del objeto del contrato por el agente de cálculo, podrá pactarse que se ajuste a un criterio de equidad o de *arbitrium boni viri* o a criterio del leal saber y entender del agente de cálculo o *arbitrium merum* en el folleto⁽⁴⁶⁾ o en el propio contrato, con consecuencias distintas en cuanto a la forma de actuar del agente de cálculo o en cuanto a la posibilidad de la posterior impugnación de sus decisiones⁽⁴⁷⁾, aunque en cualquier caso deberá actuar como tercero independiente e imparcial⁽⁴⁸⁾.

(45) Aunque se podrían plantear ciertas dudas en cuanto a la validez de la sustitución del agente de cálculo por otra entidad a elección de la propia entidad de crédito y previa aprobación de la CNMV, supuesto contemplado en la mayoría de los folletos registrados en la CNMV, por cuanto se deja la designación del tercero que determinará el objeto del contrato al arbitrio de la entidad de crédito, la aprobación del nuevo agente por parte de la CNMV atempera significativamente, sin embargo, esta aparente unilateralidad.

(46) Los folletos registrados en la CNMV incluyen la cláusula de estilo por la que el agente de cálculo actuará siempre como experto independiente y sus cálculos y determinaciones serán vinculantes tanto para el emisor como para los titulares del contrato. Esta previsión parece indicar que el criterio elegido es el de *arbitrium merum*. Además cuando se pacte que la actuación del agente de cálculo deberá ajustarse a las definiciones y condiciones contenidas en el documento *ISDA Definitions* de 1991, *ISDA Equity Derivatives Definitions* de 1996 o *ISDA Definitions* de 1998, el agente de cálculo deberá determinar en esos casos el nuevo objeto según su leal saber y entender pero con sometimiento a las reglas contenidas en el folleto y a las definiciones ISDA.

(47) DÍEZ-PICAZO afirma que si el criterio de determinación del objeto del contrato es el de *arbitrium boni viri* deberá decidir con arreglo a objetivos de equidad y las partes podrán impugnar ante el juez la decisión si ha faltado evidentemente la equidad en ella. Si el criterio es el de *arbitrium merum* deberá actuar de acuerdo con su leal saber y entender y su decisión será únicamente impugnabile cuando haya procedido con mala fe. DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, tomo I, Madrid, 1996, p. 212.

(48) En este sentido, el pacto que aparece en la mayoría de los folletos en el que se establece que, en todo caso, el agente de cálculo elegirá la opción que a su juicio sea más ventajosa para el inversor del contrato financiero, indicando al emisor la forma de proceder en cada caso, sólo podrá entenderse, para una interpretación acorde con nuestro Código Civil, en el sentido de exigir que si hubiera diversas opciones que a juicio del agente de cálculo pudieran ser igualmente válidas según el criterio de decisión que se haya pactado (ya sea el *arbitrium merum* o *arbitrium boni viri*) escogerá de aquellas la que sea más favorable para el inversor.

IV. NORMAS DE CONDUCTA Y SUPERVISIÓN: APLICABILIDAD AL DEPÓSITO ESTRUCTURADO

Como se ha venido manteniendo a lo largo de este trabajo, el depósito estructurado es un contrato complejo y atípico en cuanto a su régimen jurídico, que surge de la integración de los contratos de depósito bancario a plazo y de los instrumentos financieros derivados. Como quiera que el contrato de depósito a plazo es un contrato sometido a la regulación bancaria y a la supervisión del Banco de España y los instrumentos financieros derivados (al menos algunos de ellos) se encuentran, desde la modificación de la LMV por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, sometidos a la regulación del Mercado de Valores y a la supervisión de la CNMV, cabe suscitar la duda de si el depósito estructurado como contrato complejo resultante de dos figuras distintas debería estar sometido a una o a otra legislación especial y, en su caso, en qué grado.

1. La Circular 3/2000: delimitación de los contratos bancarios frente a los instrumentos financieros

La cuestión del sometimiento de los depósitos estructurados a la LMV o a la normativa bancaria ha sido contemplada en la Circular 3/2000. En la Circular 3/2000, la CNMV, previo informe del Banco de España y del Comité Consultivo de la CNMV, estableció que el criterio de distinción entre aquellos depósitos estructurados sometidos a la disciplina y normativa bancaria y aquellos sometidos a la LMV era la naturaleza del compromiso de devolución del principal invertido. Los contratos de depósito estructurado en los que se asegura la devolución del principal de forma íntegra e incondicionada por la entidad tomadora (la entidad de crédito) son considerados depósitos (contratos típicos de la actividad de las entidades de crédito) que no se encuentran sometidos a la LMV, aun cuando su remuneración esté referenciada a la evolución de un valor cotizado o un índice. Por el contrario, aquellos depósitos estructurados en que la entidad tomadora no se compromete a la devolución íntegra e incondicionada del principal, quedando su restitución vinculada a la evolución de uno o más valores cotizados o de un índice son considerados instrumentos financieros, quedando sometidos a la regulación de la LMV.

Una vez realizada dicha distinción, la Circular 3/2000 somete de forma obligatoria, a todas las entidades de crédito que deseen ofrecer la suscripción en masa de depósitos estructurados en los que la entidad de crédito no asuma un compromiso de devolución íntegra del principal invertido, al requisito de la previa verificación y registro de un folleto en la CNMV. A tal fin, la CNMV establece un nuevo modelo de folleto para la oferta de estos contratos con la finalidad explícita de asegurar que las entidades de crédito provean al inversor con una información más clara y sencilla sobre las características de estos

contratos y facilitar su contratación a las entidades de crédito, que están sometidas a supervisión. Establecer un nuevo modelo resultaba preciso puesto que, hasta ese momento, se utilizaba el correspondiente a emisiones de renta fija, que no resultaba adecuado para este fin.

El modelo de folleto aprobado para facilitar la información relativa a ofertas de contratos financieros atípicos (CFA1) se compone de tres capítulos. El primer capítulo contiene las circunstancias relevantes a considerar sobre la oferta de los contratos financieros: la información sobre el oferente y sobre los valores que configuran el subyacente y los riesgos de la operación. El segundo capítulo comprende la descripción de las condiciones del contrato financiero y la información sobre el subyacente, incluyendo sus características específicas, la determinación de las variables que lo condicionan, la liquidez del contrato y los supuestos de cancelación anticipada, la información sobre los valores del subyacente, el procedimiento de colocación y el régimen fiscal del contrato financiero. El tercer capítulo describe las personas que asumen la responsabilidad del contenido del folleto. A este folleto informativo se suele anexar además el modelo de contrato con el que la entidad de crédito formalizará con sus clientes el depósito estructurado.

2. Normas de conducta y supervisión aplicables a los depósitos estructurados con compromiso de devolución íntegra del principal

Tanto la definición de entidad de crédito ⁽⁴⁹⁾ del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, como de la reserva de actividad bancaria ⁽⁵⁰⁾ del artículo 28 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las entidades de crédito (en adelante “Ley de Disciplina e Intervención”), no permi-

⁽⁴⁹⁾ Una entidad de crédito se define como toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza.

⁽⁵⁰⁾ La reserva de actividad se concreta en que ninguna persona física o jurídica, nacional o extranjera, puede, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros, ejercer en territorio español las actividades legalmente reservadas a las entidades de crédito o utilizar las denominaciones genéricas propias de éstas u otras que puedan inducir a confusión con ellas. Se entienden, en particular, reservadas a las entidades de crédito: a) la actividad definitoria de las entidades de crédito según el apartado 1.º del artículo 1.º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio anteriormente mencionada, y b) la captación de fondos reembolsables del público, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores. En el proyecto de Ley Financiera, actualmente en discusión parlamentaria, se incluye la gestión de dinero electrónico.

ten albergar duda alguna de que los depósitos estructurados que llevan aparejada una obligación de restitución del principal deben estar sometidos a la normativa de las entidades de crédito ⁽⁵¹⁾ y a su reserva de actividad. En este caso, el depósito estructurado se encuadra con claridad en la actividad de intermediación indirecta en el crédito objeto de la reserva de actividad bancaria y, muy especialmente, en la de captación de fondos reembolsables del público en forma de depósito o análoga que no esté sujeta a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores. La Circular 3/2000 coincide con esta afirmación.

Al estar estos depósitos estructurados sujetos a la disciplina bancaria, no están obligados a verificar y registrar un folleto informativo en la CNMV en relación con su emisión y oferta en masa; pero, por contra, están sometidos (con independencia de que se traten de contratos negociados singularmente o en masa) al estricto régimen que rige la actividad de las entidades de crédito y que tiene su fundamento en la salvaguarda de los derechos del cliente y de la creación de confianza hacia la actividad de intermediación bancaria ⁽⁵²⁾; y que conlleva, entre otras cuestiones, su total reserva de actividad y el sometimiento de ésta a la supervisión del Banco de España y a las normas de regulación y disciplina bancaria; incluyendo, sin limitación, el cumplimiento de la Ley de Disciplina e Intervención, de los requisitos de información que deben facilitar las entidades de crédito a sus clientes, de la obligación de formalización de contrato con el cliente, de los requisitos de obligado cumplimiento de la publicidad y de las demás normas establecidas en la Orden ministerial de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, y la Circular 8/1990, de 7 de septiembre del Banco de España, así como el resto de legislación que le resulte aplicable en su condición de depósitos bancarios ⁽⁵³⁾. Cierto

(51) En adelante emplearemos el adjetivo bancario como sinónimo de relativo a las entidades de crédito, aun cuando este último concepto sea más amplio.

(52) El legislador, especialmente preocupado por ordenar jurídicamente el nacimiento y la actividad desplegadas por las entidades de crédito, ha establecido un conjunto de normas que entre sus finalidades persiguen, por un lado, ofrecer una protección real al consumidor con reglas tendentes a la salvaguarda de la relación de confianza en que se apoya el comercio del crédito, tales como el deber de secreto bancario y la obligación de asesoramiento e información real a los consumidores dentro de un clima general de transparencia; y, por otro, el establecimiento de un régimen disciplinario dirigido a corregir posibles abusos (URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 28.ª edición, Madrid, 2002, p. 845 y ss.).

(53) Pueden verse, por originales, las reflexiones al hilo de diversas decisiones jurisprudenciales sobre depósitos no restituidos y en especial de la resolución casacional de 14 de noviembre de 2001 que realiza MENÉNDEZ HERNÁNDEZ, J., "Los Depósitos y las cuentas corrientes en entidades financieras y la protección de los inversores", *Diario La Ley*, año XXIII, número 5504. Lunes, 18 de marzo de 2002.

es que este tipo de contrato y, en general, los contratos bancarios híbridos que, siendo contratos bancarios sometidos a reserva de actividad, puedan conllevar un riesgo de inversión, no aparecen específicamente regulados en esta normativa; pero, a falta de esta regulación específica, estos contratos deberán estar sometidos, por un lado, a los requisitos generales aplicables a los contratos bancarios respecto de su concertación y promoción, régimen de aprobación de publicidad y obligaciones de información al cliente y, por otro, a los aplicables al depósito bancario, en lo que fueran de aplicación por analogía.

3. Los depósitos estructurados sin compromiso de devolución íntegra del principal y la LMV

Como hemos comentado, la Circular 3/2000 considera que los depósitos estructurados sin compromiso de devolución íntegra del principal deben considerarse instrumentos financieros de acuerdo al artículo 2.º de la LMV y los somete a los requisitos derivados del Título III de la LMV, del Real Decreto 291/1992 y de la Circular 3/2000. Según la propia Circular 3/2000, la caracterización de estos depósitos estructurados como instrumentos financieros implica necesariamente que la realización de una oferta en masa de los mismos agrupados en un conjunto homogéneo realizada al público estaría sometido a un procedimiento de verificación y registro del correspondiente folleto informativo sujeto al modelo CFA1.

En realidad, la necesidad de verificación y registro de un folleto informativo en el caso de oferta pública de suscripción de instrumentos financieros debería ser, en buena lógica, sólo una de las manifestaciones de los ámbitos de sujeción a la LMV de estos depósitos estructurados, ya que la LMV regula los valores negociables y los instrumentos financieros en la medida en que se realiza cualquiera de las actuaciones respecto de los mismos contempladas en el artículo 1.º de la LMV⁽⁵⁴⁾; es decir, tanto cuando se ofertan públicamente en el mercado primario agrupados en emisiones como cuando se negocian en un mercado secundario o cuando se integran en la actividad principal de unas entidades cuyo objeto exclusivo consiste precisamente en la prestación de una serie de servicios de inversión respecto de los mismos.

No obstante, resulta difícil discernir las consecuencias jurídicas que conllevaría la aplicación de la LMV a los depósitos estructurados; tanto porque

(54) El objeto de la LMV es, según su propio artículo 1.º, la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, y las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos.

éstas tampoco se han determinado de forma precisa en el caso de los instrumentos financieros como por las características particulares de este tipo de contrato.

Los instrumentos financieros se han regulado por la LMV mediante una remisión en bloque a la normativa de los valores negociables, que debía tener en cuenta, eso sí, las adaptaciones que resultaren precisas⁽⁵⁵⁾. No obstante, esta remisión no supone el establecimiento de una regulación clara y precisa para los instrumentos financieros, por cuanto, primero, estas adaptaciones no se han materializado en la mayoría de los casos y, segundo, las diferencias entre los instrumentos financieros y los valores negociables son, en la mayoría de los casos, esenciales, lo que impide la fácil aplicación de las normas de éstos a aquellos. Además, como la reforma de la LMV de 1998 tuvo carácter parcial, coexisten en la LMV referencias no modificadas a valores o a valores negociables junto con referencias a valores negociables e instrumentos financieros, con lo que, a veces, resulta también difícil precisar cuándo era la voluntad del legislador aplicar un determinado precepto tanto a los valores negociables como a los instrumentos financieros⁽⁵⁶⁾, qué requisitos les deberán ser exigibles a los instrumentos financieros y cuáles las consecuencias jurídicas.

En particular, el sometimiento de los instrumentos financieros a las disposiciones del Título III de la LMV y normativa de desarrollo presenta numerosas incógnitas. El Título III de la LMV descansa en su actual redacción en el concepto de emisión de valores negociables (sin incluir los instrumentos financieros) y su ámbito de aplicación y el del Real Decreto 291/1992 se circunscribe a las emisiones de valores⁽⁵⁷⁾ que se realicen mediante oferta pública de suscripción y a las ofertas públicas de venta siempre que la oferta tenga lugar en territorio nacional; es decir, a la actividad de apelar o captar ahorro del público

(55) Último apartado del artículo 2.º de la LMV.

(56) Aunque dicha deficiente técnica legislativa ya mereció la reprobación del Consejo de Estado respecto del Anteproyecto de reforma de la LMV que posteriormente se convertiría en la Ley 37/1998, lo cierto y verdad es que dicho problema no se resolvió en el texto definitivo de la Ley y esta falta de coherencia termina por entorpecer de forma considerable la labor interpretativa respecto de la aplicabilidad a cualquier instrumento financiero de las normas previstas en la LMV para los mercados primarios, los mercados secundarios y los sujetos intervinientes en los mercados. Véase el dictamen del Consejo de Estado respecto del Anteproyecto de reforma del mercado de Valores (Dictamen 1116/95, Sección 5.ª, 28 de septiembre de 1995).

(57) El concepto de emisión se define en el apartado 2 del artículo 4.º del Real Decreto 291/1992 como cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido substancialmente similar de derechos y obligaciones.

a través de la colocación pública de un conjunto de valores (o instrumentos) negociables pertenecientes a una misma emisión ⁽⁵⁸⁾. Dicha interpretación es coherente con la Directiva que regula los folletos de emisión de valores actualmente vigente y que sirvió de base para el desarrollo de nuestra normativa (Directiva 89/124/CEE del Consejo, de 17 de abril de 1989) e, incluso, con la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

Por tanto, sobre la base de este razonamiento, la aplicación del Título III de la LMV y del Real Decreto 291/1992 precisaría la existencia de una oferta de suscripción de un conjunto ⁽⁵⁹⁾ de valores negociables homogéneos, que forman parte de una misma operación financiera o unidad de propósito procedentes de un mismo emisor. Por tanto, la obligación de sometimiento a la regulación de los mercados primarios contenida en la LMV sólo debería predicarse respecto de emisiones de valores (o concertación en masa de instrumentos financieros) negociables colocados mediante oferta pública (es decir, mediante el ofrecimiento en masa a una pluralidad indeterminada de personas o entidades) y, no a la oferta y concertación de forma individualizada de un instrumento financiero ⁽⁶⁰⁾, ni a la emisión de instrumentos financieros no negociables. Por tal razón, resulta un tanto paradójico que la Circular 3/2000 establezca la aplicabilidad del Título III y el Real Decreto 291/1992 a los depósitos estructurados que no tienen por lo común la consideración ni la naturaleza de instrumentos financieros negociables. Esta interpretación implica que la Circular 3/2000 interpreta que el concepto equivalente a emisión de valores negociables a los efectos de la aplicación a los instrumentos financieros del Título III y el Real Decreto

⁽⁵⁸⁾ Aunque desde un punto de vista de pura técnica legislativa resulte criticable que no se utilice la terminología creada por la propia reforma de la LMV, lo que sí parece que se puede deducir es que el ámbito de aplicación del Real Decreto 291/1992 son los valores (o instrumentos) negociables agrupados en emisiones [en particular, los artículos 1.º, 2.º, sobre todo en su apartado f), y 4.º del Real Decreto 291/1992].

⁽⁵⁹⁾ El término conjunto alude a la emisión en masa de valores o instrumentos financieros y no únicamente a un número muy limitado (dos o tres) de títulos valores al portador. Aunque constituya sólo doctrina administrativa, pueden verse en este sentido las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 5 de noviembre de 1990, 17 de septiembre de 1996 o 24 de enero de 1997, que con gran agudeza negaron la calificación de emisión por tal motivo.

⁽⁶⁰⁾ Esta conclusión es la misma a la que llegamos al aplicar este criterio a los valores negociables. Así, la emisión de las acciones (caso paradigmático de valor negociable) de una sociedad anónima no cotizada suscrita por sus propios accionistas o por terceros interesados sin la realización de ningún tipo de apelación al público o publicidad no está sometida a la normativa del mercado de valores.

291/1992 es el ofrecimiento en masa de instrumentos financieros (con independencia de que sean negociables o no) y que, por tanto, la oferta en masa de instrumentos financieros o depósitos se permite y regula por dichas reglas.

Respecto al segundo posible ámbito de sujeción de los depósitos estructurados a la LMV, las disposiciones relativas a la regulación de los mercados secundarios y los sistemas organizados de negociación, su aplicabilidad a los depósitos estructurados no suscita excesivo interés, por cuanto su naturaleza y configuración jurídica es la de contratos financieros (no valores negociables) y, en la práctica, y por el momento, no se ha arbitrado ningún mercado secundario o sistema que permita su negociación.

Por el contrario, el encaje del depósito estructurado en el ámbito de la prestación de servicios de inversión y la regulación de las entidades habilitadas para desarrollar dichos servicios (principalmente las empresas de inversión y las entidades de crédito habilitadas para ello), sí merece alguna consideración interesante porque, en nuestro ordenamiento, rige una casi absoluta prohibición de que las empresas de servicios de inversión capten fondos del público mediante depósitos. El artículo 29 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicio de inversión prohíbe a éstas que reciban efectivo de sus clientes mediante depósitos más que en cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio; por tanto, no pueden actuar como depositarios de efectivo a plazo fijo o recibir un depósito irregular por parte de un cliente (aunque pueda llevar aparejada una opción financiera u otro instrumento financiero derivado). La aplicación de la Circular 3/2000 produce la situación bastante paradójica de que, o bien se debe concluir que las empresas de servicios de inversión pueden contratar este tipo de depósitos con sus clientes (situación claramente contradictoria con la prohibición contenida en el precepto antes citado) o que existe un tipo de instrumento financiero sujeto a la normativa del mercado de valores, pero cuya suscripción o concertación no puede ser ofertada por cuenta propia por las empresas de servicios de inversión a sus clientes ⁽⁶¹⁾.

Finalmente, la sujeción de estos depósitos estructurados a la LMV conllevaría también la aplicación de las normas de conducta de los mercados de valores contenidas en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, la Orden de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del Real Decreto, y las Circulares de la CNMV 3/1993, de 29 de diciembre, 1/1996, de 27 de marzo, y 1/1996, de

(61) Sí podría haber, por contra, que las empresas de servicios de inversión realizaran funciones de mera intermediación en la colocación por parte de una entidad de crédito de depósitos estructurados entre los clientes.

27 de marzo. Paradójicamente, esta regulación no se aplicaría más que a las entidades de crédito y no a las sociedades y agencias de valores (que como hemos visto no pueden ofrecer la concertación de este tipo de depósitos a sus clientes). En todo caso, esta regulación también resultaría de muy difícil aplicación por la propia filosofía de estos preceptos, que están pensados más para la intermediación, la recepción y ejecución de órdenes y la negociación de valores negociables, que para su aplicación a un instrumento no negociable como el depósito estructurado.

En particular, cabría preguntarse sobre si las citadas normas de conducta imponen algún tipo de deber o responsabilidad de la entidad de crédito en el caso de una evolución desfavorable para el cliente del subyacente. En relación a esta cuestión, resulta interesante reseñar que el artículo 5.1 del Código General del Conducta de los mercados de valores aprobado por el Real Decreto 629/1993 impone a las entidades una obligación de informar a sus clientes con la máxima celeridad de todas las incidencias relativas a las operaciones contratadas por ellos, recabando de inmediato nuevas instrucciones caso de ser necesario al interés del cliente. No resultaría pues infundado interpretar que sobre la base de dicho precepto el depositario tuviera el deber de informar al inversor de la evolución del valor del depósito estructurado, y de aconsejarle la adopción de medidas que palien dicha situación (por ejemplo, la concertación de un derivado de cobertura de la posición) cuando dicha evolución le resulte muy desfavorable. Si tal es el caso, tampoco parece descartable que los clientes pudieran fundar una acción de responsabilidad contra la entidad de crédito por la falta de cumplimiento del citado deber.

4. Análisis crítico de la calificación de ciertos depósitos estructurados como instrumentos financieros

Ya hemos visto la importante problemática que suscita la aplicación de la normativa del mercado de valores a los depósitos estructurados que no llevan aparejado un compromiso íntegro y condicionado de restitución del principal. Esta problemática se debe, a nuestro parecer, a que existen fundadas razones para calificar a estos depósitos estructurados como contratos bancarios sometidos a la reserva de actividad y, en general, a la normativa bancaria y no como instrumentos financieros sometidos a la normativa del mercado de valores.

Como hemos comentado, el criterio de calificación de los depósitos estructurados por la Circular 3/2002 es la naturaleza del compromiso de restitución

del principal invertido ⁽⁶²⁾. El razonamiento de la Circular 3/2000 parece fundamentarse en distinguir cuáles son las características que prevalecen en el contrato de depósito estructurado en cuanto a contrato complejo, si las propias del depósito a plazo o las de los instrumentos financieros derivados. Como el depósito bancario a plazo lleva aparejada siempre la obligación de su restitución parece fácil llegar a la conclusión de que la característica que debe prevalecer para considerar el contrato complejo resultante como un contrato bancario es que se asuma la obligación íntegra e incondicionada de devolución del principal sin que el inversor asuma en ningún caso la posibilidad de pérdida del importe inicialmente depositado. Siguiendo este razonamiento, serán instrumentos financieros y se someterán a la normativa del mercado de valores aquellos en los que el inversor asuma el riesgo de perder en todo o en parte el importe de su inversión ⁽⁶³⁾. No obstante lo aparentemente claro del razonamiento expuesto, este criterio de adscripción a la disciplina bancaria o a la de los mercados de valores no resulta el más acorde con nuestro ordenamiento, siendo muy discutible la conclusión que se alcanza, puesto que, a nuestro juicio, la calificación de un contrato o instrumento jurídico como un instrumento financiero o un contrato bancario debería ser su encuadramiento en los conceptos bien de instrumento financiero del artículo 2.º de la LMV o bien de forma bancaria de captación de fondos según la definición de entidad de crédito y de la reserva de actividad. Resulta pues necesario estudiar las categorías de instrumento financiero y de contrato bancario para determinar si este depósito pertenece a uno u otro ámbito.

La categoría de instrumento financiero fue incorporada a la LMV por la reforma realizada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre ⁽⁶⁴⁾. A partir de la

(62) En la Circular 3/2000, la CNMV no discute la calificación de estos tipos de contratos (depósitos estructurados inclusive) como un contrato atípico constitutivo de una relación jurídica única a la que hay que aplicar únicamente un único conjunto normativo y no como unos simples contratos mixtos o contratos coligados que pudieran estar sometidos por separado a sus respectivas normas de supervisión.

(63) Aunque sea un tanto evidente desde un punto de visto jurídico, no nos parece redundante recordar que el hecho de que el depósito estructurado esté sometido a la normativa del mercado de valores no implica una prohibición de que las entidades de crédito puedan concertar depósitos estructurados, ya que las entidades bancarias no sólo pueden captar fondos del público mediante las formas reservadas a las entidades de crédito, sino también mediante las sometidas a la LMV. Sólo significaría que dichas formas de captación no estarían sometidas a la legislación bancaria ni a su reserva de actividad y que, al concertarlas, las entidades de crédito deberían someterse a la normativa del mercado de valores y no a la normativa bancaria.

(64) Puede verse con relación a la fundamentación de la reforma MÍNGUEZ PRIETO, R., *Los instrumentos financieros en las normativas comunitaria y española*, en VV.AA. (Díaz Ruiz E. y Larraga, P. directores), *Productos financieros derivados y mercados organizados*, Madrid, 1997, pp. 67 y ss.

reforma, el ámbito de aplicación de dicha Ley ha pasado a descansar sobre el concepto de “*valor negociable*” a hacerlo también sobre el de “*instrumento financiero*”, delimitándose así los instrumentos jurídicos que están sometidos a sus normas de disciplina y supervisión. Lo primero que resalta en este artículo 2.º de la LMV es la ausencia de una estructura sistemática común para definir el ámbito de aplicación de la LMV ⁽⁶⁵⁾. El ámbito de aplicación no se define por un concepto amplio de instrumento financiero que describa un tipo de derechos patrimoniales con unas notas comunes (como, por ejemplo, la negociabilidad), sino a través de dos tipos de derechos patrimoniales diferentes que se delimitan además de forma distinta: los valores negociables que no se definen o enumeran en el artículo 2.º de la LMV pero que se delimitarían posteriormente en su desarrollo reglamentario ⁽⁶⁶⁾ y que se caracterizan por una serie de notas comunes o requisitos (negociabilidad y agrupación en emisiones), y los instrumentos financieros, que se definen mediante una enumeración de contratos ⁽⁶⁷⁾ que presentan características heterogéneas en cuanto al tipo de contrato al que pertenecen ⁽⁶⁸⁾,

(65) Puede verse, respecto del análisis de los conceptos de valor negociable y de instrumento financiero y de la crítica a la ausencia de un concepto de instrumento financiero vertebrador del nuevo sistema del entonces Anteproyecto de reforma de la LMV: CACHÓN BLANCO, J.E., “Valores Negociables e instrumentos financieros”, *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 4, Madrid, 1996, pp. 9-40 y “Análisis de los conceptos de ‘Valor Negociable’ e ‘instrumento financiero’”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 221; julio-septiembre 1996, pp. 773-832. Además aquí la LMV se aparta de la estructura de los instrumentos financieros y su relación con los valores que preconiza 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 (en adelante “Directiva de Servicios de Inversión”).

(66) Puede verse, para una crítica del concepto de valor negociable recogido en el artículo 2.º del Real Decreto 291/1992, DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, Madrid, 1998, pp. 153-185.

(67) Los instrumentos financieros sometidos al ámbito de aplicación de la LMV son los siguientes: a) los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; b) los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no; y c) los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.

(68) Los instrumentos financieros no tienen como característica común la pertenencia a unos determinados tipos contractuales, por cuanto sólo los mencionados en el apartado b) se definen por dicha característica.

negociabilidad ⁽⁶⁹⁾ o en cuanto a sus subyacentes (financieros o no financieros) y de los que no se predica su necesidad de estar agrupados en emisiones. Por tal razón, mientras que la calificación como valor negociable de un derecho de contenido patrimonial se puede alcanzar por el cumplimiento de unas ciertas características genéricas, la de instrumento financiero sólo se deduce de la pertenencia al conjunto heterogéneo de instrumentos enumerados en el segundo apartado del artículo 2.º de la LMV ⁽⁷⁰⁾ y de los que sólo se puede predicar como nota común su naturaleza de contratos en vez de valores negociables. En todo caso, la técnica de definir los instrumentos financieros mediante una simple enumeración relativamente cerrada permite una menor interpretación extensiva en aras del principio de la protección del inversor que informa la LMV ⁽⁷¹⁾ y genera el riesgo de que la LMV no recoja dentro de la categoría de instrumentos financieros nuevos contratos atípicos con propósito de inversión cuya existencia y negociación es cada vez más frecuente.

Pues bien, analizando la enumeración del artículo 2.º de la LMV, resulta bastante dudoso que los depósitos estructurados puedan incluirse en este concepto de instrumento financiero. Resulta obvio que dichos depósitos estructurados no pueden encuadrarse ni en el apartado a), ni en el apartado c) del párrafo segundo de dicho artículo 2.º de la LMV, porque ambos apartados requieren la nota de su negociación o, al menos, negociabilidad ⁽⁷²⁾ en un mercado secunda-

(69) La negociabilidad tampoco es característica común de los instrumentos financieros, puesto que éstos engloban tanto contratos objeto de negociación en un mercado secundario, junto con otros que no precisan serlo, y otros que sólo precisan ser susceptibles de ser negociados en un mercado secundario (no quedando claro si “susceptibles” ha de entenderse como potencialmente negociables, por sus características, o por existir otros iguales o similares ya negociados).

(70) No resulta difícil encontrar el antecedente de esta definición y de su sistemática en la sección B del Anexo de la Directiva de Servicios de Inversión, que también emplea la técnica de la enumeración de una lista de instrumentos muy similar, pero no idéntica, al del artículo 2.º de la LMV.

(71) El concepto de valor negociable era, en ese aspecto, aunque claramente insuficiente, mucho más flexible por cuanto permitía la interpretación extensiva por los tribunales en aras de salvaguardar el principio básico de proteger al inversor. Así los Tribunales llegaron a calificar como valores negociables a los contratos de opciones de materias primas admitidos a negociación en mercados extranjeros, fundamentalmente en el mercado de futuros de Chicago aun cuando el concepto de instrumento financiero no se había incorporado aún a la LMV. En este sentido, pueden verse las Sentencias de la Audiencia Nacional de 19 de abril de 1999 y sobre todo de 20 de septiembre de 1999.

(72) Para que cualquier contrato u operación pueda ser incluido como instrumento financiero según el apartado c) del segundo párrafo del artículo 2.º de la LMV precisa contar con la característica de ser susceptible de ser negociado en un mercado secundario. Aunque la LMV no concreta qué quiere decir esta condición, debe entenderse que se relaciona bien con unos requi-

rio y el depósito estructurado no permite su negociación libre e impersonal (aunque, como todo derecho, sea transmisible en lo que se refiere a su titular) produciéndose su liquidación únicamente a vencimiento. Eliminados como posibilidad los apartados a) y c), únicamente cabría encuadrar al depósito estructurado entre alguna de las categorías de contratos mencionados en el apartado b) del párrafo segundo de la LMV. Este apartado b) califica como instrumentos financieros a aquellos contratos pertenecientes a los tipos contractuales contrato financiero a plazo, contrato financiero de opción y contrato de permuta financiera que tengan por objeto un subyacente de naturaleza financiera⁽⁷³⁾. Pues bien, no es posible defender que los depósitos estructurados pertenezcan a ninguno de estos tipos. Aunque estos contratos sean atípicos, porque no se encuentran regulados en cuanto a su contenido obligacional en ninguna norma particular, sí tienen una cierta tipicidad social que ha permitido llegar a una caracterización de éstos por parte de la doctrina y la práctica financiera⁽⁷⁴⁾. Estas categorías no se encuentran vacías de significado y no permiten la inclusión indiscriminada de cualquier tipo de contrato de inversión con subyacente financiero (que es lo que parece estar interpretando la CNMV en la Circular 3/2000). A poco que se estudien dichas categorías se llega rápidamente a la conclusión de que los depósitos estructurados no pueden encuadrarse en ninguna de dichas figuras; ya que, aunque éstos son contratos complejos que surgen de la integración de alguna de estas figuras contractuales y del contrato bancario a plazo, se trata de un contrato distinto, claramente diferenciado de los anteriores por características tan sustanciales como su causa (ya hemos visto que los instrumentos financieros nunca pretenden la captación de fondos). Por tanto, a falta de una definición genérica de instrumento financiero o de una previsión normativa

sitos de normalización y un régimen o configuración jurídica que, una vez cumplidos por el instrumento, permita su transmisión o negociación en un mercado secundario o bien con la existencia de un cierto mercado secundario o sistema organizado de negociación donde dichos contratos pudieran ser negociados. Claramente, este no es el caso de los depósitos estructurados.

(73) El propio apartado deja claro que no tiene relevancia a los efectos de esta calificación ni la forma de liquidación, ni que sean o no objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

(74) Las propuestas de definición de los distintos tipos de contratos financieros derivados son numerosas tanto en los estudios doctrinales como en la práctica del mercado. Como ejemplo de definiciones de carácter doctrinal sobre los distintos contratos podemos citar para una perspectiva doctrinal a SANZ CABALLERO, J.L., *op. cit.*, Madrid, 2000, pp. 347 para el contrato a plazo o *forward*, 407 para el contrato de opción, y 473 para el contrato de permuta financiera o *swap*; MASSAGUER, J., *op. cit.*, Madrid, 1995, pp. 262 y ss.; DÍAZ RUIZ, E., *op. cit.*, Madrid, 1993; y para una perspectiva más de los usos bancarios y financieros, las definiciones de dichos contratos que aparecen en el Anexo II al Contrato Marco de Operaciones Financieras preparado por la Asociación Española de Banca o las definiciones que aparecen en la documentación preparada por la ISDA.

que estableciera, por ejemplo, la sujeción a la LMV de todos aquellos tipos contractuales que surjan como combinación o integración de los instrumentos financieros contemplados en el párrafo segundo del artículo 2.º de la LMV con otras figuras contractuales o de todos aquellos contratos atípicos que sean análogos o similares a los derivados o que tengan un propósito de inversión en un subyacente financiero de los regulados en la LMV, la sujeción de los depósitos estructurados a las normas de la LMV no parece defendible ⁽⁷⁵⁾.

Además destaca la extraña paradoja, ya comentada, de que, pese a la calificación de estos depósitos estructurados como instrumentos financieros, las empresas de servicios de inversión, que, de acuerdo a los artículos 62 y ss. de la LMV, son las que tienen como actividad principal y reserva de actividad la de prestar servicios de inversión sobre instrumentos financieros, tengan prohibido ofrecer la concertación de depósitos estructurados a su clientela de acuerdo al artículo 29 del Real Decreto 867/2001; mientras que las entidades de crédito cuya habilitación para prestar servicios de inversión es únicamente secundaria en virtud del artículo 65 de la LMV son las únicas entidades que tienen capacidad para ofrecer estos depósitos a su clientela. Esta situación paradójica refuerza las dudas sobre el encuadramiento de los depósitos estructurados entre los instrumentos financieros que quedan bajo el ámbito de aplicación de la LMV.

Pero es que, además, por otro lado, si se analiza el depósito estructurado desde el punto de vista del ámbito de aplicación de la normativa bancaria se puede llegar con igual facilidad a la conclusión de que este tipo de contrato de depósito estructurado tiene su encaje natural en las formas de captación de fondos típicas de la actividad bancaria ⁽⁷⁶⁾. Si atendemos a la definición de entidad de crédito y de su actividad del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de

⁽⁷⁵⁾ Igual razonamiento suscita el concepto de contrato financiero atípico contenido en la Circular 3/2000 y su sujeción a la LMV. A la luz del artículo 2.º de la LMV, no se puede afirmar que sean instrumentos financieros todos los contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido. Como ya se ha razonado, de entre todos los contratos no susceptibles de negociación en mercados secundarios sólo merecen la calificación de instrumento financiero, conforme a los términos de la LMV, aquellos que pertenezcan a las categorías contractuales mencionadas en el apartado b) ya mencionado y que tengan subyacente financiero.

⁽⁷⁶⁾ De hecho, la misma Circular 3/2000 parece admitir indirectamente el carácter de contrato bancario sujeto a reserva de actividad del depósito estructurado, pues afirma que se trata de contratos que concertan las entidades de crédito (y parece que no otras entidades) con sus clientes.

28 de junio, y el ámbito de la reserva de actividad del artículo 28 de la Ley de Disciplina e Intervención, la actividad bancaria de captación de ahorro y su correspondiente reserva se delimita por (i) la captación de fondos reembolsables que lleven aparejada una obligación de restitución, y (ii) la utilización de determinadas formas jurídicas de captación tales como el depósito, el préstamo, la cesión temporal de activos financieros u otras análogas siempre que no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores.

Respecto del primer requisito, lo que constituye sus notas características es, primero, que exista la intención de captación de fondos, es decir, que la entidad de crédito pretenda adquirir del cliente el numerario depositado y, segundo, que la voluntad de las partes en el momento de constitución del negocio jurídico bilateral sea que dichos fondos tengan la consideración de esencialmente reembolsables, es decir, que las partes entiendan que los fondos que entrega el cliente a la entidad de crédito son fondos que el banco capta con una obligación, en principio, de restitución de numerario, no tratándose, por ejemplo, del pago de una contraprestación por un bien o servicio. Es precisamente la voluntad de las partes con relación a la naturaleza de los fondos que se entregan a la entidad de crédito, y no el hecho de la certeza o firmeza de dicha obligación, la que hay que analizar para determinar si efectivamente el negocio consiste en una captación bancaria de fondos reembolsables. En este contexto, parece clara la voluntad de las partes en el depósito estructurado de que dichos fondos sean de naturaleza reembolsable, aun cuando el inversor esté asumiendo el riesgo de pérdida de dicho principal en todo o en parte o de que le entreguen unos valores en sustitución, puesto que en todos los depósitos estructurados el depositante tiene *ab initio* una expectativa de restitución del principal del depósito.

En cuanto al segundo requisito de utilizar determinadas formas jurídicas de captación tales como el depósito, el préstamo, la cesión temporal de activos financieros u otras análogas siempre que no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, su propia flexibilidad impide negar su concurrencia. Una vez que se determina la no pertenencia de una figura contractual a las formas jurídicas sometidas a la normativa del mercado de valores, el cumplimiento de este requisito sólo precisa la analogía entre la figura jurídica de que se trate y los contratos de depósito, préstamo, o cesión temporal de activos financieros; y, en este sentido, aun cuando se trate de contratos distintos, no se puede negar un cierto parecido o analogía entre el depósito estructurado y el depósito bancario a plazo, que parece suficiente para encajar dicha forma jurídica en el marco de los contratos bancarios.

Por último, también se llega a idéntica conclusión si se analiza la naturaleza y requisitos de la habilitación legal de la normativa bancaria y de la normativa del mercado de valores para desarrollar la actividad de captación de fondos

del público. En nuestro ordenamiento, la habilitación legal necesaria ⁽⁷⁷⁾ para la captación o apelación al ahorro público se instrumenta de dos formas, bien mediante la obtención de una licencia y la sujeción a una legislación especial como la normativa bancaria, la normativa sobre inversión colectiva ⁽⁷⁸⁾ o cualquier otra legislación especial que permita dicha captación ⁽⁷⁹⁾ (y que implica la sujeción de la entidad en cuanto que captadora de ahorro a unos requisitos específicos de solvencia y forma de ejercicio de la actividad) o bien mediante el sometimiento a la normativa del mercado de valores que no impone para la captación de ahorro la obtención de una licencia especial o una reserva de actividad, sino al cumplimiento de una serie de requisitos de información y documentación y a la obligatoria utilización de unos instrumentos jurídicos: los valores o instrumentos financieros negociables agrupados en emisiones. El fundamento de la existencia de la habilitación legal de la normativa del mercado de valores para que cualquier persona o entidad ⁽⁸⁰⁾ pueda apelar o captar el ahorro del público a través de la emisión de valores negociables, previo cumplimiento de los requisitos de dicha normativa ⁽⁸¹⁾, es precisamente el hecho de que la apelación o captación del ahorro público se realiza a través del mercado de capitales. Esta apelación se realiza a través de la oferta de valores (o instrumentos) negociables agrupados en emisiones que permitirán al inversor transmitir o liquidar su inversión en el propio mercado. Por el contrario, la habilitación de las legislaciones especiales para apelar o captar el ahorro del público mediante la concertación de contratos u otros instrumentos jurídicos en los que no concurren las notas de negociabilidad y agrupación en emisiones, se fundamentan en la obligación de obtener una licencia y en la sujeción a una legislación especial

(77) La captación o apelación al ahorro público es una actividad restringida que requiere siempre una habilitación legal específica que la permita y que implica bien el sometimiento a una ley especial o a la normativa general del mercado de valores. En este sentido, véase la prohibición general en el artículo 26 bis de la LMV.

(78) Establecida básicamente en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, y en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba su reglamento, y su correspondiente normativa de desarrollo.

(79) Por ejemplo, la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones, o la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro respecto de la concertación por las empresas de seguros de vida (por ejemplo, seguros de vida *unit-linked*).

(80) No hay que perder nunca de vista que en nuestro ordenamiento la normativa de la LMV sobre emisiones y ofertas públicas se basa, aunque con ciertas excepciones, en un principio de libertad de emisión u oferta. En este sentido, puede verse DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 103 y ss.

(81) Requisitos establecidos en el artículo 5.º del Real Decreto 291/1992 y relacionados con la transparencia y el suministro de suficiente información al inversor.

con normas muy estrictas respecto de la solvencia, ejercicio de la actividad y control por un organismo supervisor.

Sobre la base de dicho análisis, resulta difícil defender que la habilitación para la captación en masa de fondos del público mediante un contrato no negociado en el mercado de capitales pueda emanar del Título III de la LMV y que deba someterse en cuanto a su ofrecimiento al público a los requisitos de la normativa del mercado de valores, porque ello sería tanto como admitir que dicha forma jurídica de captación de fondos no estaría sometida a la reserva de actividad bancaria⁽⁸²⁾, supuesto que ni está contemplado directamente en la LMV o en el Real Decreto 291/1992, ni debe deducirse del sucinto precepto de remisión en bloque contenido en el último párrafo del artículo 2.º de la LMV⁽⁸³⁾, ni tan siquiera prevé la propia Circular 3/2000, que en todo caso considera a estos contratos como contratos concertados por las entidades de crédito con su clientela. Parece lógico concluir que el depósito estructurado en tanto que contrato (y no valor negociable o instrumento financiero) que permite captar fondos reembolsables, debería integrarse, como forma jurídica de captación de fondos, en el marco de una legislación especial y no en el general del mercado de valores y, en tal caso, que la normativa bancaria debería ejercer la mayor *vis atractiva* respecto del contrato. Es decir, el depósito estructurado no debería perder su naturaleza de contrato bancario y de actividad bancaria reservada cuando la entidad de crédito no asume una obligación cierta de devolución íntegra del principal invertido.

A modo de conclusión, el contrato de depósito estructurado debe ser considerado como un contrato y forma de captación de ahorro netamente bancario no sólo porque encuentra un mejor acomodo en el derecho bancario y en el principio de reserva de actividad, sino también porque así lo aconsejan razones de finalidad última de la normativa bancaria y de la LMV y de la protección del inversor, que resulta mejor garantizado cuando los oferentes de depósitos estructurados están sometidos a las normas de solvencia y disciplina de la normativa bancaria. Ello no quiere decir que no estemos de acuerdo en que se deba

(82) Recordemos que el Título III de la LMV se basa en un principio de libertad de emisión y que una vez se reconoce que un instrumento pertenece al ámbito de la LMV, no se puede impedir que dicho instrumento sea libremente emitido por cualquier entidad o someter dicho instrumento a un principio de reserva de actividad, que es lo que parece querer hacer en la Circular 3/2000.

(83) En realidad, la interpretación más coherente con la naturaleza, principios básicos y finalidad general de la normativa del mercado de valores es que la habilitación del Título III de la LMV para la captación o apelación del ahorro del público siga descansando sobre los valores o instrumentos negociables o susceptibles de negociación agrupados en emisiones que son los que permiten el desarrollo de un mercado secundario.

regular la oferta a los inversores de productos bancarios híbridos como el depósito estructurado que conlleven riesgo de inversión y en particular el suministro de información a los inversores en dichos productos, pero dicha regulación debería hacerse en el marco de la normativa bancaria, que es donde dichos productos tienen su mejor acomodo mediante una regulación específica que tuviera en cuenta las especiales características de dicho producto.

PRENDA DE CRÉDITOS Y NEGOCIO FIDUCIARIO — VENTA EN GARANTÍA—

ABEL BENITO VEIGA COPO

*Doctor en Derecho
Profesor Propio de Derecho Mercantil
Universidad Pontificia Comillas de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. NATURALEZA JURÍDICA.
 - 1. Las teorías en torno a la prenda de créditos.**
- III. LA PRENDA DE CRÉDITOS COMO CESIÓN LIMITADA DEL DERECHO DE CRÉDITO.
 - 1. Requisitos de constitución. ¿Necesidad de notificación?**
 - 2. La forma y la persona que ha de notificar la prenda de créditos.**
 - A) La forma pública.
- IV. EFECTOS DE LA PRENDA DE CRÉDITOS.
 - 1. La pignoración de créditos futuros.**

(*) Este trabajo se desarrolla en el marco del proyecto de investigación “La modernización del Sistema financiero español”, aprobado por Resolución de la Universidad Pontificia Comillas de 25 de septiembre de 2002.

RDBB núm. 89 / Enero-Marzo 2003

V. VICISITUDES DE LA PRENDA DE CRÉDITOS.

VI. EL NEGOCIO FIDUCIARIO Y LAS GARANTÍAS REALES ATÍPICAS.

1. La causa de la transmisión en garantía.

VII. CONTENIDO DE LA VENTA EN GARANTÍA.

1. La conversión de la propiedad fiduciaria.

2. La prolongación de la transmisión en garantía.

3. Oponibilidad.

I. INTRODUCCIÓN

La estructura del derecho real de prenda, dada la función que cumple, determina que su objeto deba reunir necesariamente unas características idóneas. De ahí que se exija, de cara a la sujeción real propia de la institución prendaria, una existencia objetiva que asegure la efectividad del derecho de garantía. Es esta la razón por lo que la prenda, en principio y sólo en principio, puede recaer sobre cosas corporales. Ni la admisibilidad ni tampoco la naturaleza de una prenda de créditos es admitida de un modo indubitable por todos, ni tan siquiera pacíficamente, salvo por vía doctrinal-jurisprudencial, y *de lege ferenda* —se admite expresamente en el Proyecto de Ley Concursal de 2001, en cuyo art. 89.1.6 se le asigna un privilegio especial semejante a aquel de que goza un acreedor prendario ordinario—⁽¹⁾.

No podemos ignorar la importancia económica de los derechos de crédito como activo fundamental de la empresa moderna y su utilización como objeto de relaciones jurídicas⁽²⁾. En ocasiones, los empresarios no tienen otros activos que ofrecer como garantía a los bancos de los que solicitan la financiación que

(1) Señala FINEZ RATÓN, en su “Comentario a la STS de 19 de abril de 1997”, *CCJC*, 45, 1997, pp. 933, esp. p. 939, cómo con esta sentencia se pone en tela de juicio esa doctrina de nuestro Tribunal Supremo que reducía la garantía constituida sobre los depósitos bancarios a la nada jurídica. Tendencia tan poco fundada como obstaculizadora del tráfico económico y de los propios intereses del cliente.

(2) Sobre la importancia de la pignoración de créditos y derechos WEIMAR, “Die Verpfändung von Rechten und Forderung”, *MDR*, 1969, p. 824; VON FELDMANN, *BGB. Münchener Kommentar*, Allgemeiner Teil, I, Munich, 1978, p. 1383. Catalogan la prenda de créditos como el supuesto más importante de prenda sobre derechos SCHWAB/PRÜTTING, *Sachenrecht*, 25.^a ed., Munich, 1994, p. 354. Como bien señalan CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía*, Cizur Menor, 2002, p. 866, la prenda es una necesidad del sistema financiero y una forma de proveer crédito a las empresas. *Vid.* el análisis de SCACCHI, “La cessione del credito a scopo di garanzia”, *RDC*, 2001, p. 613 y ss. Incluso se debe destacar su trascendencia en el ámbito internacional. Téngase en cuenta la convención de las

los créditos adquiridos frente a sus clientes en el ejercicio de su actividad empresarial⁽³⁾. 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⁽⁴⁾. 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 de prolongación de la garantía en forma de prenda de crédito resultante de la enajenación de la cosa autorizada por el vendedor⁽⁵⁾.

Los derechos de crédito ciertamente carecen de corporeidad y ello redundando en una imposibilidad manifiesta de posesión. No es posible en la prenda de créditos, en puridad, hablar de traspaso posesorio. El acreedor es titular de un derecho de crédito; no posee nada, en sentido propio⁽⁶⁾. Esta cuestión lleva a

Naciones Unidas sobre la cesión de créditos en el comercio internacional que fue aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas y quedó abierta a la firma por los Estados en diciembre de 2001. El objetivo de la convención es facilitar las prácticas de financiación internacional mediante la cesión de créditos, como los préstamos garantizados, la bursatilización, el facturaje clásico, el forfacting y la financiación de proyectos mediante cesión de créditos. *Vid.* BAZINAS, "Contribución de la CNUDMI a la unificación del derecho que rige la financiación mediante cesión de créditos: la convención de las Naciones Unidas sobre la cesión de créditos en el comercio internacional", *RDBB*, 88, pp. 181 a 205.

(3) *Vid.* en este sentido la reflexión sobre el *project financing* de PANTALEÓN PRIETO, "Prenda de créditos: nueva jurisprudencia y tarea para el legislador concursal", *EdJ* 8, 1998, pp. 177 y ss.; LÓPEZ AGUDO, "Financiación de proyectos (*project financing*)", *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil* (Zunzunegui Coord.), Madrid, 2001, pp. 281 y ss., especialmente p. 299, donde se abordan las principales garantías y medidas de aseguramiento que se utilizan habitualmente para garantizar la financiación. *Vid.*, además, VAÑÓ VAÑÓ, *El contrato de project finance*, Valencia, 2002.

(4) 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).

(5) Para un tratamiento más detenido *vid. infra* VII.2. Sobre la prolongación de las garantías, así como las garantías encadenadas, ya tuvimos ocasión de pronunciamos en VEIGA COPO, "Prenda *omnibus*, prenda rotativa de acciones y *floating charge*", *RDBB* 82, 2001, p. 73.

(6) En este sentido *vid.* ARANDA RODRÍGUEZ, *La prenda de créditos*, Madrid, 1996, p. 97; es concluyente: "el objeto del derecho de crédito es una conducta. Sobre una conducta no se puede ejercer un derecho de posesión".

preguntarnos si los derechos de crédito pueden ser considerados como cosa existente, o esta categoría hay que circunscribirla únicamente para las cosas con existencia corporal. La consideración de los derechos como bienes muebles o inmuebles no es más que una ficción legal para aplicar a los derechos el régimen de las cosas muebles o inmuebles. Ficción legal que está en contradicción con el propio criterio de la distinción general⁽⁷⁾. Si los bienes son muebles o inmuebles por el criterio de su movilidad, basado en la naturaleza física de las cosas corporales, es una contradicción incluir en ella los derechos que de por sí no tienen consistencia física⁽⁸⁾. No es menos cierto, eso sí, que el significado jurídico de la palabra *cosa* ha sufrido una enorme extensión como consecuencia del desarrollo social y económico de nuestro tiempo. Este hecho permite afirmar que el concepto jurídico de cosa no es más que una abstracción de todo aquello que, por la utilidad que representa para el hombre según la concepción socioeconómica de la época, se considera como objeto del derecho.

Aquellos que consideran la prenda de créditos como una construcción de un derecho sobre otro derecho parten del carácter real de la naturaleza de la prenda de créditos puesto que el objeto propio de la prenda es el derecho, que es como la cosa misma. Los derechos son cosas incorpóreas aptas para ser objeto de relaciones jurídicas⁽⁹⁾. La posesión no es posible en ninguno de sus tipos sobre los créditos, porque son situaciones fácticas no duraderas⁽¹⁰⁾. Ahora bien, esta imposibilidad de poseer un derecho de crédito no obsta a que esa misma finalidad se logre a través de un canal alternativo, cual es la posesión del docu-

(7) DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho Civil de España*, Parte General, tomo I, Valladolid, 1942, p. 505, defiende el significado externo del derecho de crédito en su consideración de bien, "*nomen*" o cosa incorporal, formando parte activa y pasiva del patrimonio.

(8) *Vid.*, entre otros, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, III, 4.^a ed., Madrid, 1995, p. 183; VALVERDE Y VALVERDE, *Tratado del Derecho civil español*, II, 4.^a ed., Valladolid, 1936, pp. 458-460; SCÆVOLA, *Código Civil comentado y concordado*, IV, Madrid, 1891, pp. 69, 99 y 109; CLEMENTE DE DIEGO, *Instituciones de derecho civil español*, I, 2.^a ed. revisada por COSSÍO/GULLÓN, Madrid, 1959, p. 262; CRUZ MORENO, "La prenda de créditos", *RDCE*, 1993, p. 1273.

(9) El máximo representante de esta corriente es WINDSCHEID, *Lehrbuch des Pandektenrechts*, I, 3.^a ed., Düsseldorf, 1873 (*non videt*, cita de ARANDA, cit.), quien a pesar de haber mantenido esta premisa, en la novena edición de su manual, de 1906, revisada por KIPP, en 1963, cambiaría su postura en torno a la prenda de créditos, pp. 217-219, negando la posibilidad de hablar de derecho sobre derecho, porque en estos casos el objeto no es el derecho, sino la cosa sucesiva de ese derecho.

(10) *Vid.* WINDSCHEID, *op. cit.*, 3.^a ed., pp. 412-413, § 151; la expresión *quasi-posesio* y otras semejantes no indican la posesión propia, sino una impropia que no es verdadera posesión.

mento probatorio y la notificación al deudor. No obstante, la teoría de los derechos sobre derechos —según la concepción de que cualquier derecho se objetiviza como valor económico y es objeto de derechos reales—, ha sido rechazada en nuestro derecho ⁽¹¹⁾.

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 ⁽¹²⁾. El Código se aparta de una singular tradición jurídica castellana, pues ya en las Partidas se recogía la prenda de créditos ⁽¹³⁾. 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 ⁽¹⁴⁾. La realidad no ha sido otra que una deliberada pretensión de desterrar o extrañar esta figura de nuestro derecho.

(11) En nuestra doctrina se ha rechazado abiertamente la posibilidad de construcción de los derechos sobre derechos entre otros por: BELTRÁN DE HEREDIA, “El usufructo sobre usufructo en la legislación española”, *RDP*, 25, 1941, pp. 226; son expresivas las palabras del prof. DE CASTRO, *Derecho civil de España*, Madrid, reimp. 1984, pp. 665-666 y nota 1: “...La frase derechos sobre derechos es una denominación poco afortunada, que difícilmente podrá librarse del sentido ‘constructivo’ que le diera el pandectismo alemán; su mismo enunciado es peligroso, pues suscita, por una tan fácil como superficial analogía, la imagen de los derechos limitados del dominio. La realidad es bien distinta”; contra, MARÍN PÉREZ, “Los derechos sobre derechos (Notas para su construcción teórica en derecho español)”, *RGLJ*, 1947, pp. 420 y ss.

(12) 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.

(13) 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”.

(14) 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*.

Lo cierto es que desde que el derecho de crédito nace a la vida jurídica, en cierta medida, adquiere una existencia objetiva que permite considerarlo no sólo como derecho subjetivo o parte activa de una relación obligacional, sino como cosa, en cuanto que representa la medida de un valor patrimonializable, susceptible de realizar con él las operaciones del tráfico que se practican sobre las cosas corporales, y como tal susceptibles de transmisibilidad (art. 1122 del CC) ⁽¹⁵⁾. Hablar referencialmente de un tráfico jurídico sobre créditos, inescindible del valor económico y patrimonial que aportan, nos lleva ineludiblemente a una equiparación de éstos en cosas ⁽¹⁶⁾. El primer requisito que ha de cumplir el objeto gravado es el de tener un valor patrimonial y ser realizable mediante enajenación; ¿qué perjuicio se derivaría entonces para que puedan ser objeto de prenda todos los bienes que tiendan a la obtención de un valor tanto si son corporales como derechos? En cierta medida se produce una transustanciación del crédito cosificándose ⁽¹⁷⁾. A su vez no debemos soslayar el tratamiento de bien mueble que a los derechos dispensan los arts. 335 y 336 del Código Civil, en un intento de redimensionar el propio término *cosa* ⁽¹⁸⁾.

La posibilidad de pignorar un crédito implica importantes especialidades en orden a la determinación de su naturaleza, el posible carácter mobiliario del crédito y el requisito de la posesión. Su origen en cambio no presenta particularidad alguna, pues lo frecuente será que el mismo sea contractual.

En el derecho alemán en los §§ 1273 y ss. del BGB se regula la pignoración de derechos, y dentro de éstos son los de créditos los que gozan de un mayor arraigo en la práctica de las garantías crediticias alemanas. No obstante, debido a ciertas inflexibilidades que han provocado las prendas de créditos, éstas se han visto sustituidas progresivamente por cesiones fiduciarias de créditos con finalidad de garantía. Si para la cesión de un crédito dispone el § 398

(15) CRUZ MORENO, "La prenda...", *RCDI*, *cit.*, p. 1295.

(16) DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 367; CLAPS, "Studi e considerazioni sulla natura giuridica del pegno de crediti", en *Archivio Giuridico*, nuova serie, vol. VIII, 1901, p. 110, citando a BREMER, *Pfandrecht und Pfandobjekte*, p. 36, señala cómo una vez constituido un derecho subjetivo este tiene una existencia objetiva y real, constituyendo por tanto una parte del patrimonio o un bien.

(17) Sobre la cosificación de los créditos DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, p. 367.

(18) A favor de que los derechos tengan la calificación de bienes muebles como susceptibles de ser objeto de un derecho de prenda *vid.* DÍEZ-PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *Sistema*, III, *cit.*, p. 508; ALBALADEJO, *Derecho*, III-2.º, Barcelona, 1994, p. 255, "los derechos no poseíbles se estiman susceptibles de pignoración siempre que la transferencia de la posesión se sustituya por un acto que sustraiga el ejercicio de aquél a su titular, privándole del derecho de disponer"; CLEMENTE DE DIEGO, *Instituciones*, I, *cit.*, p. 526 y ss.; LACRUZ, *Elementos*, III-2.º, *cit.*, p. 307; DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho Civil*, *cit.*, p. 505.

BGB que mediante un contrato puede ser transmitido un crédito por el acreedor-cesionario a un tercero-cesionario, bastando la simple cesión, que es eficaz sin necesidad de hacerse pública al deudor cedido, todo lo contrario sucede en caso de prenda ya que el § 1280, en aras del principio de publicidad, declara ineficaz la prenda no notificada⁽¹⁹⁾. Se articula de este modo una regla específica para la pignoración⁽²⁰⁾.

Cuando se pignora un crédito, lo que se busca es utilizar con fines de garantía una realidad ya existente, que si bien inmaterial y consistente en la esperanza de recibir una prestación, no empece tutelar un interés valorable en términos económicos y que como tal es patrimonializable y susceptible de transmisión, lo cual le dota de un efectivo valor en cambio.

La admisión de un crédito como objeto de un derecho real de garantía no vulnera la restrictiva exigencia del desplazamiento posesorio del artículo 1863 del 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 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 —como

(19) El parágrafo 1280 BGB señala que “la pignoración de un crédito, para cuya transmisión basta el contrato de cesión, sólo es eficaz si el acreedor la notifica al deudor”; un buen comentario sobre la pignoración de derechos en BÜLOW, *Recht der Kreditsicherheiten*, Heidelberg, 1999, p. 169, RdNr. 546 que rotundamente alega “para la pignoración es necesaria la *Anzeige* —notificación— al deudor de ese crédito”; sobre el papel que juega la notificación *vid. in extenso* HACKENBROCH, *Die Verpfändung von Mitgliedschaftsrechten in OHG und KG an den Privatgläubiger des Gesellschafters*, Colonia, 1970, p. 59 y ss. Es moneda corriente en la doctrina alemana la observación de que la falta de la notificación y su sustitución en la práctica por la *Sicherungszession* se ha debido en gran medida a la exigencia de tal requisito para la eficacia de aquélla, que ésta no precisa. El cumplimiento del requisito de la notificación produce molestias a los clientes y puede resultar perjudicial para el crédito de los pignorantes —una *stille Sicherungszession* es posible por una *stille Verpfändung von Forderungen* y porque no cabe la pignoración anticipada de créditos futuros (*vid.* DAMRAU, *cit.*, 1204 RdNr. 5).

(20) El derecho alemán permite las transmisiones patrimoniales abstractas, por lo que cabe afirmar que las cesiones fiduciarias de créditos con finalidad de garantía son diferentes de las prendas de créditos, puesto que, en aquéllas, el acreedor cesionario adquiere la íntegra titularidad del crédito cedido, si bien con las obligaciones frente al cedente propias de la finalidad de mera garantía perseguida. Evidentemente el auge de las transmisiones fiduciarias en Alemania se corresponde con la ausencia de garantías mobiliarias sin desplazamiento; *vid.* SERICK, *Garantías mobiliarias en derecho alemán*, Madrid, 1990, pp. 78 y ss.; HEROLD, *Das Kreditgeschäft der Banken*, 15. Auf., Hamburgo, 1964, p. 239; MÜHL, *Sicherungsübereignung, Sicherungsabrede und Sicherungszweck*, Festschrift SERICK, Heidelberg, 1992, pp. 285 y ss.

veremos más detenidamente *infra*— 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 ⁽²¹⁾.

La notificación, como la desposesión, tiene la función de proteger el derecho de preferencia del acreedor ante posibles maniobras fraudulentas del deudor ⁽²²⁾. En cierto sentido, se desvanece la protección que al deudor del crédito cedido le confiere el artículo 1527 del 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 ⁽²³⁾.

La garantía en favor del acreedor pignoraticio-cesionario se constituye a través de una cesión limitada del derecho de crédito, mediante la cual se constituye un derecho personal con efectos reales en favor del cesionario. De este modo, la prenda de créditos otorga al acreedor pignoraticio-cesionario un dere-

⁽²¹⁾ A favor de la notificación como requisito que suplente la desposesión, entre otros, ALBALADEJO, *Derecho*, III-2, *cit.*, p. 253; ROSENDE HONRUBIA, “La prenda de créditos”, *RCDI*, 1927, pp. 563 y ss.; DÍEZ PASTOR, “Notas acerca de la naturaleza y contenido de la subhipoteca”, *RCDI*, 1930, p. 440 y 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 pignoraticios 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 y ss., esp. p. 528.

⁽²²⁾ Afirma EIZAGUIRRE, en “Las imposiciones a plazo fijo como objeto de garantía pignoraticia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores”, comentario a la Sentencia de 27 de diciembre de 1985, *RDBB*, 1987, pp. 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 pignoraticia 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 resultado?”.

⁽²³⁾ Como bien señala FINEZ RATÓN, “Comentario a la Sentencia de 19 de abril de 1997”, *CCJC*, 45, 1997, pp. 933 y ss., esp. 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.

cho obligatorio real (*verdingliches obligatorisches Recht*)⁽²⁴⁾. Como derecho obligatorio real es una figura intermedia entre los derechos puramente personales y los derechos propiamente reales, porque comparte características de unos y de otros⁽²⁵⁾.

El objeto de los derechos obligatorios reales es un objeto situado fuera de ellos pero coordinado o relacionado específicamente respecto al poder del cesionario con efectos frente a todos⁽²⁶⁾. En la cesión de créditos con finalidad de garantía la transmisión opera en función del efectivo reforzamiento de una legítima posición e interés acreedor y está intrínsecamente vinculada a la subsistencia y a la permanencia de la obligación principal. Es más, incluso es admisible que la cesión del crédito con función de garantía sea admisible y no lo sea una transmisión o venta en garantía, pues ambas causas son diametralmente opuestas; así en la transmisión en garantía la enajenación con fin garantizador no constituye por sí causa idónea suficiente para transmitir la propiedad; en cambio, en la cesión con finalidad de garantía debe destacarse antes bien la peculiaridad del objeto transmitido, pues no es la propiedad de un bien, sino la transmisión de la titularidad de un derecho de crédito que tiene por objeto dinero u otros bienes fungibles⁽²⁷⁾. Por otra parte debemos a su vez tener en cuenta que no toda transmisión fiduciaria es una transmisión en garantía, pues las transmisiones fiduciarias también pueden responder a otras finalidades como las de administración o gestión de negocios ajenos, etc., y asimismo no toda transmisión en garantía es una transmisión fiduciaria, pues no siempre una

(24) Cfr., CANARIS, “Die Verdinglichung obligatorischer Recht”, *Festschrift für Werner Flume*, 1, Colonia, 1978, pp. 372-375; en sentido semejante AMORÓS GUARDIOLA, “La garantía patrimonial y sus formas”, *RGLJ*, 1972, pp. 561 y ss.; CRUZ MORENO, “La prenda de créditos”, *cit.*, pp. 1271-1272, sigue a AMORÓS y habla de garantía real en sentido amplio: no constituye un derecho real pero tampoco es una garantía personal.

(25) Como bien señala SCHUR, “Einziehungsrecht des Gläubigers bei Pfändung und Überweisung einer Geldforderung”, *KTS*, 2001, 1, pp. 73 y ss., esp. p. 76: “Heute besteht allerdings wohl weitgehende Einigkeit darüber, dass das Pfandrecht an der Forderung einerseits ihren Charakter als relatives Recht teilt, dass ihm damit aber zugleich auch absolute Wirkung zukommt, da die Rechtszuständigkeit dem Gläubiger mit Wirkung gegenüber jedermann zugeordnet ist”.

(26) CANARIS, “Die Verdinglichung”, *cit.*, p. 373; para ARANDA RODRÍGUEZ, *cit.*, p. 125, este derecho consiste, respecto del deudor del crédito afectado en garantía, en el poder del acreedor pignoraticio de exigir y cobrar el crédito; respecto del pignorante, en la limitación de sus facultades de administración, así como de su libre disposición; y, respecto de terceros, porque han de soportar la carga que sobre el crédito implica el derecho del acreedor pignoraticio.

(27) Sobre el particular *vid.* SCACCHI, *cit.*, p. 625; ANELLI, *L’alienazione in funzione di garanzia*, Milán, 1996, p. 189 y ss.

transmisión en garantía encaja dentro de lo que tradicionalmente se ha entendido como negocio fiduciario, un negocio que se caracteriza por la incongruencia del medio elegido (transmisión o enajenación) y el fin económico perseguido (garantía, administración). Así cuando se transmite plenamente un crédito en garantía, el efecto querido por las partes, esto es, una garantía, no coincide en modo alguno con el fin o finalidad económica del negocio utilizado (transmisión de un crédito), en cambio cuando esa misma cesión es limitada las cosas cambian, pues no se cede de forma plena y total la titularidad del crédito, sino antes bien se cercena o limita el contenido del negocio de cesión al efecto de garantía perseguido *inter partes*. Sólo así, el efecto perseguido y querido por las partes (garantía de un crédito) y la finalidad del negocio, cesión limitada para garantizar un crédito, coinciden⁽²⁸⁾. En definitiva, si no se admite la validez de una prenda de crédito, el tráfico compensará esta restricción con cesiones fiduciarias ocultas, lo cual irá tanto en detrimento del deudor como de terceros acreedores. Pero la pregunta que debemos hacernos es si la prenda de créditos encaja o no encaja en el molde de la cesión de créditos diseñado en el Código Civil⁽²⁹⁾; es decir, puede o no puede aprovecharse este régimen para crear una causa de preferencia o con ello lo que conseguimos es una transmisión fiduciaria de los derechos de créditos que cumple una función de garantía, creándose de este modo una causa de preferencia atípica⁽³⁰⁾.

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.

(28) Vid. sobre estos extremos BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, pp. 98 y ss.; DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 383.

(29) Aluden CARRASCO/CORDERO/MARÍN, cit., p. 862, a la problemática de la remisión de la prenda de créditos al régimen de la cesión de créditos, lo que puede conducir a una paradoja pues puede conseguirse por esta remisión un régimen más favorable y permisible que para la prenda manual.

(30) Son interesantes las reflexiones de GARRIDO, *Tratado de las preferencias del crédito*, Madrid, 2000, p. 351, especialmente las notas a pie de página en las que elabora una reflexión de cómo en muchos derechos mediante la cesión fiduciaria de los derechos de crédito se logra un resultado más eficaz y de una manera más sencilla que en la prenda de créditos.

II. NATURALEZA JURÍDICA

1. Las teorías en torno a la prenda de créditos

Admitida doctrinal y jurisprudencialmente la posibilidad de constituir una prenda sobre un crédito, uno de los interrogantes se centra en su naturaleza, debiendo apostar o bien por el carácter real de una prenda que tiene por objeto un derecho de crédito, o bien si debe seguir la naturaleza de éste. No en vano y a través de un símil se ha llegado a sostener que **“era bien difícil explicar la existencia de un derecho absoluto sobre un derecho relativo, de que un caballo de papel soporte a un jinete de plomo”** ⁽³¹⁾.

La discusión doctrinal al respecto no se caracteriza precisamente por su claridad conceptual. Tampoco nosotros vamos a aportar nada respecto a esta cuestión pues a la postre no pasan de ser disquisiciones dogmáticas que no contribuyen a aclarar nada. Las posturas tradicionales han oscilado desde quienes propugnan un carácter absoluto de la prenda de créditos dada su oponibilidad *erga omnes*, hasta quienes consideran más ajustado a la realidad configurarla dependiendo del derecho en sí, y de la naturaleza del derecho del cual deriva el gravamen ⁽³²⁾. Si la exigencia de entrega del bien gravado del artículo 1863 del CC a favor del acreedor o de un tercero de mutuo acuerdo hace derivar para gran parte de la doctrina el carácter real del contrato, otro sector difiere señalando que se trata de un simple vestigio, entendible como alusivo a la simultaneidad que suele darse entre la celebración del contrato y la entrega del objeto pignorado. Han sido muchas las teorías que al respecto se han esbozado históricamente, intentando partir de una supuesta naturaleza jurídica para atribuir un régimen jurídico aplicable ⁽³³⁾.

⁽³¹⁾ DE CASTRO, *Derecho civil de España, cit.*, I, p. 507.

⁽³²⁾ Así CRUZ MORENO, *La prenda de créditos, cit.*, p. 1301; GUILARTE, *Comentarios, cit.*, p. 507, sugiere que el reconocimiento de preferencia a un crédito es índice de su caracterización como real; GIL RODRÍGUEZ, “La prenda de derechos de crédito”, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, tomo II, vol. 1, Madrid, 1996, p. 333 y ss.; para ALBALADEJO, *Derecho, cit.*, III-2.º, p. 255, “será real o no, según la clase de derecho de que se han segregado las facultades con que el de prenda se ha formado, puesto que hay transmisión a un sujeto de parte de las facultades que encerraba un derecho perteneciente a otro, con cuyas facultades al desglosarlas de éste, se constituye otro derecho, el de prenda”.

⁽³³⁾ *Vid.*, entre otros, GULLÓN BALLESTEROS, *El derecho real de subhipoteca*, Barcelona, 1957, p. 39 y ss.; GORLA, *Del pegno*, p. 148 y ss.; CRUZ MORENO, “La prenda”, *cit.*, p. 1279 y ss.; ESPÍN, *Manual, cit.*, pp. 412 y 413.

La controversia se centra en si esta figura prendaria tiene características reales, o bien crediticias, a fin de no tergiversar su contenido pretendiendo atribuir un carácter real cuando el fenómeno económico que implica la pignoración crediticia se identificaría jurídicamente con una cesión del propio derecho creditual. De entre las teorías que se han ido gestando merecen destacarse:

1) la teoría de la sucesión constitutiva, que explica la prenda de créditos como resultado del desgajamiento de las facultades integrantes del derecho de crédito, siendo el nuevo derecho de la misma naturaleza que el principal, mas con un contenido más restringido debido a su limitación;

2) la teoría de la cesión con finalidad de garantía, que aboga por que las partes cuando pretenden pignorar un derecho no hacen sino ceder el crédito con fin de garantía —teoría que en suma pretende sugerir una identidad de negocio jurídico entre cesión y prenda como consecuencia de la identidad de la formalidad exigida en la negociación del derecho de crédito—. Sin embargo aquí estriba la consustancial diferenciación, ya que en el caso de la cesión la forma no reviste un carácter constitutivo del negocio, y en la prenda sí⁽³⁴⁾.

III. LA PRENDA DE CRÉDITOS COMO CESIÓN LIMITADA DEL DERECHO DE CRÉDITO

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 garan-

(34) Traemos a colación la Sentencia de Cass. civ., Brescia, 9 de mayo de 1945, n.º 100, Finanze-Calzaturificio Grande Italia, que señala a propósito que *“il pegno di credito se differenzia della cessione di credito perchè, nel pegno, il creditore pignoraticio riscuote il credito pignorato a scopo conservativo, mentre, nella cessione, il cessionario è posto in modo diretto, esclusivo e definitivo di fronte al debitore ceduto”*.

tía⁽³⁵⁾. 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⁽³⁶⁾. Las prendas de créditos no son sino el efecto propio de los contratos de cesión de créditos en garantía⁽³⁷⁾. Lo que provoca que en un sistema de transmisiones patrimoniales de corte 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⁽³⁸⁾. 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 tanto no se extinga por cualquier causa la deuda garantizada⁽³⁹⁾. 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

(35) La sentencia del Tribunal de Turín de 31 de marzo 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.”

(36) 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.

(37) 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.

(38) 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.

(39) *Vid.* más ampliamente MANCINI, *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milán, 1968, p. 152.

naturaleza obligatoria entre los contrayentes ni de una condición en sentido estricto ⁽⁴⁰⁾.

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 ⁽⁴¹⁾. El acreedor pignoraticio sólo es cesionario del crédito pignorado en la medida necesaria para garantizar su crédito ⁽⁴²⁾; 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.

Consecuencia del defecto de regulación en el Código Civil de la prenda de créditos es la generación de un conjunto de problemas específicos que giran en torno a la gestión, conservación y realización del crédito dado en garantía. Su especial objeto genera ciertas particularidades, aunque la falta de normas *ad hoc* no debe llevarnos a relegarla, arguyendo la regla del *numerus clausus*.

Las normas que el Código Civil dispensa para la prenda corpórea son aplicables vía analógica —en la medida de lo posible, y sólo en lo factible— a la prenda de créditos, dada la común finalidad de garantía en ambas figuras, a pesar de las inmanentes dificultades que tal aplicación es capaz de generar, piénsese sólo en el art. 1872 del CC, pues a pesar de la mayoría de opiniones que entienden su aplicabilidad al campo de la prenda de créditos, no faltan sin embargo posturas que defienden su más que dudosa aplicación ⁽⁴³⁾. Son también aplicables los arts. 1526 y 1527 del CC. Ahora bien, el hecho de que existan normas para la cesión de créditos y de que, *mutatis mutandis*, encajemos éstas para construir una prenda sobre créditos no significa que ésta última esté reco-

(40) En este sentido, como bien señala ANELLI, *cit.*, p. 227, aunque en el mismo sentido ya lo hizo antes MANCINI, *cit.*, p. 152 y ss., “*la funzione di garanzia sottesa al trasferimento del credito spiega effetti incisivi sulle facultà 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 facultà di godimento, risultando imposto al titolare un dovere di comportamento nell'interesse alieno*”.

(41) Así CRUZ MORENO, “La prenda de créditos”, *cit.*, p. 1287.

(42) DÍEZ PASTOR, *op. cit.*, p. 452.

(43) Así SERRANO ALONSO, *Comentarios*, art. 1864, *cit.*, p. 1878, quien duda de la posibilidad de atribuir al acreedor la facultad de enajenación del art. 1872, pues en el supuesto de la llamada prenda de créditos no hay verdadero derecho de prenda, sino una simple cesión de créditos.

nocida en el Código Civil. En la prenda de créditos, dada la especialidad del objeto, se producen desviaciones respecto al régimen general de la prenda.

1. Requisitos de constitución. ¿Necesidad de notificación?

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 contractuales, 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⁽⁴⁴⁾. 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⁽⁴⁵⁾. 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⁽⁴⁶⁾. Sirva como botón de muestra el problema de la publicidad y la desposesión en la prenda de valores

(44) 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.

(45) 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.

(46) 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.* FINEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Barcelona, 1994, pp. 228 y ss.

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.

En algunos sistemas jurídicos extranjeros la doctrina y la jurisprudencia, de acuerdo con las normas legales, configuran la notificación como elemento constitutivo de la prenda, admitiendo o regulando de modo natural la prenda de créditos, así el § 1280 del BGB⁽⁴⁷⁾, el art. 2800 del *Codice*⁽⁴⁸⁾ y el 2075 del *Code*; a su vez el art. 681.1 del Código portugués declara que la prenda produce efectos desde que es notificada al deudor o ha sido aceptada por éste, aunque nada obsta a la eficacia de la prenda cuando el acreedor pignoraticio prueba que el deudor tenía conocimiento. Difícil de explicar este régimen si la prenda no se constituyese solo *consensu* por el mismo contrato. Más rotundo y claro es el art. 239 del Libro 3.º del Código Civil holandés de 1992, quien declara: “*El derecho de prenda sobre un derecho (...) puede establecerse igualmente por acto auténtico o por acto privado registrado, sin notificación a estas personas, con tal de que este derecho exista ya al momento de la constitución de la prenda o que sea adquirido a continuación a partir de una relación jurídica ya existente en ese momento*”.

Teniendo en cuenta la regulación de la cesión de créditos no vemos qué inconveniente obstaculizaría la posibilidad de que la garantía se constituya por el simple contrato, puesto que como contrapunto cabe preguntarse por los efectos de esa notificación, una notificación que sin duda entraña una publicidad limitada. Máxime si admitimos que sobre el esquema de la cesión de créditos y, por ende, extensible a la prenda de créditos, el efecto traslativo deviene del

(47) En el derecho alemán, pese a las notables diferencias sobre esta cuestión respecto a nuestro ordenamiento, se regula en el § 1280. *Vid.* RIEDEL/WIEGAND, *Staudinger. Kommentar zum BGB mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen. Sachenrecht*, III, 12.ª ed., Berlín, 1981, pp. 1229, 1262, 1264-1265; DAMRAU, *Münchener Kommentar*, Bd. 4, *cit.*, pp. 1789-1790; SERICK, *Garantías*, *cit.*, pp. 78-79; POTTSCHMIDT/ROHR, *Kreditsicherungsrecht*, 4.ª ed., Munich, 1992, p. 139.

(48) La prenda sobre créditos exige, según dicho Código, la notificación al deudor del crédito pignorado, o su aceptación por escrito de fecha cierta, además, ha de constar la constitución por escrito y, caso de resultar de un documento el crédito, éste se ha de entregar al acreedor pignoraticio. *Vid.* RUSCELLO, *Il pegno sul credito. Costituzione e prelazione*, Nápoles, 1984, p. 21; GORLA, *Pegno*, *cit.*, p. 120.

mismo contrato, supeditando la notificación a un ulterior efecto de mero cumplimiento obligacional ⁽⁴⁹⁾.

La notificación de la prenda al deudor del crédito pignorado **no es un requisito constitutivo de la prenda**, que será válida y totalmente eficaz frente a cualquier tercero desde el momento en que se cruzan los consentimientos contractuales del acreedor constituyente de la prenda y del acreedor pignoraticio ⁽⁵⁰⁾; la sentencia de 19 de abril de 1997 (RJ 3429) no permite albergar duda alguna sobre que esa notificación no es requisito constitutivo de la prenda, mediante la oportuna cita del art. 1527 del Código Civil ⁽⁵¹⁾.

La función de la notificación se limita a la vinculación del deudor con el cesionario en garantía, en el sentido del artículo 1527 del Código Civil. De tal modo que quedará liberado el deudor si, desconociendo la pignoración, paga a quien de buena fe considera su exclusivo acreedor. Es evidente que si el deudor cedido paga al acreedor pignoraticio (cesionario), paga bien, aunque la cesión no le hubiere sido notificada, por lo que tal notificación no es constitutiva. Incluso el deudor cedido, a falta de notificación, podría excepcionar falta de legitimación activa del cedente que le reclama para el cobro, si prueba que el crédito ya no le pertenece ⁽⁵²⁾. La ausencia de conocimiento de la constitución de la garantía sirve para liberar al deudor cedido de responsabilidad cuando paga al acreedor pignorante, con lo que la falta de notificación es inocua para el

(49) La notificación de la misma al deudor cedido no es requisito de eficacia de la prenda, ni *inter partes*, ni frente a terceros, deudor incluido. Conforme PANTALEÓN, “La cesión de créditos”, en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, p. 200; GAVIDIA SÁNCHEZ, *La cesión de créditos*, Valencia, 1993, pp. 171-220; FINEZ RATÓN, *Garantías*, *cit.*, p. 160 y ss.; GIL RODRÍGUEZ, “La prenda de derechos de crédito”, *cit.*, p. 364.

(50) Para PANTALEÓN, “Prenda de créditos”, *cit.*, p. 184, se podrá y deberá prescindir de la notificación, cuando el riesgo de que el deudor pague al (aparente único) acreedor constituyente de la prenda y éste se apropie en exclusiva de lo cobrado se estime insignificante.

(51) La sentencia recoge literalmente: “La pignoración del mismo obliga a cumplir el requisito de la desposesión del titular que lo pignora mediante la notificación al deudor del cambio en la titularidad efectuado (art. 1527) para que quede vinculado con el nuevo acreedor, que ostentará aquella titularidad en garantía de la deuda que el pignorante tiene contraída con él o pueda contraer en el futuro”; PANTALEÓN, “Prenda de créditos”, *cit.*, p. 188, es categórico: “...nadie solvente sostiene en nuestra doctrina que la notificación de la cesión del crédito al deudor cedido sea requisito de oponibilidad de la cesión a los acreedores del cedente”.

(52) CARRASCO, *cit.*, p. 875, señala cómo igualmente si el deudor cedido ha renunciado a ser notificado, la cesión o prenda son enteramente eficaces *erga omnes*, basándose en la RDGRN de 17 de octubre de 2000 (RJ 2000, 10228) sobre crédito hipotecario.

deudor cedido. Otra cosa es que conozca la cesión, no la notificación, lo que sí ha de tener efectos para éste.

La mayoría de la doctrina española entiende que, en nuestro derecho, los negocios que provocan la transmisión de un crédito tienen carácter traslativo, en el sentido de que con su simple celebración se produce la transmisión del derecho de crédito, sin necesidad de ningún requisito ulterior al mero contrato, teniendo la notificación un valor asegurativo de los derechos del cesionario o adquirente al hacer cesar la protección que al deudor cedido dispensa el art. 1527 del CC. Otro sector en cambio aboga por mantener una rígida postura de incluir la notificación entre las exigencias de constitución⁽⁵³⁾.

En la prenda de créditos como cesión limitada que es, ya que no se transmite la titularidad sino una serie de facultades, la notificación al deudor tiene como efecto desdoblarse la vinculación del deudor cedido con el acreedor (cedente) añadiendo una nueva vinculación con el acreedor pignoraticio (cesionario)⁽⁵⁴⁾. No es menester recordar cómo nuestro ordenamiento, afecto a un sistema de transmisión causalista, no puede producir el efecto jurídico de transmitir al cesionario la íntegra o plena titularidad del crédito cedido con finalidad de garantía. En nuestro derecho, **no caben cesiones de crédito en garantías plenas**, es decir, limitadas sólo obligacionalmente en atención a la finalidad económica de garantía perseguida por las partes⁽⁵⁵⁾. Con tal finalidad únicamente caben cesiones realmente limitadas, que provocan una suerte de cotitularidad del crédito entre cedente y cesionario congruente o afín con la causa de garantía⁽⁵⁶⁾.

(53) CRUZ MORENO, "La prenda de créditos", *cit.*, p. 1299, mantiene que si en la prenda corpórea el desplazamiento posesorio se erige como requisito constitutivo del derecho real de prenda, asimismo ha de serlo su equivalente.

(54) GIL RODRÍGUEZ, "Ejecución hipotecaria por el banco acreedor sin que hubiera inscrito previamente la cesión a su favor. Comentario a la STS 29 de junio 1989", *PJ*, n.º 17, 1990, p. 153: "...sin la notificación como requisito de eficacia del deudor, se vincularía a éste respecto de cualquier acreedor que se le presente al cobro, lo que significa aceptar el riesgo de tener que pagar diversas veces a todo aquel que aparezca inicialmente legitimado para aceptar el pago".

(55) *Vid.* en profundidad sobre este punto PANTALEÓN, "Cesión de créditos", *cit.*, p. 194 y esp. 198, en la que manifiesta que se producirá un desgajamiento y transmisión al "cesionario" de determinadas facultades integrantes del crédito "cedido", cuyo contenido quedará distribuido entre cedente y cesionario. No tendrá lugar una sucesión ordinaria en el crédito, sino una, así llamada, "sucesión constitutiva" (VON THUR, *Tratado de las obligaciones*, II, p. 325 nota 2).

(56) *Ibidem* PANTALEÓN, "Prenda de créditos", *cit.*, p. 183.

Estas cesiones tan sólo son susceptibles de crear meras prendas de créditos. Ello no es óbice para afirmar que el negocio fiduciario, en el que las partes pacten la cesión a la otra y ésta adquiera la plena titularidad de un crédito con finalidad de garantía, sea nulo o eficaz en nuestro derecho. La única finalidad que se le podría atribuir no sería otra que la de constituir una prenda de crédito. Son exigencias superiores, en este caso, la de una justa causa para toda atribución patrimonial, las que provocan un verdadero límite al poder de la voluntad de las partes para generar el efecto jurídico realmente querido⁽⁵⁷⁾.

El Código de comercio, en su art. 347, exige la notificación como una forma de obligar al deudor con el cesionario y desde ese momento niega efectos liberatorios al pago que realice el deudor al cedente. Si observamos los antecedentes remotos del código de Sáenz de Andino, los arts. 382 y 383 recogían expresamente la notificación al deudor para que la cesión fuese eficaz frente a él, mas no frente a los demás terceros. Artículos éstos con una fuerte impronta del ordenamiento francés, art. 1690 del *Code*, pero con el matiz señalado de que se refiere única y exclusivamente al deudor cedido.

En una fecha ulterior el proyecto de 1881 en su artículo 360, al igual que el proyecto de 1882, artículo 349, recogía el siguiente aserto: “*Los créditos mercantiles no endosables ni al portador se podrán transferir por el acreedor sin necesidad de consentimiento del deudor, bastando poner en su conocimiento la transferencia. El deudor quedará obligado para con el nuevo acreedor en virtud de la notificación, y no se reputará pago legítimo sino el que se hiciere a éste*”, quizá por influencia de la doctrina, esencialmente jurisprudencial, exigen como único requisito el poner en conocimiento del deudor la transferencia, pero se mantiene que ese conocimiento provoca la eficacia de la cesión frente al deudor: vinculación con el cesionario y pago no liberatorio⁽⁵⁸⁾.

(57) De este modo, si las partes deciden no poner de manifiesto la verdadera causa de garantía de la cesión, estaremos ante una simulación relativa en la que, despejada la falsa apariencia del contrato de cesión plena simulado, el contrato fiduciario disimulado sólo podrá tener la limitada eficacia indicada. *Vid.* PANTALEÓN, voz “Negocio fiduciario”, *EJB*, III, Madrid, 1995, pp. 4407-4409.

(58) GAY DE MONTELLA, *Código de comercio español comentado (legislación, jurisprudencia y derecho comparado)*, III, 1.º, 2.ª ed., Barcelona, 1948, p. 249, ve el sentido del art. 347.2 del Cco en la siguiente explicación: la notificación es un requisito para que la cesión alcance eficacia jurídica. La transmisión se opera de derecho sin necesidad de consentimiento al deudor, pero es preciso poner en su conocimiento la transferencia. La persona del acreedor es decisiva para el cumplimiento por parte del deudor de la prestación que le obliga; en igual sentido ECHEVARRÍ Y VIVANCO, *Comentarios al Código de Comercio*, III, 2.ª ed., Valladolid, 1933, pp. 283 y 285.

2. La forma y la persona que ha de notificar la prenda de créditos

Las consecuencias que para el deudor tiene el conocimiento de la cesión varían según de quién y de qué forma se hace conocer. Si la notificación proviene del cedente en documento escrito, y aún más, si se hace en documento público, es, sin duda, la forma más segura y cierta de evitar una transmisión aparente. Ahora bien, no podemos pasar por alto que *su eficacia frente a terceros no requiere necesariamente que se instrumenten por medio de documento público*, lo cual no obsta a hacerlo así cuando el coste de tal documentación no fuere demasiado elevado en atención a las posibles dificultades que pudiere plantear la prueba de la fecha del contrato en eventuales litigios con terceros. Tras la notificación no sólo se evita la posibilidad de que el deudor pague liberatoriamente al cedente, sino que se destruye toda presunción de ignorancia de la cesión y, con ella, cualquier atisbo de buena fe en los actos que el deudor pretenda realizar con el cedente y que afecten al crédito cedido⁽⁵⁹⁾.

La notificación es una declaración de voluntad recepticia, que produce como efecto inmediato y esencial la vinculación del deudor con el cesionario. Nada impide la posibilidad de una notificación oral de la prenda que produciría idénticas consecuencias que los supuestos de notificación escrita.

La notificación de la prenda puede ser realizada por el cesionario, siendo quizá el más interesado en realizar la misma⁽⁶⁰⁾. Ahora bien, necesita un plus de requisitos, tales como la presentación de los documentos que constatan el crédito, si éstos existen, y la presentación del documento de prenda con la entrega de una copia al cedido firmada por ambas partes (pignorante y acreedor pignorati-

(59) WINTER, "Zum Schutz des unwissenden Schuldners", *cit.*, 572-573 y 576, cuando señala que el significado de la notificación no es sólo proteger al deudor (hasta el conocimiento de la cesión por el deudor la legitimación del cedente es aparente), sino también para acabar con la buena fe del deudor y para aplicar el § 407 del BGB; TIRADO SUÁREZ, "La pignoración de pólizas de seguro como garantía de operaciones bancarias", *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, p. 691 y ss., para quien siguiendo el articulado de la LCS, el art. 99 exige la comunicación por escrito fehaciente al asegurador de la pignoración realizada; de lo contrario entraría en juego el art. 1164 del CC.

(60) Entiende que la notificación es una carga que recae sobre el cesionario GAYA SICILIA, "La notificación de la cesión del crédito al deudor cedido: ¿carga del cedente o del cesionario?", *Estudios de derecho civil en homenaje al prof. Lacruz Berdejo*, I, Barcelona, 1992, pp. 396-398.

cio) ⁽⁶¹⁾. Lo lógico es que la notificación se lleve a cabo por el cedente pignorante o por ambos, pero nunca exclusivamente por el acreedor pignoraticio, pues ¿por qué tendría que hacer caso el deudor a los requerimientos de un tercero que le dice que ha adquirido una prenda sobre el crédito? Con la observancia de estos requisitos por el cesionario se acaba con una situación de apariencia para el deudor cedido: el cedente, si bien es titular del derecho de crédito, no tiene la facultad de cobro.

Mayor reserva admite la posibilidad de una mera comunicación por parte del acreedor pignoraticio sin presentación de documento alguno, o en un mero escrito. Es como si cualquier tercero realizase la notificación. Existiría un conocimiento indirecto de la cesión, siendo necesaria una mayor certidumbre, recayendo así la carga de la prueba sobre el cesionario ⁽⁶²⁾. El cedido, lógicamente, no puede estar seguro de la celebración del contrato, porque cualquiera puede presentarle una comunicación semejante. De este modo podemos preguntarnos si el deudor tendría la obligación de acudir al cedente y verificar la cesión ⁽⁶³⁾, y si fuere así, entonces, por qué imponerle un deber de diligencia superior al debido, obligándose a hacer averiguaciones sobre la veracidad de tales extre-

⁽⁶¹⁾ GAVIDIA, *La cesión, cit.*, p. 284, considera que el cesionario ha de llevar prueba escrita de la cesión; PANTALEÓN, art. 1526, en *Comentario al Código Civil español*, II, Madrid, 1991, p. 1026, considera que es necesaria la exhibición del documento de cesión otorgada por el cedente; el § 403 del BGB impone al cedente la obligación de entregar a instancia del cesionario un documento de cesión públicamente legalizado de gran importancia como prueba frente al deudor, *vid.* LARENZ, *Derecho de obligaciones*, Madrid, 1958 (trad. Santos Briz), p. 406; en los derechos alemán y suizo se habla de comunicación indirecta y sólo es válida la notificación del cesionario si resulta de un documento firmado por el cedente. No basta la sola comunicación del cesionario.

⁽⁶²⁾ Véase, entre otros, NAVARRO PÉREZ, *La cesión de créditos en el derecho civil español*, Granada, 1988, p. 120; GARCÍA CANTERO, *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales* (Albaladejo Dir.), XIX, Madrid, 1980, p. 701, entiende que ante un rumor, el principio de buena fe obliga al deudor a no permanecer inactivo; BIANCA, “Gli oneri del debitore con riguardo all’ accertamento dell’ avvenuta cessione del credito”, *RTDPC*, 1963, p. 801 y ss., explica que el conocimiento de la cesión no puede ser cualquier información. Debe tener un unívoco significado de los elementos de información y de su idoneidad para dar certeza o razonable convencimiento de que el crédito ha sido cedido.

⁽⁶³⁾ Indica al respecto ARANDA, *cit.*, p. 172: “...no creo que sea posible hablar de conocimiento de la prenda por el deudor; ni es justo señalar que el deudor debe confirmar sus dudas exigiendo la conformidad del pignorante, corriendo a su vez con el riesgo de pagar a quien no debe”.

mos ⁽⁶⁴⁾. Pero, ¿y si la notificación ha sido efectuada verbalmente, o cuando el pignorante que notifica la prenda en un momento ulterior se dirige al deudor cedido revocando aquella notificación o pretendiendo su ineficacia de la garantía prendaria? Obviamente lo mejor que puede hacer el deudor cedido que pague a uno u otro y confie liberarse con su buena fe basada en la apariencia es pedir a las partes que se le especifique si existe o no un acuerdo sobre a quién pagar. La comunicación de la cesión por el cesionario puede originar, cuando menos, dudas al deudor cedido. En estos supuestos, el deudor cedido puede exigir al cesionario que le muestre los documentos necesarios para asegurarse de la cesión ⁽⁶⁵⁾.

En nuestro derecho —al igual que en el francés o en el italiano— la prenda de créditos es, salvo pacto en contrario, anticrética, siendo el acreedor prendario el único legitimado para reclamarlos y hacerlos suyos, bien imputándolos en primer lugar al pago de los intereses del crédito garantizado, o si no produce intereses o en la medida de su exceso se imputarán al pago del capital de él mismo ⁽⁶⁶⁾. No es únicamente un derecho sino también un deber del acreedor pignoraticio, de cuyo incumplimiento habrá de responder como, por ejemplo, si por su culpa los intereses llegaren a prescribir.

La ausencia de notificación provocaría que el acreedor pignoraticio se viese privado de:

a) el derecho a que el deudor cedido le abone los intereses, cuando el crédito cedido los devenga de acuerdo con lo prescrito en el art. 1868 del CC;

⁽⁶⁴⁾ PERLINGIERI, “Della cessione dei crediti” en *Commentario del Codice civile*, [a cura di Scialoja/Branca], Milán, 1982, p. 180, entiende que en estos casos el deudor debe interpelar al cedente por ser un comportamiento debido según los criterios de normal diligencia; igualmente LARENZ, *cit.*, p. 462.

⁽⁶⁵⁾ Solución que adopta el código civil holandés en su art. 94.3.º, cuando en caso de exigir el cesionario el pago al deudor cedido éste debe explicitar un extracto del contrato y el título del adquirente. Si no hay documento se le debe comunicar por escrito. Respecto a la letra, PAZ-ARES, “Naturaleza jurídica de la letra de cambio”, en *Derecho cambiario. Estudios sobre la ley cambiaria y del cheque*, Madrid, 1986, p. 176, entiende que la situación objetiva de apariencia es una situación que al exterior permite al tercero, en nuestro caso deudor cedido, fiarse sin necesidad de una investigación exhaustiva.

⁽⁶⁶⁾ *Vid.* en este punto PANTALEÓN, “La cesión”, *cit.*, p. 201: “La reclamación al deudor de los intereses que vayan devengándose no es sólo un derecho, sino también un deber del acreedor prendario, de cuyo incumplimiento habrá de responder, por ejemplo, si por su culpa los intereses prescriben (GROSLIERE *Gage* n. 182, GORLA, *Pegno*, p. 129)”. La disposición adicional 3.ª 1.c) de la Ley 46/1998 atribuye expresamente a la entidad pignorante el derecho al cobro de los frutos del crédito.

- b) el ejercicio de las facultades conservativas del crédito frente al deudor cedido cuando el pignorante es negligente o no pueda actuar frente al cedido;
- c) el derecho a exigir el cumplimiento de la obligación al cedido si el crédito pignorado vence antes que el garantizado y, una vez avisado el pignorante, a recibir la prestación junto con éste;
- d) de la misma garantía si un posterior cesionario notifica una cesión al deudor y le exige la realización del pago.

A) La forma pública

La prenda como garantía real que es contiene un derecho real, y gracias a este derecho el acreedor puede ejecutar el bien con independencia de quién sea su poseedor. Para ello es necesario el establecimiento de medidas de publicidad para que los terceros puedan conocer la existencia de una garantía real sobre un determinado objeto. A diferencia de los derechos francés e italiano, donde la notificación al deudor o aceptación por este en documento con fecha cierta son requisitos para que la cesión pueda ser oponible frente al deudor y frente a los terceros (arts. 1691 del *Code* y 1264 del *Codice*), en nuestro derecho el artículo 1527 del CC sólo tiene en cuenta el conocimiento de la cesión por parte del deudor, y exige para los terceros, en el art. 1526 del CC, la necesidad de que el contrato conste en documento con fecha cierta⁽⁶⁷⁾. Cuando menos opera una suerte de elección *ad cautelam* de la forma pública, si bien de una mera lectura de los artículos 1526 y 1865 del Código Civil, observamos una disonancia entre ambos. Así aquél condiciona la eficacia de la cesión frente a tercero a que conste la certeza de su fecha, ahora bien, no especifica el cómo. Éste en cambio sólo admite la certeza de la fecha en documento público para la validez de la prenda, lo cual es ciertamente cuestionable y quizás desacertado en un momento en el que prima la desfedarización de ciertos contratos de prenda —pensemos así en la prenda de valores anotados en cuenta en la que no es necesaria la

(67) En el ordenamiento francés incluso la jurisprudencia llega más lejos, pese a las críticas de la doctrina, empeñándose en considerar como requisito constitutivo de la prenda la entrega al acreedor prendario del título en que el crédito conste. Las nuevas propuestas legislativas no empecen que se confieran en prenda créditos futuros, garantía de imposible constitución de exigirse notificación al deudor, así la ley Dailly (Ley de 2 de enero de 1981) en contra de lo establecido por el *Code*, no exige la notificación al deudor, bastando en caso de garantías sobre depósitos que el comerciante remita al banco una memoria con los créditos que se ceden o sobre los que se constituye una prenda. Esta ley incluso permite la cesión de los créditos derivados de una actividad profesional mediante la redacción de un documento en la que se efectúe una descripción general de dichos créditos. Vid. GAVALDA, “Sécurités et précarités de la cession de créances par voie Dailly”, *JCP*, II, 1989, pp. 15374 y ss.

forma pública—, y por tanto, ésta no sirve como argumento y refugio para que a través de la forma pública el crédito escriturario sirviese como cauce para gozar de los privilegios que arbitran los arts. 1922, 2.º del CC y 320 y 918 del CdC, debiendo por tanto ser un crédito privilegiado no por su condición de crédito escriturario sino por las razones intrínsecas que persiguen toda causa de preferencia negocial con independencia de la forma⁽⁶⁸⁾. Es deseable, por tanto, que se eliminen 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 privilegiado 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⁽⁶⁹⁾. 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⁽⁷⁰⁾. La publicidad

(68) 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. *Vid.* nuestra nota a esta Directiva en la reseña de legislación mercantil comunitaria, *RDM núm. 246, 2002*, pp. 2030 y ss.

(69) *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.

(70) 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.

puede cumplir dos funciones: servir de tutela a los terceros en general, y servir de tutela a los acreedores que deben conocer que pesa un derecho de preferencia sobre los bienes del deudor al que se le va a conceder crédito o ya se le ha concedido ⁽⁷¹⁾.

En materia de forma, el contrato de prenda está sujeto a la previsión genérica de documentación pública *ad probationem* de acuerdo con el artículo 1280.6 del Código Civil ⁽⁷²⁾. No obstante, el precepto más significativo resulta ser el artículo 1865 del Código Civil, por el cual debe constar en documento público la fecha de constitución de la garantía a efectos de su certeza frente a terceros. La posesión, en caso de bienes muebles, no publica por sí misma el título en virtud del cual se viene poseyendo, de modo que se exige un sistema cumulativo al posesorio (artículos 448 y 464 Código Civil) y del crediticio (artículo 1526 del CC), ya que si bien por el hecho de la posesión se produce el desplazamiento, ha de precisarse además la fecha a partir de la cual esa constitución prendaria es oponible a terceros.

La existencia de causas de preferencia que puedan afectar a los terceros sin que éstos tengan la posibilidad de conocer que sobre un determinado bien pesa un concreto derecho de preferencia —carga oculta— constituye un grave peligro a la seguridad de las relaciones jurídicas. La publicidad protege a los terceros, o cuando menos lo intenta, procurando al mismo tiempo eliminar las causas de preferencia ocultas así como las posibles reticencias de los acreedores ordinarios. Ahora bien, este hecho no debe hacernos olvidar la realidad, pues no es menos cierto que la función de publicidad que engendra el desplazamiento de la posesión en la prenda está hoy muy debilitada ⁽⁷³⁾. La desposesión constituye un mecanismo muy imperfecto de publicidad, ya que por sí sola ni sirve ni basta para que los terceros conozcan que un bien ha sido objeto de prenda, entre otras cosas porque el desplazamiento posesorio puede tener diversas causas. La desposesión no persigue tanto la manifestación de la existencia de la garantía a los terceros cuanto proteger al acreedor pignoraticio, pues gracias a la desposesión

(71) Sobre estos extremos *vid.* en profundidad GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 144, quien es concluyente al afirmar que en derecho español no existe un principio de protección de los terceros acreedores.

(72) En general lo indica para la prenda GUILARTE, *Comentarios, cit.*, p. 483; SERRANO ALONSO, *Comentario del Código Civil*, II (Paz-Ares/Díez-Picazo/Bercovitz/Salvador Dirs.), Madrid, 1991, artículo 1865, p. 1879.

(73) Muy crítico sobre estos extremos se muestra GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 147 y ss. Fue PUGLIATTI, *La trascrizione*, I, *Trattato diritto civile e commerciale*, (CICU/MESSINEO), Milán, 1957, p. 200, n. 36 quien sostuvo por vez primera que la desposesión no cumple una función de publicidad, sino, por el contrario, una función de protección del acreedor.

se impide que el deudor disponga del bien objeto de la prenda, ya que de otro modo un tercero adquiriría la propiedad del bien mueble perdiéndose el derecho de preferencia del acreedor⁽⁷⁴⁾. En definitiva, actúa como un instrumento de protección a favor del acreedor pignoraticio y, en concreto, de protección de su derecho de preferencia; para tutelar esta preferencia recibe la posesión del bien, y en tanto mantenga esta posesión, estará en condiciones de ejercer el derecho de preferencia sobre el producto de la ejecución de dicho bien.

Las medidas de publicidad, amén de proteger al acreedor garantizado, están pensadas también para proteger a los terceros, ya en su condición de acreedores, ya en su condición de potenciales adquirentes de los bienes en cuestión. Lógicamente, esta publicidad se agiliza cuando la misma tiene una constancia registral, sirviendo no sólo para que los terceros conozcan la existencia del gravamen, sino también para que el acreedor pueda oponer frente a cualquier sujeto, incluso un adquirente de buena fe, la existencia de la garantía, y por tanto de su derecho de preferencia.

De ahí que para el régimen general de la prenda el artículo 1865 del CC sea drástico, no surtiendo efecto la prenda contra tercero si no consta por instrumento público la certeza de la fecha. El requisito de la fecha cierta en la constitución de la prenda se entiende como una medida de protección para evitar inteligencias defraudatorias entre el deudor y el acreedor garantizado⁽⁷⁵⁾. La prenda *inter partes* queda válidamente constituida por el consentimiento de las mismas y la entrega al acreedor o al tercero elegido de común acuerdo. La prenda no es un contrato de constitución formal. Por tanto, y a pesar de lo que a primera vista pudiere parecer, no nos encontramos ante un requisito constitutivo del derecho real de prenda, ya que éste surge a la vida jurídica con la entrega del activo pignorado al acreedor prendario. Ahora bien, en tanto no conste en documento público la fecha de constitución de la prenda (entiéndase también el objeto de la prenda y el crédito garantizado), el derecho de preferencia frente a otros acreedores no existe, siendo oponible únicamente frente al deudor a través de la mera desposesión. El acreedor únicamente gozaría de un puro y simple derecho de retención, mas no de un derecho de preferencia. No obstante, y pese a esta limitación de los medios de prueba que escenifica el artículo 1865 del CC, debemos abogar por extender la eficacia probatoria de la escritura pública a cualquier documento que confiera y atribuya certidumbre a la fecha de constitu-

(74) De ahí que GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 149, mantenga que la preocupación fundamental en la regulación de la prenda no se deriva tanto de la publicidad de la garantía cuanto de la imperfección del derecho de persecución (*ius persecuendi*) sobre los bienes muebles.

(75) Cfr. CABRILLAC/MOULY, *Droit des suretés*, 2.^a ed., París, 1993, p. 552.

ción de la garantía prendaria (art. 1227 del CC) ⁽⁷⁶⁾. El propio Proyecto de Ley Concursal aboga manifiestamente por extender (—a la vez que se reconoce *ex lege* por primera vez en nuestro ordenamiento privado la prenda de créditos—) el carácter de crédito con privilegio especial a la prenda de créditos a toda aquella en la que conste en documento con fecha fehaciente (art. 89.6 del Proyecto).

A pesar del dictado estricto de este artículo, su contenido habrá de relativizarse dependiendo del objeto sobre el que recae la garantía. De este modo, la exigencia de documento público no va a ser la misma, por ejemplo, en el caso de acciones no incorporadas que en el caso de acciones incorporadas en títulos a la orden, donde bastaría en caso de circulación cambiaria constituir la prenda mediante un endoso en garantía y su ulterior inscripción en el libro registro de acciones nominativas a efectos de legitimación frente a la entidad emisora. Para las acciones incorporadas a títulos al portador sí se requiere la escritura o documento público, pues la mera posesión de las mismas es indicativa de una posesión en concepto de dueño y, para que la prenda trascienda *erga omnes* y publique el título en virtud del cual posee el acreedor pignoraticio, ha de constar en documento público ⁽⁷⁷⁾. Donde apreciamos un grado de relajación mayor respecto a la exigencia de forma pública es en el ámbito de los valores anotados en cuenta, en donde hemos de entender inaplicable el artículo 1865 cuando los valores se transmiten de acuerdo con el régimen o sistema tabular ⁽⁷⁸⁾. Cuestión bien distinta es aquella de la privilegiada ejecución que prevén los artículos 320 y 324 del Código de Comercio en el caso de préstamo con garantía de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. A efectos del artículo 1865 del CC la sociedad debe considerarse tercero en la medida que el cumplimiento puede ser o no liberatorio y en consecuencia estar interesada en la titularidad cierta de la acción.

La forma o su constancia en documento público no quiere decir que se hayan de tener por ciertas las estipulaciones del contrato por el hecho de su constancia notarial, sino que trasciende a terceros en lo que necesariamente ha de trascender, esto es, en la fecha. El contenido estipulativo del documento

⁽⁷⁶⁾ A favor de este argumento ha de apuntarse lo dispuesto en el art. 1526.I del CC, que en sede de cesión de créditos equipara documento público y cualesquiera otros medios de prueba documentales existentes en nuestro ordenamiento a los efectos de dar certeza a la fecha de la cesión (arts. 1218 y 1227 del CC). En esta línea BERMEJO GUTIÉRREZ, *cit.*, p. 145.

⁽⁷⁷⁾ Sobre estos extremos *vid.* en profundidad entre otros VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002, pp. 191 y ss.

⁽⁷⁸⁾ Nuevamente VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, *cit.*, p. 244.

trasciende *inter partes* en todas y cada una de sus cláusulas pero, fuera de la fecha y del hecho que motiva el otorgamiento, la prenda no trasciende ⁽⁷⁹⁾.

IV. EFECTOS DE LA PRENDA DE CRÉDITOS

Una vez constituida, y posteriormente notificada la prenda de créditos, la eficacia de la misma desplegará sus efectos naturales a tenor de las estipulaciones o pactos de pignoración. Hemos de distinguir dos momentos: a) el anterior al vencimiento de la obligación garantizada, en donde el acreedor pignoraticio goza, por un lado, de la posibilidad de inmovilizar el crédito tras la notificación, y por otro, el derecho-deber de percibo e imputación de intereses en compensación de los que a él se le debieren, rebajando el crédito garantizado con el exceso; y b) la fase ulterior o dinámica de realización de la prenda, en donde el propio crédito pignorado deviene exigible, recibiendo el pago el acreedor pignoraticio, quedando como deudor de un eventual *tantundem* por el exceso si el crédito cobrado fuese dinerario, o transformando la inicial garantía, según el carácter del objeto de la prestación cumplida, bien en una prenda posesoria, bien en una anticresis.

En el momento de celebración del contrato de prenda de crédito, las partes pueden convenir que será el acreedor del crédito pignorado el único legitimado para reclamar su cobro al deudor. Obviamente, que esté o no legitimado el acreedor prendario para cobrar por sí solo el capital o cuantía del crédito cedido es algo que depende del contrato de garantía. No obstante, en puridad debemos afirmar la existencia de un supuesto de titularidad concurrente sobre todo si nada se ha previsto en el contrato de cara a la legitimación. De este modo, el ejercicio de las facultades transmitidas al acreedor pignoraticio-cesionario y el de las facultades que restan al pignorante dependerá, en buena medida, de la situación en que se encuentre la garantía —antes o después del vencimiento de alguno de los créditos, antes o después del conocimiento de la cesión al deudor—.

El acreedor pignoraticio goza de una posición privilegiada frente a los restantes acreedores del cedente-constituyente de la garantía, ya que cuenta en caso de quiebra de éste con un derecho de ejecución separada. El deudor ha dejado de ser, por tanto, el exclusivo titular del crédito. Por consiguiente, sus eventuales acreedores no podrán considerar incluido en el patrimonio de su deudor el íntegro contenido del crédito pignorado. Únicamente permanecerán a expensas de lo que resulte en el patrimonio después de la extinción de la situa-

(79) Cfr. SCAEVOLA, *cit.*, p. 355.

ción de cotitularidad del crédito que su pignoración produjo⁽⁸⁰⁾. De este modo, si los acreedores del cedente en garantía proceden a embargar el crédito cedido, en principio, podrá el cesionario *mutatis mutandis* oponerse alegando una tercería de mejor derecho⁽⁸¹⁾. Del mismo modo, en caso de embargo del crédito por los acreedores del “cesionario” dispondrá el cedente de la acción de tercería de dominio.

Las fundamentales sentencias de 19 de abril y 7 de octubre de 1997 (Ar. 3429 y Ar. 7101 respectivamente), sientan rotundamente que *las prendas de crédito, incluidas las denominadas “prendas sobre deuda propia”, otorgan al acreedor pignoraticio una posición privilegiada frente a los restantes acreedores del constituyente de la prenda, que cuenta en caso de quiebra de éste, con un derecho de ejecución separada.*

Cabe incluso que el acreedor del crédito dado en prenda pueda cederlo o volver a pignorarlibremente. Eso sí, cualquiera de estas dos vicisitudes no podrá dañar la situación jurídica del (primer) acreedor pignoraticio, salvo que no estuviese provisto de un documento de fecha cierta en que conste su derecho. Es más, incluso el acreedor prendario puede ceder su crédito con garantía pignoraticia limitadamente a través de una subpignoración de su propio crédito. Sin ir más lejos pensemos en el tercero que paga la deuda garantizada en las circunstancias del art. 1210 del CC. Si el cedente no ha autorizado expresamente en el contrato de garantía al cesionario-pignoraticio con anterioridad al vencimiento de la deuda garantizada, no podrá éste disponer legítimamente por sí solo del crédito cedido. Obviamente una cesión suya a tercero sería ineficaz para hacerle adquirir el crédito, excepto claro está el supuesto del tercero de buena fe y a título oneroso. Cabría además la posibilidad de que el titular de un crédito lo pignorase sin que se extendiera a favor del acreedor pignoraticio la garantía prestada por un fiador. Ahora bien, es indudable que *a priori* el acreedor pignoraticio no está legitimado para realizar actos de disposición sobre el crédito dado en prenda. No obstante, teniendo en cuenta que la mayoría de los créditos ordinarios son dinerarios, cabe preguntarse sobre la viabilidad de un pacto entre cedente y cesionario por el que, resultando incumplido el crédito garantizado, el acreedor pignoraticio devendría (*pro soluto* o *pro solvendo*) titular del crédito pignorado en la medida necesaria para la satisfacción de su obligación. No vemos en principio inconveniente alguno, sobre todo admitien-

(80) Vid. PANTALEÓN, “Prenda de créditos”, *cit.*, p. 184.

(81) Llegados a este punto quizás habría que puntualizar si no estaríamos en puridad mejor ante una tercería de dominio siempre que entendamos ésta como una tercería de titularidad. Sobre esta cuestión, es interesante ver la observación y posterior evolución de su anterior premisa mantenida en el ADC 1988, p. 1049, de PANTALEÓN, “Prenda de créditos”, *cit.*, pp. 185-186, nota 11.

do la viabilidad del pacto marciano que no es lo mismo ni persigue la misma finalidad que el pacto comisorio ⁽⁸²⁾. Así las cosas, vencido e impagado el crédito principal podrá el cesionario acreedor pignoraticio reclamar por sí y para sí al deudor el pago del crédito pignorado cuando venza en la medida necesaria para su satisfacción, pudiendo además en la cuantía del crédito prendario cederlo onerosa o gratuitamente, condonarlo u oponerlo en compensación frente a un crédito que el deudor tenga frente a él.

1. La pignoración de créditos futuros

Finalmente también sería admisible una prenda de créditos futuros; la prenda se constituirá cuando el crédito llegue efectivamente a nacer, incluso si el deudor pignorante incurre en una situación de insolvencia con anterioridad al nacimiento del crédito, siendo eficaz la prenda de crédito siempre y cuando el contrato que ha generado el crédito se haya celebrado ⁽⁸³⁾. Ahora bien no es admisible una prenda universal sin más, puesto que cuando menos habrían de especificarse suficientemente los créditos futuros a los que se refiera la prenda.

Hemos de partir, pues, de la necesaria determinabilidad del objeto de la garantía, esto es, el principio de especialidad —*Bestimmtheitsgrundsatz*—, de modo que los elementos fundamentales de la prenda se encuentren nimiamente, al menos, determinados. La determinabilidad del objeto del contrato de prenda incide, en particular, sobre el problema de la individualización de la *res* objeto del derecho real de garantía. Este principio conlleva la determinación del sujeto garante y garantizado, el crédito en sí mismo y el objeto dado en garantía.

Un ámbito proclive a estas prácticas se produce sobre todo cuando los bienes que sirven de garantía son bienes fungibles. Sin ir más lejos, como paradigma de fungibilidad tenemos los valores representados por anotaciones, si bien al constituirse una garantía son objeto de especificación o desglose (art.

(82) Sobre el pacto marciano así como el *comissorio ex intervallo* ya hemos tenido ocasión de pronunciarnos en VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, cit., p. 405 y ss.; PANTALEÓN, “Cesión de créditos”, cit., p. 202; en Francia se afirma incluso con carácter general que los pactos comisorios no están prohibidos cuando se trata de prenda de créditos. Vid. WEILL, *Droit civil. Les sûretés*, cit., pp. 96-98.

(83) Conforme PANTALEÓN, “Cesión de créditos”, cit., p. 200, para quien ningún obstáculo existe en nuestro derecho tanto frente a una prenda de crédito “secreta” (*stille*) como frente a la pignoración anticipada de créditos futuros en su máxima amplitud: aunque no se haya celebrado todavía el contrato generador del crédito, ni sea conocida la identidad del futuro deudor. En este último caso la prenda sólo quedará constituida cuando el crédito llegue efectivamente a nacer.

17 RD 116/1992) ⁽⁸⁴⁾. La cláusula se estructura de tal modo que la prenda garantiza también los créditos, futuros y eventuales, incluso si no son líquidos y exigibles, y aunque se goce de otras coberturas de garantía.

Es, en consecuencia, requisito imprescindible para la correcta constitución de la relación prendaria determinar: a) las partes o sujetos que intervienen en la prenda; b) la obligación principal o crédito garantizado, y c) el objeto dado en garantía.

Es obvio que el acreedor pignoraticio exija una prolija delimitación de los bienes y créditos que estarán afectos para la satisfacción del crédito. Un interés que se centra tanto *a priori* como *a posteriori*. Por un lado, determinará los bienes que durante la fase estática o de seguridad de la garantía enervará del campo de actuación de otros terceros, y por otro potenciará su derecho de preferencia, y en caso de que llegue el día de la ejecución, venderlos y satisfacer su crédito, por lo que la determinabilidad sirve para conocer la cantidad concreta que debe ser satisfecha ⁽⁸⁵⁾.

No en vano el valor de una garantía se banalizaría si el grado en que aísla los bienes objeto de garantía para un acreedor pignoraticio fuese insuficiente. La principal objeción a esta prenda radica en si efectivamente se cumplen los parámetros del principio de especialidad ⁽⁸⁶⁾.

Nuestro ordenamiento no es ajeno a estas prácticas, así y como adaptación del principio de especialidad, encontramos la hipoteca de máximo, puesto que al existir un *maximum* de responsabilidad hipotecaria, es decir un techo o tope

⁽⁸⁴⁾ No debe extrañarnos este régimen de fungibilidad cuando era ya una configuración propia del depósito colectivo de valores en el antiguo sistema de compensación del Decreto 1128/1974, que concebía este depósito como regular fungible. Una suerte de depósito colectivo en el que la propiedad se mantenía en una proporción correspondiente a la cuota de participación en el conjunto de los títulos depositados. (Vid. GARRIGUES, *Contratos bancarios*, cit., p. 402 y ss. En el derecho italiano paralelamente se crea el sistema de Monte Titoli.

⁽⁸⁵⁾ De este modo, el título constitutivo de la prenda habrá de indicar el crédito garantizado, esto es, la fuente del crédito, su cuantía, así como el objeto de la prenda con una suficiente individualización. Vid. GORLA, *Del pegno*, cit., p. 46, quien defiende que cuando no se individualice el objeto de la garantía, todos los títulos, valores o bienes del deudor, que estén depositados o consignados ante el acreedor prendario como garantía de un crédito, se establezca un pacto que dará lugar a una relación personal interportes para la retención, el disfrute de los frutos y la venta de la prenda.

⁽⁸⁶⁾ TAMPONI, "Sulla clausola estensiva della garanzia pignoratizia ai crediti presenti ed ai crediti futuri", *RDC*, 1974, p. 222, quien comenta una sentencia de Cassazione civile de 19 giugno 1972, en que la Suprema Corte negaba que los estatutos del banco en cuestión tuvieran eficacia normativa externa, pretendiendo prolongar esa cláusula extensiva.

de garantía, permite la existencia de cierta indeterminación en la obligación principal, sin detrimento de que se pergeñen las líneas básicas del crédito. Ahora bien, estos parámetros se difuminarían si simplemente constasen los sujetos involucrados, con lo cual debemos indagarlas respecto a la relación jurídica subyacente. De otra parte encontramos un parangón con la figura de la fianza por créditos futuros perfectamente extrapolable a la prenda por vía análoga, sobre la base de que *lo mismo que puede existir obligación presente, de contenido determinado o indeterminado, también la obligación futura puede serlo determinada o indeterminadamente, sin que sea admisible confundir la futuridad con la indeterminación*⁽⁸⁷⁾.

Ahora bien, al hilo de esta controversia podemos preguntarnos, por un lado, si hemos de entender que dentro del concepto de obligación futura han de integrarse todas aquellas que en el momento de la constitución de la garantía no hayan nacido, independientemente de que su proceso de formación esté iniciado o no se haya iniciado todavía; y por otro, si es imprescindible la preexistencia de un vínculo jurídico del cual surgirá la obligación a garantizar, vínculo que se estima indispensable por exigencias de la accesoriedad; y finalmente, si bien no es necesario que exista entre las partes un vínculo jurídico del que surja la obligación garantizada en el momento de acordarse la garantía, si han de existir en tal momento circunstancias objetivas que, referidas a las personas y al montante de las deudas, permitan la determinación de la obligación futura⁽⁸⁸⁾. Es decir, *ab initio* se requiere un cierto grado de concreción sobre lo que es materia del contrato y, por lo tanto, del vínculo jurídico. En efecto, de la propia noción de determinabilidad deriva la necesaria concurrencia al celebrarse el

(87) Ver en extenso GUILARTE, *Comentarios al código civil y compilaciones forales* (Albaladejo Dir.), 2.^a ed., Madrid, 1990, pp. 105 y 107, partidario de afianzar cualquier obligación futura, entendiéndolo por tal la que no tiene realidad, por no haber nacido, en el momento de constituirse la fianza, pero tal amplísima posibilidad ha de armonizarse con el principio que proclama el carácter expreso de la fianza y con el requisito de la determinabilidad. Ha de entenderse, pues, que sólo la obligación futura y determinada o determinable, sin necesidad de una nueva declaración del fiador y del acreedor, es susceptible de afianzamiento, **lo cual exigirá, como se ha observado, que, al menos, sean conocidas las partes entre quienes la obligación principal debe surgir y, de alguna forma, esté determinado o sea determinable el límite de la garantía o de la obligación principal**; *id.* comentario al art. 1825 del CC, en *Comentario del Código Civil*, T. II, Madrid, Ministerio de Justicia, 1991, p. 1792; también SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, pp. 276-277.

(88) Tesis y criterios desarrollados por GUILARTE, *Comentarios, cit.*, p. 104.

contrato de los criterios que conducen a la necesaria y definitiva determinación, sin necesidad de nuevo convenio *inter partes*⁽⁸⁹⁾.

No podemos abogar por un grado de indeterminación extremo, sino más bien relativizado hasta un tope máximo que funcione como límite permisible para garantizar una obligación a la que queda afecta la garantía, y siempre desde la base de una total identificabilidad de los sujetos involucrados⁽⁹⁰⁾.

Otro problema, y no menor, en aras a una posible prelación y que se suscita si se admite esta figura, es la necesidad de analizar si la individualización debe provenir en el acto mismo en el que el constituyente presta el consentimiento, o sin embargo puede producirse ulteriormente; asimismo podemos plantearnos si es admisible el criterio de determinación expresa de semejante cláusula, especialmente en aquellos bienes que vengan a estar en posesión por ejemplo de una entidad de crédito⁽⁹¹⁾. La idoneidad de esta cláusula debe permanecer excluida en tanto no se indique en un documento con fecha cierta cuáles serán los bienes,

(89) Así lo corrobora el art. 1273 del CC del que se desprende que dichos criterios han de deducirse ineludiblemente del negocio constitutivo celebrado. Sobre estos extremos *vid.* FERNÁNDEZ ARROYO, “Comentario a la Sentencia de 23 de febrero del 2000. Fianza general por deudas futuras. Presupuestos de validez de las garantías fideiusorias globales”, *CCJC*, 53, 2000, pp. 727 y ss., p. 739. Para INZITARI, “Cessione di crediti, mandato all’incasso e cessione di crediti in garanzia”, *Dir. Fall.*, 2000, 6, pp. 1282 y ss., esp. p. 1283, estamos ante cláusulas “polisenso”, partiendo de la inadmisibilidad desde el plano del requisito de la determinabilidad o determinación del objeto de la cesión cuando falten la especificación de las fuentes, incluidas las futuras, de tales créditos y/o del futuro deudor y/o del importe de los futuros créditos, etc. Este autor prefiere en todo caso reconducir la cesión de crédito futuro a un *mandato all’incasso in rem propriam*; también TROIANO, *La cessione di crediti futuri*, Padua, 1999, pp. 230 y ss.

(90) La nueva Ley de derechos reales de garantía de Cataluña, 19/2002 de 5 de julio, que parte de la Ley 22/1991, de 29 de noviembre, de Garantías Posesorias sobre Cosa Mueble, modifica parcialmente el régimen que establecía dicha Ley y amplía las modalidades de garantía real. En su artículo, al regular las obligaciones susceptibles de ser garantizadas con prenda señala: “2. La prenda puede garantizar obligaciones de las que se desconozca el importe en el momento de su constitución. En tal caso, debe determinarse la cuantía máxima por la que responde. 3. La prenda puede garantizar varias obligaciones ya contraídas o por contraer de forma simultánea o sucesiva entre el mismo deudor o deudora y el mismo acreedor o acreedora, durante un período de tiempo y por una cuantía máxima convenidos”; es más, la Ley reconoce en el artículo 17 un principio de *subrogación real*, por lo que si el objeto de la prenda es un derecho de crédito y éste resulta impagado antes del vencimiento del crédito garantizado con la prenda, la garantía recae sobre el objeto recibido como consecuencia del pago.

(91) Sobre el momento de esta individualización se pronuncia ANGELICI, “Le garanzie bancarie”, *cit.*, p. 1039: “perplexità in particolare possono nutrirsi nei confronti di un modo di individuazione del bene che si presenta in termini assolutamente generici e che, a ben guardare, pare voler addirittura prescindere dallo stesso comportamento volontario delle parti e riferirsi anche a fatti solo accidentali”.

ulteriores respecto de aquellos que inicialmente fueron objeto del acto constitutivo de la prenda, y sobre los que el vínculo prendario se extiende⁽⁹²⁾.

A efectos de ejecución universal, se debe reconocer a los cesionarios de un crédito en garantía un derecho de abstención en atención a la preferencia existente sobre tales créditos. Ya hemos señalado cómo la cesión limitada de créditos provoca una situación de cotitularidad entre el cedente-deudor pignoraticio y el cesionario acreedor pignoraticio. Esta situación de cotitularidad provocará la exclusión de los restantes acreedores respecto del valor del crédito análogo al que provocan las garantías reales, por lo que nada obsta a extender a estos créditos la preferencia que el Código Civil reconoce al acreedor pignoraticio en el art. 1922.2 o, en su caso, analógicamente atribuirle la correspondiente al acreedor hipotecario.

V. VICISITUDES DE LA PRENDA DE CRÉDITOS

Haciendo hincapié en los efectos de la prenda de créditos, debemos resaltar dos momentos diferentes en orden a la legitimación: a) si el crédito pignorado vence antes que el garantizado, y b) vencimiento de la obligación principal cuando el crédito garantizado todavía es inexigible. Como se puede observar esta cuestión atañe sobremanera en cuanto a la legitimación para el cobro, o por mejor decir, para recibir el cobro, que no para reclamarlo, ello sin olvidar a su vez quién está legitimado para el cobro de los frutos civiles del crédito, que se exteriorizan normalmente en intereses. En cambio, en cuestiones como la legitimación para realizar actos conservativos del crédito, como por ejemplo reclamación de su inclusión en la lista de acreedores del quebrado, interrupción de la prescripción, etc., no cabe duda de que cualquiera de los titulares se halla individualmente legitimado, tanto cedente como cesionario del crédito. Asimismo cualquier pacto con el deudor que signifique una novación del crédito, prórroga, remisión, etc., requiere el consentimiento tanto del pignorante como del acreedor prendario. En el plano de las excepciones el deudor cedido podrá oponer las excepciones objetivas relativas al vínculo obligacional —fuente del crédito pignorado— existentes antes de la prenda o de su conocimiento en tanto no le fuere comunicada, aunque hubiese consentido la cesión en garantía. Por otra parte si el deudor cedido sigue siendo acreedor de la contraparte que ha pignorado su crédito, las excepciones de contrato no cumplido y la facultad del art. 1124 del CC pueden hacerse valer tanto frente al pignorante como frente al acreedor prendario incluso por incumplimientos del cedente que sean

(92) Conforme GABRIELLI, “Negozi costitutivi di garanzie reali”, *BBTC*, 1996, pp. 152 y ss., p. 166.

posteriores a la prenda o a su notificación. No puede sin embargo oponer la prescripción cuando ha consentido la cesión, pues este consentimiento ha de equivaler a la renuncia a la prescripción ganada. El deudor que ha consentido la cesión tampoco podrá oponer la compensación con el cedente, con independencia de que se haya producido antes o después de la prenda (art. 1198 II). Ahora bien, sí serán oponibles estas dos últimas excepciones, en cambio, cuando el deudor cedido no ha consentido la prenda, por lo que el deudor podrá compensar los créditos anteriores a la cesión, pero no los posteriores. Si la prenda no le ha sido notificada, podrá oponerle la compensación de los créditos que tuviera contra el cedente hasta que hubiese tenido conocimiento de la cesión. Si el pago es reclamado por el acreedor pignoraticio, el deudor cedido puede oponerle siempre la compensación que tenga contra él. El deudor cedido no podrá oponer excepciones relativas a la validez de la prenda ⁽⁹³⁾.

a) Si el crédito pignorado vence antes que el garantizado, hemos de cuestionarnos ¿quién está legitimado para cobrar ese crédito? Una primera aproximación invita a pensar en una reclamación conjunta de pignorante y acreedor pignoraticio creándose una suerte de cotitularidad ⁽⁹⁴⁾. Sin embargo, el Código Civil no impone tal solución; de este modo, al amparo del art. 1164, si el acreedor pignoraticio *posee* ese crédito, constando la notificación al deudor, ¿acaso éste no se libera pagando de buena fe?, y ¿estaría legitimado el acreedor prendario para exigir el pago de ese crédito dado en garantía?, ¿no se produce acaso una novación en el objeto de la garantía, subrogándose el crédito por una suma dineraria y pasando a ser ahora una prenda irregular? ⁽⁹⁵⁾. El acreedor pignoraticio no puede apropiarse de las cosas dadas en prenda (art. 1869 del Cc), por no ser dueño de ellas, no operando la compensación, ya que el crédito garantizado todavía no ha vencido, salvo que haya mediado consentimiento por parte del pignorante a la imputación.

⁽⁹³⁾ Sin embargo, para PANTALEÓN, “Cesión de créditos”, *cit.*, p. 197, podrá oponerle también excepciones derivadas de la relación interna entre cedente y cesionario. Pero no excepciones derivadas de sus propias relaciones jurídicas con el cesionario: en concreto, el deudor no podrá oponer al cesionario la compensación de un crédito que tenga contra él (art. 1195 del CC).

⁽⁹⁴⁾ Así lo entiende PANTALEÓN, *op. cit.*, p. 201, quien lee en el art. 507 del Cc el principio de reclamación conjunta o, en su defecto, por uno con el consentimiento del otro, o con autorización judicial en su defecto. También CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *cit.*, p. 886 defiende este ejercicio conjunto a falta de acuerdo entre pignorante y acreedor pignoraticio, ya que al deudor le es irrelevante a quién debe pagar. Es una regla de imputación, no de legitimación.

⁽⁹⁵⁾ Al respecto, MUÑOZ CERVERA, “Negocios con finalidad de garantía sobre derechos de crédito no representados mediante títulos-valores”, en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, [Jiménez Sánchez (coord.)], Madrid, 1992, p. 382, parte de la premisa de otorgar un poder irrevocable a favor del acreedor pignoraticio.

A primera vista, podría afirmarse que la facultad de exigir el pago al deudor corresponde, por regla general, al pignorante como titular del derecho de crédito. Ni el contrato de prenda de créditos ni su notificación al deudor permiten hablar de la transmisión al acreedor pignoraticio del *ius exigendi*. Ahora bien, esta solución sería difícil de mantener, ya que para ello estaríamos olvidando que el contrato de prenda de créditos origina una situación de titularidad concurrente. Es una cesión limitada, y el acreedor pignoraticio, por lo tanto, ostenta las facultades de conservación y administración del derecho de crédito en tanto perdure la garantía. Pero una cosa es recibir y otra bien distinta es reclamar. La exigencia del cumplimiento al deudor cedido es la facultad que tiene el acreedor pignoraticio de conservar su garantía, porque el objeto en que consiste la prestación continúa como garantía del acreedor pignoraticio, una vez pagado el crédito, en virtud del fenómeno de subrogación real ⁽⁹⁶⁾.

Nuestra opinión se decanta, sea cual sea la alternativa respecto a la facultad de exigir el pago, por entender la facultad de recibir la prestación o el cobro del crédito de forma compartida. El deudor ha de realizar a ambos el pago conjuntamente ⁽⁹⁷⁾. Ahora bien, ello no empece que si las partes así lo pactan pueden convenir, por el contrario, que la realización del crédito pignorado corresponderá al acreedor pignoraticio, aunque su crédito no haya vencido todavía, quien retendrá la prestación del deudor en la parte necesaria para cubrir la deuda garantizada ⁽⁹⁸⁾. El crédito garantizado no ha vencido de manera que el acreedor pignoraticio conserva su derecho de garantía sobre el objeto en que consista la prestación, por el fenómeno de la subrogación real ⁽⁹⁹⁾.

(96) Se defiende incluso que estamos ante una facultad cuasicompartida, ya que si bien es una facultad del acreedor pignoraticio-cesionario, ésta se restringe por la obligación de cooperación del pignorante. Así, ARANDA, *cit.*, p. 130; la facultad de exigir el pago es una facultad compartida de ambas partes en el derecho alemán (§ 1281 BGB), no obstante cuando el crédito garantizado se halle vencido e impagado, sólo el acreedor pignoraticio estará legitimado para el cobro (§ 1282 BGB); en el derecho suizo el art. 906, II del Código establece legitimación conjunta para el cobro. A su vez el art. 246 del Libro 3 del Código holandés atribuye la facultad de cobro al acreedor pignoraticio, una vez que la prenda ha sido notificada al deudor cedido.

(97) En este sentido en el derecho francés WEILL, *Droit civil. Les sûretés. La publicité foncière*, París, 1979, p. 98; MARTY-RAYNAUD-SESTAZ, *Droit civil. Les sûretés. La publicité foncière*, 2.ª ed., París, 1987, p. 69; RIPERT/BOULANGER, *Traité de droit civil*, VII-2.º (traducción de García Daireaux), Buenos Aires, 1965, pp. 685-686; más recientemente AYNES, *Les sûretés. La publicité foncière*, 9.ª ed., París, 1998, p. 275 y ss.

(98) DAMRAU, *cit.*, § 1204 RdNr 1; STAUDINGER, *cit.*, § 1257 RdNr. 22.

(99) *Vid.* en este sentido CAPÓ BONNAFOUS, "Algunas consideraciones...", *cit.*, p. 295; CLEMENTE DE DIEGO, *Instituciones*, I, *cit.*, p. 531; GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios*, *cit.*, p. 415; Díez-PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *Sistema*, III, *cit.*, p. 509.

Cuando el deudor del crédito afectado en garantía cumple su obligación, se modifica objetivamente el contrato de garantía. Si el crédito afectado en garantía consiste en exigir el pago de una cantidad de dinero, el contrato de prenda de crédito, por el fenómeno de la subrogación real, se convierte en una prenda irregular o de dinero ⁽¹⁰⁰⁾. Al ser el crédito cedido de dinero, el cesionario podrá retener lo necesario para la satisfacción del crédito garantizado, restituyendo al cedente lo sobrante. Si el objeto del crédito difiere del dinero en modo alguno podrá devenir propietario de la cosa el acreedor prendario, correspondiendo ésta al cedente, mas sí corresponderá al prendario un derecho real de prenda si es cosa mueble o de anticresis si es inmueble, que podrá ejecutar.

Al tratarse ahora de una cosa fungible, el acreedor pignoraticio deviene propietario de la suma recabada con la realización del crédito, de suerte que el importe del crédito se confundirá en el patrimonio de éste, quedando obligado a devolver otro tanto de la misma especie y calidad al deudor, una vez cumpla éste la obligación garantizada. Deberá el acreedor prendario mantener el subrogado de la garantía hasta el vencimiento de la obligación asegurada, procediendo en caso de cumplimiento por parte del deudor a la restitución del *tantundem*.

Para evitar perjuicios al pignorante, el acreedor pignoraticio deberá, por analogía con el usufructo de créditos (art. 507.2.º del CC), poner a interés dicho capital, haciendo suyos los intereses (art. 1868 del CC), de acuerdo con el titular del derecho, y en su defecto, con autorización judicial ⁽¹⁰¹⁾. Si el objeto en que consiste la prestación fuese una cosa distinta al dinero, por el fenómeno de la subrogación real, el acreedor pignoraticio se convierte en un acreedor pignoraticio ordinario de la cosa ⁽¹⁰²⁾. Debe conservar la posesión y someterse a la normativa del Código en la materia (art. 1857 del CC), pero la propiedad continúa siendo del pignorante ⁽¹⁰³⁾.

Si el crédito no es dinerario, se constituirá sobre el objeto de la prestación a favor del acreedor garantizado un derecho real de prenda a cuya ejecución forzosa podrá procederse según el procedimiento legalmente establecido para

(100) Vid. en idéntico sentido CRUZ MORENO, *La prenda irregular*, cit., p. 167.

(101) Esta es la solución que se da en el derecho alemán. El § 1288 BGB establece la obligación de cooperación entre pignorante y acreedor pignoraticio para poner a interés dicho capital y evitar un cobro improductivo. Así WITTELSHÖFFER, *Pfandrecht an einer Forderung*, Leipzig, 1876, pp. 69 y 81; RIEDEL/WIEGAND, cit., III, p. 1284.

(102) En la doctrina alemana, según RIEDEL/WIEGAND, cit., p. 1268, por el fenómeno de la subrogación real el acreedor pignoraticio, como acreedor pignoraticio ordinario, sólo tiene el derecho a exigir que se le dé la posesión de la cosa.

(103) Vid. en igual sentido, PANTALEÓN, "Cesión", cit., pp. 1045 y 1049; ARANDA RODRÍGUEZ, cit., p. 132.

ello en el caso de que, llegado el vencimiento del crédito garantizado, éste no sea satisfecho; si se trata de crédito dinerario aplicará el acreedor pignoraticio lo cobrado a la satisfacción del crédito garantizado en la medida necesaria para ello, con obligación de devolver al constituyente de la garantía el exceso.

Cuando el objeto del crédito no consiste en el pago de una suma dineraria, sino en la entrega de una cosa, el acreedor prendario, ante esta situación, ha de pedir la venta judicial de la cosa una vez que el deudor-credido se la entrega, pues ahora sí —al ser una cosa corporal el objeto de la garantía—, entra en todo su vigor la interdicción del pacto comisorio.

b) Vencimiento de la obligación principal cuando el crédito garantizado todavía es inexigible:

En este punto el acreedor garantizado puede:

— O bien esperar al vencimiento del crédito dado en garantía y cubrir la deuda con el montante, puesto que no es obligatorio que inmediatamente vencida y no pagada la primitiva obligación, deba el garantizado acudir al procedimiento que le confiere el art. 1872 del CC. Una vez que el crédito es exigible y el deudor cumple, en cierta medida se produce una interversión del objeto, dejando de ser un derecho de crédito para convertirse simplemente en una cuantía de dinero recibido por el mismo.

— A su vez el art. 1872 del CC articula un procedimiento de ejecución, eso sí, pensado para la ejecución de una garantía corporal, puesto que de la misma únicamente se obtendrá su valor por medio de su venta, siendo la finalidad que en suma propende la subasta⁽¹⁰⁴⁾. Así las cosas, a través de este mecanismo, lo más probable es que sea el propio acreedor quien finalmente devenga adjudicatario del crédito, pues difícilmente otros querrán asumir el riesgo de una relación crediticia, ajena y desconocida.

En la prenda de créditos, una vez incumplida la obligación garantizada, procede la ejecución del crédito dado en prenda. Si el crédito pignorado ha vencido, la ejecución se realiza mediante la compensación/imputación de éste con el surgido frente al acreedor garantizado por el *tantundem*⁽¹⁰⁵⁾.

(104) En este sentido DÍEZ PASTOR, *cit.*, p. 453, afirma que el modo normal de realización del valor de un derecho de crédito es su cobro al vencimiento, de este modo la subasta no es sino una solución forzada y probablemente antieconómica.

(105) Conforme GIL RODRÍGUEZ, “La prenda”, *cit.*, p. 370; MARTÍN OSANTE, *cit.*, p. 541.

Si el crédito pignorado tiene por objeto una prestación dineraria y al vencimiento del crédito garantizado el deudor incumple su obligación, el acreedor pignoraticio-cesionario tiene la opción de acudir al procedimiento del art. 1872 del CC o esperar al vencimiento del crédito pignorado y exigir el pago al deudor.

Podría plantearse la posibilidad, a su vez, de que ante el impago de la obligación principal y resultando por tanto incumplido el crédito garantizado, pacten las partes que el derecho de crédito dado en garantía, aún no vencido, pase a ser titularidad del acreedor pignoraticio, deviniendo titular exclusivo del crédito pignorado en la medida necesaria para su satisfacción⁽¹⁰⁶⁾. Sin embargo, una ya tradicional línea jurisprudencial prohíbe todo atisbo de pacto comisorio⁽¹⁰⁷⁾.

c) Vencimiento simultáneo de crédito principal y crédito garantizado.

Puede darse el caso de un vencimiento coetáneo entre el crédito garantizado y el constituido en garantía, debiendo considerarse extinguidas sendas obligaciones sin perjuicio del deber del acreedor garantizado de restituir el exceso si lo hubiere al deudor-pignorante. Se produce un supuesto de compensación de créditos impuesto por la causa y objeto del contrato de garantía que no atentaría contra la prohibición del pacto comisorio.

Cuando estamos ante un crédito que consiste en una cantidad de dinero, no podemos decir que atenta a la prohibición del pacto comisorio porque el crédito pignorado tiene un valor nominal y no puede subestimarse en detrimento del

(106) Vid. PANTALEÓN, “La cesión”, *cit.*, pp. 202-203, quien al respecto señala que de existir un pacto como el que nos ocupa entre acreedor del crédito pignorado y acreedor pignoraticio podrá este último, vencido e impagado que sea su crédito, no sólo reclamar por y para sí al deudor el pago del crédito pignorado (cuando venza) en la medida necesaria para su satisfacción, sino también, en la misma medida de la cuantía del crédito garantizado, cederlo a título oneroso o gratuito, condonarlo u oponerlo en compensación frente a un crédito que el deudor tenga contra él; a su vez ALBALADEJO, *Derecho, cit.*, III.2.º, p. 244, hace un sucinto análisis de la figura en cuestión, así como de posibles ventajas o desventajas, abogando en caso de no admisibilidad del pacto por su nulidad, dejando a salvo el negocio de garantía; en la doctrina francesa afirman con carácter general que los pactos comisorios no están prohibidos cuando se trata de prenda de créditos WEILL, *Sûretés, cit.*, pp. 96 y 98; en la doctrina alemana RIEDELWIEGAND, *cit.*, § 1284 RdNr 3; DAMRAU, “Sachenrecht” (§§ 854-1296), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch* (Rebmann/Säcker Coords.), IV, Munich, 1981, pp. 1630 y ss., par. 1284, RdNr 2.

(107) Así y entre los más recientes pronunciamientos destacan: STS de 30 de junio 1987, 5 de junio de 1991, 15 de mayo de 1992, 22 de septiembre de 1992 y 18 de octubre de 1994.

pignorante⁽¹⁰⁸⁾. El acreedor pignoraticio se convierte en titular del derecho de crédito, pudiendo compensarlo, cederlo, o condonarlo⁽¹⁰⁹⁾.

El deudor podrá oponer al acreedor pignoraticio legitimado para el cobro las excepciones que tuviese ya fundadas contra su acreedor en el momento de constitución de la prenda, así como el pago, la condonación, o cualquier otro negocio jurídico relativo a la existencia o efectividad del crédito pignorado, llevado a cabo con quien creía ser el primitivo y exclusivo acreedor, al no haberle sido notificada la constitución de la garantía.

VI. EL NEGOCIO FIDUCIARIO Y LAS GARANTÍAS REALES ATÍPICAS

Resultan sintomáticamente expresivas las palabras del profesor DE CASTRO, **“no puede negarse que la figura del negocio fiduciario tiene su mayor interés práctico y dogmático en la llamada venta de garantía.. se acude a ella para legitimar el artificio de los prestamistas, que desean contar con un procedimiento que les proporcione garantías más cómodas y enérgicas que las de la hipoteca y la prenda”**⁽¹¹⁰⁾.

Las garantías reales ofrecen a los acreedores un aislamiento casi total frente al riesgo de insolvencia del deudor. Tres han sido tradicionalmente las formas básicas de garantías reales conocidas en nuestro ordenamiento, prenda, hipoteca y anticresis, las tres experimentan y han experimentado un mayor o menor éxito, y todas, eso sí, se han caracterizado por una cierta falta de flexibilidad o cuando menos de la elasticidad necesaria para adaptarse a las nuevas exigencias en los circuitos financieros. No es este el momento de entrar en la polémica de si rige o no, en materia de garantías, un *numerus clausus* de derechos reales, que a la larga trata de reducir los costes que habrían de imponerse al sistema de crédito si se permitiera a las partes diseñar libremente nuevas formas de garantía con eficacia real. Pero lo que sí es cierto es que indudablemente las peculiaridades y demandas del tráfico mobiliario, así como la generalización de

(108) Conforme CRUZ MORENO, *La prenda irregular*, cit., p. 146.

(109) En igual sentido PANTALEÓN, “La cesión”, cit., pp. 1047 y 1050.

(110) DE CASTRO Y BRAVO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1985, p. 429: “Durante años se ha considerado como instrumento útil para obtener créditos y para garantizar el pago de lo debido; ventajas para el desarrollo económico que hacía cerrar los ojos respecto a sus posibilidades de abuso y fraude. En época más reciente, la venta en garantía de complejos de bienes, empresas o explotaciones, y la cesión en garantía de créditos futuros, ha hecho pensar que la **utilización incontrolada de la venta en garantía** viene resultando ya peligrosa para la sanidad del mismo crédito”.

las garantías, exigen ir más allá de las figuras simples. Las técnicas de ampliación permiten que las garantías cubran las deudas presentes y futuras que surjan de las relaciones comerciales entre deudor y acreedor garantizado⁽¹¹¹⁾. El apego a las tradicionales figuras de prenda e hipoteca no ha impedido una cierta ampliación —entendida esta como especialización en cuanto a los requisitos— del catálogo de garantías en aras de facilitar crédito y financiación, prueba de ello fue sin duda la hipoteca naval, la prenda sin desplazamiento y la hipoteca mobiliaria, los pactos de prohibición de disponer y de reserva de dominio. También se ha producido una adaptación de las garantías existentes a los nuevos activos que aparecen en el tráfico, pensemos en títulos cambiarios, endosos limitados, warrants, o por último la prenda de valores anotados en cuenta. En esta dinámica adaptativa también puede encuadrarse la venta en garantía, esto es, la transmisión de un bien en garantía de una obligación. La eficacia como garantía de una venta o transmisión en garantía no se encuentra propiamente en la posibilidad de apropiarse o adueñarse por parte del acreedor del bien entregado en garantía, no olvidemos el límite que marca el pacto comisorio. Este efecto sería en realidad el reflejo del fracaso de la garantía para obtener el cumplimiento de la obligación principal. La eficacia de la venta en garantía como auténtica garantía *atípica*, si es que se puede conceptualizar de este modo, consiste o al menos ha de consistir en conferir al acreedor un medio de presión al deudor para que éste satisfaga la obligación principal. Es lo que se conoce en la doctrina alemana como pacto de *Druckmittel*⁽¹¹²⁾. No cabe la menor duda de 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 aquellas, 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

(111) Conforme ROJO AJURIA, “La unificación del derecho de garantías reales mobiliarias. La experiencia del derecho comparado”, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil* (Nieto Carol y otros Coords.), II.1, Madrid, 1996, pp. 79 y ss.; SERICK, *Garantías mobiliarias en derecho alemán* (traducción de Carrasco Perera), Madrid, 1990, pp. 52-66.

(112) Vid. PAULUS, “Grundfragen des Kreditsicherungsrechts”, *JuS*, 3, 1995, pp. 185 y ss., esp. p. 186.

los terceros. Es decir, no se trata tanto de si los negocios y derechos reales son un catálogo cerrado o no, sino de preservar el principio de legalidad de las causas de preferencia, que necesariamente se traduce en un principio de *numerus clausus* de los derechos de preferencia⁽¹¹³⁾. No cabe duda de que una utilización inconsciente y masiva de causas atípicas de preferencia constituye un desvalijamiento del sistema de tutela conflictual del crédito, provocando el hundimiento del complejo edificio de la tutela preferencial del sistema crediticio⁽¹¹⁴⁾.

La venta en garantía, salvo la excepción de la Compilación Foral de Navarra (Ley 466), es una institución creada por la práctica, de origen consuetudinario y que no halla su plasmación definitiva en textos escritos⁽¹¹⁵⁾. El mecanismo que se emplea en aras de lograr un derecho de preferencia sobre un determinado crédito es harto conocido: el acreedor entrega una cantidad de dinero al deudor, y formalmente se hace o encubre esta entrega como precio de una compraventa. Formalmente el acreedor aparece como comprador existiendo en el contrato un pacto de recompra a favor del deudor cuando éste restituye el crédito o préstamo, es decir, cuando cumple la obligación debida. La admisibilidad de la figura en nuestro derecho ha quedado reflejada por

(113) 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.

(114) 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.

(115) CHIRONI, *Trattato, dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, I, Toeino, 2.ª ed., 1917, p. 23, señalaba cómo la construcción jurídica de las garantías reales tienen su fuente en el derecho asirio, la cosa dada en garantía pasaba a propiedad del acreedor, con la obligación de devolverla cuando fuese pagado el capital debido y los intereses: negocio idéntico a la antigua fiducia romana; PÉREZ ONTIVEROS BAQUERO, “Consideraciones en torno al pacto de fiducia *cum creditore*”, *RJN*, 1991, pp. 49 y ss., afirma que ante el fiduciante que conoce el pacto, el fiduciario no es un verdadero propietario, sino que ostenta una titularidad fiduciaria según terminología de DE CASTRO; para CÁMARA LAPUENTE, “La fiducia de garantía en Navarra”, *RJN*, 1992, pp. 167 ss., la fiducia es un derecho real típico de Navarra; LACRUZ, *Elementos*, II-1.º, *cit.*, p. 193, señala que la Ley 466 establece que una vez cumplida la obligación garantizada, el fiduciario deberá restituir y responder como el acreedor pignoraticio, pudiendo el acreedor quedarse con la cosa en caso de mora del deudor y previo pacto; según WITZ, “Le droit des sûretés réelles”, *RIDC*, 1985, p. 57, “Les transferts fiduciaires à titre de garantie étant une pure création de la pratique, leur régime juridique, notamment quant à la mise en peuvre de la garantie, repose tout entier sur la volonté des parties”. Señala a su vez CABRILLAC/MOULY, *Droit des sûretés, cit.*, p. 445, cómo el derecho francés es *alérgico* a la fiducia, admitiéndose la validez de negocios fiduciarios sobre inmuebles pero no sobre bienes muebles.

nuestra jurisprudencia, basándose o reposando en la libertad contractual. Libertad de las partes para crear la relación jurídica como tengan por conveniente, así como libertad en el ejercicio de los derechos subjetivos de disponer de ellos según la regulación que las partes establezcan, respetando siempre los límites impuestos por la ley, la moral y el orden público. Pero la pregunta es clara, ¿puede esta pretendida libertad contractual crear causas de preferencia o sólo la ley puede hacerlo? La doctrina y jurisprudencia española, por el influjo de los derechos alemán e italiano, han ido evolucionando desde la teoría más radical del negocio fiduciario (teoría del doble efecto), pasando por la teoría de la propiedad formal, para llegar a la teoría de la titularidad fiduciaria. No vamos a desmenuzar aquí los distintos pasos por los que ha ido evolucionando la teoría y doctrinas del negocio fiduciario al ser una cuestión que ha sido enormemente debatida y que se encuentra en una copiosa bibliografía. Esquemáticamente en la doctrina del doble efecto (con la paradigmática sentencia de nuestro Alto Tribunal de 25 de mayo de 1944) confluían en el negocio fiduciario dos efectos, uno real, por el que el fiduciario adquiere la propiedad del bien frente a terceros, y además un efecto obligacional, el cual regula internamente la relación entre fiduciante y fiduciario, y en la que el fiduciario debe transmitir o retransmitir el bien al fiduciante cuando éste restituya el crédito⁽¹¹⁶⁾. Frente a la tesis del doble efecto se ha utilizado la tesis del desdoblamiento de la propiedad distinguiendo entre titularidad formal y material, permaneciendo la propiedad en el fiduciante de cara al fiduciario, quien goza sólo de un derecho preferente⁽¹¹⁷⁾. En la teoría de la titularidad fiduciaria, el

(116) Sobre la teoría del doble efecto *vid.* GARRIGUES, *Negocios fiduciarios*, *cit.*, p. 20-21, quien reproduce la magistral definición de Ferrara; DE LOS MOZOS, “Negocio fiduciario”, *La Ley*, 1986-4, p. 1028; DE CASTRO, *El negocio*, *cit.*, p. 403-405; Son interesantes los considerandos de las SSTs de 8 de marzo de 1963 y 3 de mayo de 1976, ambas recogidas por VIDAL MARTÍNEZ, *La renta en garantía en el derecho civil común español*, Madrid, 1990, pp. 64 y ss., y 87 y ss.

(117) En esta tendencia, sobre todo a partir de la STS de 19 de mayo de 1982, en la que se abandonan los ropajes de la teoría del doble efecto, el deudor conserva la propiedad material, que nunca tuvo intención de transmitir, y puede hacerla valer frente al acreedor fiduciario y los terceros acreedores de aquél; sin embargo, el fiduciario, al aparecer como propietario formal, hace que el deudor no pueda oponer su propiedad frente a terceros subadquirentes de buena fe que creyeron en la propiedad del acreedor fiduciario. De este modo, su plena eficacia se proyecta únicamente en las relaciones internas, pero nunca podrá estar revestido de una eficacia y alcance más allá de lo que el propio instrumento jurídico utilizado se proponga. Por ello, si la compraventa es de mera garantía, no puede obtenerse más que la devolución íntegra de la cantidad adeudada, pero en ningún caso la incorporación del derecho de propiedad de modo definitivo al patrimonio del fiduciario. *Vid.* REGLERO CAMPOS, “Ejecución de las garantías reales mobiliarias”, en *Tratado de garantías en la contratación Mercantil*, Tomo II, Madrid, 1996, pp. 421-484, p. 441, y SÁNCHEZ LORENZO, *Garantías reales en el Comercio Internacional*, Madrid, 1993, p. 170.

fiduciario no adquiere la propiedad del bien ni siquiera frente a terceros, gozando meramente de una titularidad formal, no existiendo en todo el pacto de fiducia la intención de convertir al fiduciario en propietario⁽¹¹⁸⁾. De lo que no cabe duda es de que el negocio fiduciario se asienta en la *fides* o confianza depositada en el fiduciario con el consiguiente riesgo para el fiduciante.

Uno, entre otros, de los caballos de batalla en torno a esta figura es si existe o no simulación. Si bien se admite que venta y garantía son figuras bien distintas⁽¹¹⁹⁾, la una como contrato de cambio, la otra como cautela personal o real asignada al acreedor para tutelar la satisfacción de su crédito, se niega que haya simulación⁽¹²⁰⁾. Cuestión ya de por sí arduamente debatida en los diferentes ordenamientos, siendo a fin de cuentas una decisión de política legislativa. En nuestro país, una parte de la doctrina, en su afán de destruir la teoría del doble efecto, reconoce únicamente un negocio simulado, configurando el disimulado como un mandato o como una garantía real⁽¹²¹⁾. Dos son a nuestro juicio los problemas que es necesario determinar, primero, si el fiduciario adquiere o no la propiedad del bien que se le entrega, segundo, qué sucede con el bien objeto de la *fiducia* cuando el fiduciante no restituye el importe del crédito que le fue prestado. Sin olvidar por otra parte si el negocio fiduciario es capaz de crear una causa de preferencia atípica, pues el corolario lógico de

(118) La tesis de la titularidad fiduciaria es mantenida y expuesta por DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 435 y ss.: “El fiduciario no adquiere la propiedad (si se prefiere, ‘la propiedad material’) de la cosa confiada; ésta sigue siendo propia del fiduciante, aunque con la carga de haberla dejado en garantía al fiduciario, que queda en apariencia como su dueño (lo que se ha llamado ‘propiedad formal’). Esta distribución ‘realista’ de poderes corresponde al interés legítimo del fiduciante, pero también libera adecuadamente de responsabilidad al fiduciario”; PUGLIATTI, “Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia”, *RTDPC*, 1950, pp. 298 y ss., p. 341: “Il negozio traslativo con funzione di garanzia si può presentare prevalentemente: o come traslativo o come costitutivo di garanzia. Nella prima ipotesi, l’innesto della funzione di garanzia influisce sugli effetti del trasferimento, e trasforma la proprietà in proprietà *fiduciaria*; nella seconda, l’investitura nella proprietà prodotta dal negozio traslativo, trasforma la garanzia (reale) pura in una garanzia *più intensa*. Si ha, dunque, alternativamente o contemporaneamente: una *proprietà attenuata* o una *garanzia rafforzata*”.

(119) SESTA, *Le garanzie atipiche*, Padua, 1988, p. 1 y ss.

(120) Así la Resolución de la DGRN de 30 de junio de 1987 señala: “No puede el registrador inscribir la titularidad creada como un derecho real de garantía, pues ni la naturaleza ni extensión de este posible derecho real de garantía aparecen expresadas en la escritura con la precisión y claridad que exige el principio de especialidad, ni puede el registrador reflejar un derecho cuya naturaleza y extensión está en oposición con la denominación que se le da en la escritura (‘propiedad’)”.

(121) En este sentido DE CASTRO, *El negocio fiduciario*, cit., pp. 25 y ss.; FUENTESECA, *El negocio fiduciario en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Barcelona, 1997, p. 82.

admitir la validez del negocio fiduciario es la de que se consigue un efecto cuando menos análogo si no superior al de cualquier preferencia, pero eso sí esquivando los costes de publicidad que generan las garantías reales⁽¹²²⁾. El negocio fiduciario no es más que un negocio disimulado de garantía⁽¹²³⁾. Bajo la apariencia de un contrato (simulado) de compraventa se esconden los pactos (disimulados) de garantía. No podemos hablar de contrato de compraventa pues las partes nunca han querido transmitir la propiedad del objeto, si bien ambas consienten en ello. Ahora bien, la solución no se halla en sede de consentimiento sino en sede de causa. Una causa que no llega a existir y por lo tanto no hay compraventa, ya que no existe precio, que queda enmascarado en el crédito que se le concede al deudor-fiduciante⁽¹²⁴⁾. Eso sí, aunque se afirme que no existe causa porque el fiduciario no ha entregado nada a cambio de la venta en garantía, no perdamos de vista que esto mismo es lo que sucede con un contrato de mutuo por ejemplo. La nota de esta garantía es que el acreedor se presenta exteriormente como titular dominical de un bien, por voluntad del *verus dominus*, que le atribuye esa titularidad con fines de garantía. Es esta por tanto *una titularidad fiduciaria que tiene su origen en un pacto fiduciario*. El signo fiduciario se exterioriza en la transmisión en garantía como una propiedad condicionada de modo fiduciaria, por lo que a efectos externos el fiduciario adquiere sobre el bien un poder jurídico más amplio que el que requiere la finalidad del negocio, es decir, el fiduciario ha recibido externamente un conjunto de facultades que desbordan las que le resultaban precisas, pero no nos engañemos, el fiduciario sólo ha de proceder sobre la cosa en la medida permitida por el pacto obligacional⁽¹²⁵⁾. El negocio fiduciario es un negocio único

(122) Como bien señala GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 499, el negocio fiduciario sería un negocio en fraude de ley, pues evita los requisitos imprescindibles para la creación de causas de preferencia en el Derecho español. Además, es un negocio que se resuelve en daño de terceros, pues el derecho de preferencia que se atribuye al acreedor se ejerce frente a terceros acreedores que normalmente ignorarán la existencia de la causa de preferencia.

(123) Conforme entre otros MARÍN LÓPEZ, "Comentario a la Sentencia de 26 de abril de 2001", *CCJC*, 58, 2002, pp. 147 y ss., esp. p. 156.

(124) *Vid.* CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *cit.*, p. 1061, abogan por la tesis de la titularidad fiduciaria, pues es la que mejor se amolda a la estructura y naturaleza del negocio fiduciario; si bien sostener que el acreedor es titular fiduciario de un bien no es decir mucho, pues lo más interesante es analizar los efectos que semejante titularidad acarrea, no sólo en las relaciones entre el acreedor y el deudor, sino también en las relaciones con terceros.

(125) Sólo está facultado para hacer uso de su posición dominical en la medida de su interés de garantía, no pudiendo aplicar la propiedad a finalidades diversas, como por ejemplo, en su calidad de propietario fiduciariamente vinculado no podría donar la cosa. *Vid.* SERICK, *Garantías, cit.*, p. 35.

con una causa propia y singular que consiste en el afianzamiento del débito, esto es, la causa del negocio fiduciario no es la enajenación sino la garantía⁽¹²⁶⁾. Consecuencia de esta concepción de la causa es la negación de la transmisión de la titularidad tal y como la concebía la teoría del doble efecto. El fiduciante sigue siendo el titular real o material, porque la causa de garantía no justifica la transmisión plena e irrevocable. El fiduciario, por su parte, únicamente recibe una propiedad formal o aparente, titularidad fiduciaria que se apoya en el pacto fiduciario subyacente —mandato o garantía de préstamo disimulado o no—, pero no en el negocio transmisor de la titularidad⁽¹²⁷⁾. La venta en garantía no implica una verdadera transmisión de la propiedad del deudor al acreedor, quien no deviene propietario del bien, que sigue en propiedad del fiduciante deudor, aunque, eso sí, ha sido confiado en garantía al fiduciario que en apariencia se manifiesta como dueño. El acreedor fiduciario adquiere una mera titularidad formal que jamás será oponible al deudor como derecho de propiedad⁽¹²⁸⁾. A lo sumo esta garantía se exterioriza en un derecho de retención que se atribuye al acreedor fiduciario que ha recibido la posesión

(126) La causa del negocio fiduciario es proporcionar al crédito concedido o prorrogado una seguridad específica de garantía. Por todos, DE CASTRO, “El negocio fiduciario”, *AAMN*, 1972, p. 29; VIDAL MARTÍNEZ, *cit.*, pp. 218 y 220; MANZANARES SECADES, “Comentario a la STS de 11 de abril de 1988”, *CCJC*, 1988, n.º 17, p. 415, que señala expresamente: “...siendo nuestro Derecho un derecho causalista y no bastando la sola voluntad de adquirir y transmitir para provocar el efecto traslativo perseguido, es necesaria la existencia de una causa bastante, y la misma esencia de la garantía le priva de la virtualidad suficiente para justificar una transmisión definitiva del dominio”; en igual sentido la STS de 19 de mayo de 1989, que señala: “el negocio base de fiducia, es una garantía primitiva semejante a la prenda”.

(127) La titularidad fiduciaria es subordinada y transitoria por la causa, por el negocio de garantía que oculta. *Vid.* DE CASTRO, *op. cit.*, p. 29; SANTOS BRIZ, *Derecho civil*, I, Madrid, 1978, p. 606. Entre las más recientes Sentencias del Tribunal Supremo sobre la venta en garantía sobresale la de 26 de abril de 2001 comentada por MARÍN LÓPEZ, “Comentario a la Sentencia de 26 de abril de 2001”, *CCJC*, 58, 2002, pp. 147 y ss., así como la STS de 14 de marzo de 2002 que en línea con la anterior afirma que la transmisión de la propiedad en garantía “únicamente atribuye a los adquirentes de la garantía (fiduciarios) una titularidad meramente formal y un *ius retenendi*”.

(128) Así, la STS de 8 de marzo de 1988 parte de una afirmación crucial: el *pactum de fiducia cum creditore* no puede motejarse de contrato ficticio, aparente, o simulado o disimulado, sino real y existente y querido por las partes contratantes. Ahora bien, éstas “No pueden obtener más que la devolución de lo garantizado, pero sin que acceda a su patrimonio de modo definitivo el derecho de propiedad, al no ser esa la finalidad perseguida, que sólo quiso la garantía, sin voluntad de comprar o vender”.

del bien vendido en garantía. La propia finalidad de la venta en garantía conculca la causa propia del contrato de compraventa ⁽¹²⁹⁾.

A su vez una cuestión que no ha de dejarnos indiferentes es la posibilidad de una utilización abusiva de la figura por parte de las entidades de crédito. Pensemos así en la exigencia de garantías desproporcionadas o excesivas con la cuantía del capital prestado o acreditado, más los intereses correspondientes. Hasta qué punto por esta vía no se exigen garantías usurarias en relación a la operación de crédito ⁽¹³⁰⁾. Y si bien es cierto que no estamos ante un ámbito contractual en el que precisamente el legislador brinde, siquiera, protección a la clientela bancaria, la cuál ha tenido un escaso margen de negociación —si es que tuvo alguno—, es probable que incluso en la práctica y en los formularios bancarios existan cláusulas predispuestas que hagan referencia a la venta en garantía, por lo que se hace más difícil la aplicabilidad de la ley de condiciones generales de la contratación. Ahora bien, ello no empece a, si estamos ante un consumidor, interpretar como cláusula abusiva conforme al art. 10 bis y la disposición adicional primera de la Ley de defensa de consumidores y usuarios, que considera en su n.º 18 como cláusula abusiva aquella que imponga una

(129) En el derecho italiano BETTI, *Teoría general del negocio jurídico*, Madrid, 1949, pp. 219 y ss., señala que el *pactum fiduciae* actúa como causa encubierta del acto de disposición abstracto. Para BETTI la *causa fiduciae* limita la posición del fiduciario y, juntamente, le asigna una causa idónea para justificarla, que puede ser garantía, custodia, administración. Para este autor la relación es compleja en cuanto se interfieren un acto de disposición abstracto y un negocio obligatorio causal, que paralelamente es causa del primero; CARIOTA-FERRARA, *El negocio jurídico*, Madrid, 1956, p. 197 y ss., admite la propiedad plena e irrevocable del fiduciario sin limitación interna aunque con la obligación de usar del derecho transmitido en la forma pactada. Entienden que en el negocio fiduciario se transmite la propiedad plena de la cosa aunque rechaza la admisibilidad de tal negocio en el ordenamiento italiano; FERRARA, *La simulación de los negocios jurídicos*, Madrid, 1960, pp. 66 y ss., reconoce que la transmisión de propiedad, en su opinión la primera forma de negocio fiduciario está constituida por la transmisión de propiedad con fin de garantía; NITTI, voz “negozio fiduciario”, *Novissimo digesto Italiano*, vol. XI, Turín, 1968, pp. 203 y ss., niega la admisibilidad en Italia de los negocios abstractos de transferencia y, dado que a su juicio el negocio fiduciario es abstracto, rechaza cualquier reconocimiento de los negocios fiduciarios; JANNUZZI, *Le società fiduciarie*, Milán, 1988, p. 15-17 y 56, admite una propiedad *ad tempus*. En otra parte de su obra reconoce la existencia de un deber moral del fiduciario, idea compatible con su concepción de que el negocio fiduciario implica, más allá del mandato, un deber de lealtad en cumplimiento del fin asumido por el fiduciario y hay que entender que éste sería el sentido de la *causa fiduciae*; GALGANO, *El negocio jurídico*, Valencia, 1992, p. 442 y ss., tras equiparar la *fiducia cum creditore* a la venta en garantía, aboga por que la propiedad adquirida mediante un contrato fiduciario es plena e ilimitada.

(130) No tiene desperdicio la STS de 30 de junio de 1998, sobre usura en venta en garantía de un préstamo no bancario con un tipo del 20%.

garantía desproporcionada al riesgo asumido. Pero el problema no termina aquí, pues es probable que en el contrato principal de crédito se omita referencia expresa a la constitución de la transmisión en garantía, si bien lo normal es que la haya en el documento privado que complementa la operación. Y ello por supuesto sin olvidar la necesaria claridad, concreción y sencillez, amén de la prohibición de reenvíos a textos o documentos que no se faciliten previa o simultáneamente a la conclusión del contrato, a los que, en todo caso, debe hacerse referencia expresa en el documento contractual (por parafrasear el dictado del art. 10.1 del mismo texto legal). Por lo demás, téngase en cuenta cómo la ley 466 de la Compilación foral navarra cataloga entre las posibles causas de nulidad de la venta en garantía el fraude a otros acreedores, que el préstamo en cuestión sea usurario, o que se incida en la prohibición del pacto comisorio si el acreedor intentare quedarse con el inmueble dado en garantía.

1. La causa de la transmisión en garantía

La causa de garantía nunca puede ser suficiente para la transmisión plena del bien, sino para la constitución de un derecho de garantía, que supone una especial cotitularidad, ya que el acreedor gozará de ciertos derechos sobre la cosa, además de cierta prioridad frente a otros terceros. La causa de garantía, por tanto, es insuficiente e inhábil para la transmisión de todos los derechos que engendra la propiedad, mas sí lo es para la transmisión de aquellos derechos que componen el derecho de garantía⁽¹³¹⁾. No se trata, por tanto, de una transmi-

(131) No obstante en nuestro ordenamiento toda una pléora de autores se decantan por la plena transmisión de la propiedad; así: GÓNZALEZ PALOMINO, "La adjudicación para pago de deudas", *AAMN*, 1943, pp. 255-256; NAVARRO MARTORELL, "Notas sobre el concepto y la estructura de los negocios fiduciarios", *RDP*, 1950, p. 227; GARRIGUES, *Negocios fiduciarios*, *cit.*, p. 85, para quien la propiedad que adquiere el fiduciario no es formal sino una propiedad perfecta; CÁRCABA FERNÁNDEZ, *La simulación en los negocios jurídicos*, Barcelona, 1986, pp. 56-57, quien parece afirmar que la voluntad de las partes en el negocio fiduciario se dirige a transmitir realmente la propiedad; CASTÁN, *Derecho civil español común y foral*, [de los Mozos (revisado por)] I-2, 1987, p. 726-730; VIDAL MARTÍNEZ, *La venta en garantía en el derecho civil común*, Madrid, 1990, p. 184-230; en otra línea un grupo de autores niegan que se produzca una transmisión verdadera de la propiedad; así SOTO NIETO, "La titularidad del fiduciario en la fiducia *cum creditore*", *RJC*, LXIX, Barcelona, 1970, p. 531 y ss., entiende que la transmisión de propiedad al fiduciario se efectúa con el fin de servir de garantía al crédito concedido y este fin no implica una transmisión definitiva y absoluta sino funcional y transitoria; DE ÁNGEL YÁGÜEZ, "Problemas que suscita la venta en garantía en relación con los procedimientos de ejecución del deudor", *RCDI*, 1973, pp. 52 y ss., tras combatir la dualidad propiedad formal (del fiduciario) y propiedad material (del fiduciante), afirma que la creación de una nueva categoría dentro del dominio y su fundamentación en los negocios abstractos no encajan en nuestro sistema jurídico. No cabe que la venta en garantía produzca una transmisión de propiedad aunque tal resultado sea querido por las partes; DE LOS MOZOS, *El negocio*

sión dominical al acreedor (fiduciario) con carácter temporal, ya que la propiedad siempre la mantiene el deudor (fiduciante) ⁽¹³²⁾. Evidentemente estamos no ante una compraventa sino “ante un negocio fiduciario dirigido al limitado objeto de reforzar la obligación asumida” por el deudor-fiduciante ⁽¹³³⁾. Si la causa, entendida como propósito o fin económico-social que las partes pretenden alcanzar, es asegurar el cumplimiento de una obligación, no puede decirse que el fiduciante quiera transmitir plena, definitiva e irrevocablemente el bien en cuestión al fiduciario ⁽¹³⁴⁾. De este modo, y al radicar la propiedad del bien en poder del deudor, sólo él podrá ejercitar las reivindicatorias como acción inherente a su cualidad de propietario, como por ejemplo contra el propio fiduciario cuando haya sido satisfecha la deuda. Prueba de ello, y quiebra de la teoría del doble efecto, es que en caso de insolvencia o quiebra del fiduciario se otorga al fiduciante un derecho de separación de la masa, basado en el art. 908 del CdC pues nunca el fiduciario ha adquirido la propiedad del bien en virtud de un título

jurídico, Madrid, 1987, pp. 476-481; O'CALLAGHAN, *Compendio de Derecho Civil*, I, Madrid, 1992, p. 464, sostiene que el negocio fiduciario configurado por los pandectistas es inadmisibles en nuestro derecho por carecer de causa. Como ejemplo señala la compraventa de una cosa para garantizar una deuda; CLAVERÍA GOSÁLBEZ, *Comentarios al código civil* (Albaladejo/Díaz Alabart Dirs.), XVII, Madrid, 1993, p. 603, sostienen que no hay intención de transmitir la propiedad por venta sino de “constituir un depósito... o crear una garantía real”; LACRUZ, *Elementos*, II-I, *cit.*, p. 475; DÍEZ-PICAZO/GULLÓN, *Sistema*, II, *cit.*, p. 541, consideran exacto entender que hay una propiedad formal y otra real. En su opinión el fiduciante es el propietario real que puede ejercitar el *ius fruendi* y el *ius utendi* y hacer suyas las accesiones y mejoras.

⁽¹³²⁾ GARRIGUES, *Negocios fiduciarios*, *cit.*, p. 36: “el negocio fiduciario es un negocio causal (...) pero ¿cuál es la causa del negocio fiduciario? (...) Si la identificamos con la causa del contrato dirigido a la transmisión de la propiedad (...) surgirá inevitablemente la dificultad que SEGRÉ y CARIOTA-FERRARA pusieron ya de relieve: la mera finalidad de administración o de garantía, que encuentra su realización normal en el mandato y en la constitución de derechos reales de garantía, no puede ser causa apta para la transferencia del derecho de propiedad, porque habría una disonancia íntima que haría del negocio un negocio en desacuerdo consigo mismo, en contraste con su propia causa”; Sobre la causa en los contratos en garantía, LACRUZ, “La causa”, *cit.*, p. 709-755; BONET RAMÓN, en el comentario a una sentencia sobre negocio fiduciario, *RDP*, 1946, pp. 191-196, p. 196, dice: “Finalmente, consideramos que nada obsta en nuestro ordenamiento a la admisión de la validez del negocio fiduciario. El número de las causas justificativas de los negocios traslativos de propiedad no es, según nuestro código civil, un *numerus clausus* limitado a las *causae credendi*, *donandi et solvendi*. Pueden añadirse otras, y entre ellas también la *causa fiduciae*, que en último término puede entenderse comprendida entre las *causae credendi*, porque confiarse es creer”.

⁽¹³³⁾ Véase al respecto la STS de 4 de febrero de 1994, en la que queda probado la entrega del precio de la compraventa y, por tanto, la falta de base para sostener que existe un negocio fiduciario.

⁽¹³⁴⁾ Como bien señala GIORGIANNI, *La causa del negozio giuridico*, Milán, 1962, p. 29, la significación del elemento causal, al menos en el terreno del negocio del derecho privado, no se aleja nunca, en su desarrollo de los milenios de la inherencia a un acto idóneo para alterar las relaciones patrimoniales preexistentes.

legal e irrevocable; y, en caso de abuso del fiduciario, como la transgresión del pacto convencional, el fiduciante puede accionar frente al tercer adquirente de mala fe y reivindicar el bien. Al mismo tiempo será el fiduciante quien tenga que pechar con las consecuencias, como propietario del bien, de los daños causados por la cosa, el edificio, la máquina, etc., pero por otra parte será a él a quien correspondan los frutos civiles y naturales así como las accesiones de la cosa. En cualquier suerte de derecho susceptible de ser transmitido en garantía, la propiedad en garantía no es un dominio pleno e incondicionado, sino una propiedad condicionada de modo fiduciario, a diferencia de la reserva de dominio, que no es una propiedad fiduciariamente condicionada, sino dominio pleno del vendedor reservista ⁽¹³⁵⁾. No me cabe la menor duda de que incluso la transmisión en garantía puede también construirse bajo la forma de una condición resolutoria, de tal modo que la condición resolutoria para que el deudor adquiera la propiedad de la cosa sería la completa restitución del crédito. Ahora bien, lo normal es que en la práctica estemos generalmente ante transmisiones en garantía incondicionadas.

De esta forma, una compraventa en garantía no puede tener en el sistema español, en modo alguno, el fin de transferir la propiedad, toda vez que la presencia de un contrato de préstamo, cuyo cumplimiento pretende garantizar la compraventa, impide considerar como causa justa la transmisión del dominio, en cuyo caso se trataría de una compraventa simulada ⁽¹³⁶⁾. El problema de la causa de la transmisión del bien se resuelve analizando la intención de las partes en el negocio fiduciario: dicha intención es la de crear una garantía sobre el bien transmitido. Se habla de la *causa fiduciae* como propia de este negocio jurídico. Por ello, el convenio de garantía es un acuerdo fiduciario de naturaleza obligacional. De él resulta que el fiduciario adquiere un poder jurídico más amplio que el que requiere su interés de aseguramiento. Se le confía un derecho

(135) Cfr. SERICK, *cit.*, p. 34.

(136) FELIU REY, *La prohibición del pacto comisario y la opción de garantía*, Madrid, 1995, p. 122: "la finalidad de garantía no es causa idónea respecto al paso de propiedad (...) así lo ha entendido la STS de 7 de mayo de 1991 al establecer que *si la compraventa es de mera garantía no puede pretenderse con ello obtener, ni entre los propios contratantes ni ante terceros, el reconocimiento de un título transmisor del dominio* (...) es lo que ocurre con la venta en garantía (negocio fiduciario), pues consiste realmente en un supuesto de simulación (...) de forma que, como señalara la STS de 8 de octubre de 1981, '*esas enajenaciones significan en realidad una prenda disfrazada de compraventa*' "; para CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari*, Padua, 1933, p. 30, "la proprietà è ale solo se esiste e vale di fronte a tutti: uno o è proprietario o non lo è; una posizione intermedia, una posizione di proprietario soltanto nominale di fronte a determinate persone non è ammissibile; il fiduciario è proprietario, e quindi è proprietario di fronte a chiunque, senza eccezione".

pleno en lugar de una prenda limitativa de un derecho pleno⁽¹³⁷⁾. El problema que se deriva es que el negocio fiduciario encaja dentro de los moldes del negocio simulado relativamente, ya que aparentemente se presenta como una compraventa, mientras oculta la verdadera intención de las partes, que no es otra que constituir una causa de preferencia sobre el bien transmitido⁽¹³⁸⁾. Dicha finalidad de garantía dará lugar a un negocio válido amparado en el principio de la autonomía de la voluntad. El negocio fiduciario no es un negocio simulado absolutamente, sino que persigue un fin económico efectivo, aunque sea de un modo indirecto, como es la atribución de una propiedad formal al acreedor⁽¹³⁹⁾.

A su vez, la venta en garantía de una parte pretende garantizar el pago de un préstamo, no el pago de la adquisición de un bien, como en el caso de una reserva de dominio; de ello se desprende que en el primer caso los sujetos intervinientes serán un prestamista-entidad de crédito frente a un vendedor-comerciante en el segundo⁽¹⁴⁰⁾. No ignoremos que la propiedad reservada es un dominio ordinario, mientras que la propiedad en garantía resulta ser una propiedad fiduciaria. La causa será la de facilitar o proporcionar una seguridad a un

(137) Como bien señala SERICK, *cit.*, p. 86, en el convenio de garantía el constituyente de la garantía se obliga a transmitir en calidad de fiduciante un bien a su acreedor, que actúa como fiduciario, lo que quiere decir que el derecho manifestado externamente con carácter de derecho pleno se encuentra internamente vinculado al fin de seguridad.

(138) Para ARANDA RODRÍGUEZ, *cit.*, p. 146, entre las partes se niega la existencia de transmisión alguna y se reconduce la relación jurídica a la finalidad de garantía perseguida, otorgando a las partes las facultades de un acreedor con garantía real típica, es decir, se están borrando, en cierto sentido, los límites con el negocio simulado relativamente.

(139) En este sentido GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 499.

(140) Interesan al respecto las reflexiones de ALBALADEJO, “El llamado negocio fiduciario es simplemente un negocio simulado relativamente”, *AC*, 36, 1993, p. 675: “Si se analiza la venta en garantía, la realidad que ofrece es más simple y más compleja de lo que se nos ha dicho. Nos encontramos ante una escritura de venta. No frente a una *mancipatio* o al contrato transmisivo alemán. Por ello, la venta, como contrato causal y no abstracto, requiere una causa. Al no haber precio, el negocio de compraventa se revela como contrato simulado. **Por mucha fuerza taumaturgica que se vea en el término negocio fiduciario, nunca llegará hasta convertir lo falso en verdadero.** Puede la compraventa encubrir otro negocio. Este negocio disimulado será el de garantía. Mas los negocios de garantía, no son negocios independientes, sino que para su existencia requieren la de aquel crédito de cuyo cumplimiento responden. La venta en garantía corrientemente se usa para garantizar un préstamo. **El porqué y para qué del negocio fiduciario será entonces proporcionar al prestamista una seguridad más de cobro.** Esta será la causa de la *fiducia cum creditore*. Al escudriñar las interioridades del negocio fiduciario se descubre su carencia de propio sentido y su naturaleza de artificio empleado para servir resultados que caen dentro del ámbito de otras figuras jurídicas, las que imprimen distinto y específico carácter”.

crédito. Una causa de garantía análoga a la de la prenda o hipoteca. No perdamos de vista que la *fiducia* no es la causa sino el motivo de la transmisión fiduciaria. Ante esta situación, la pregunta que debemos hacernos es ¿qué ventajas, si es que las hubiere, reporta entonces la venta en garantía frente a estas figuras salvo ser una garantía oculta sin publicidad frente a terceros? Consecuencia del negocio celebrado por ambas partes, se le atribuye al acreedor un poder directo sobre un bien que se entregó por causa de garantía, eso sí, siempre y cuando la venta en garantía vaya acompañada de la transmisión de la posesión del bien y el acreedor fiduciario haya recibido efectivamente la posesión del bien. El fiduciario adquiere un derecho pleno, como es el caso del dominio, ahora bien, su naturaleza, sin embargo, dista considerablemente de la que es propia de una titulación dominical ordinaria. Por otra parte, dada su condición fiduciaria, el objeto gravado puede ser un bien superior al valor del crédito garantizado, situación que no se produce en la reserva de dominio, toda vez que el bien gravado se corresponde con el mismo bien cuya adquisición se financia y garantiza ⁽¹⁴¹⁾. Y eso sí, el límite de admisibilidad de los negocios fiduciarios se encuentra en la prohibición del pacto comisorio, amén de que la desproporción entre el valor del crédito o el valor del bien objeto de la transmisión puede constituir un supuesto de enriquecimiento sin causa ⁽¹⁴²⁾.

En otras palabras, o se transmite la propiedad o no se transmite, y la sucesión de preguntas es inevitable: ¿Existe causa de transmisión? ¿Hay intención de transmitir la propiedad o simplemente una causa de garantía?; y si por el contrario admitimos una distinción entre propiedad formal y material, ¿qué es y en qué consiste esta propiedad formal?, ¿es que acaso se ha transmitido una propiedad a medias, o sólo algunas facultades, y cuáles son éstas? O existe transferencia de propiedad o no existe.

A su vez, los efectos derivados de la aplicabilidad de los distintos sistemas de transmisión se proyectan en un momento tan crucial como es el de la nulidad. Si la venta en garantía como contrato se rige por un ordenamiento como el alemán, tributario del principio de abstracción, la eventual nulidad de la obligación principal —préstamo—, no afectará a la validez de la venta en garantía, ni repercutirá, por tanto, en la adquisición del derecho real. Por el contrario, dentro de las coordenadas de un sistema causalista como el español, la nulidad del contrato de préstamo del que trae causa la venta en garantía supone la nulidad

(141) Vid. SÁNCHEZ LORENZO, *cit.*, p. 167, quien concluye: “Ambas circunstancias provocan que la venta en garantía sea una operación susceptible de vulnerar las disposiciones de orden público de un determinado ordenamiento previstas para combatir el delito de usura”.

(142) Vid. RDGRN de 10 de junio de 1986 (RJ 3840), así como DÍEZ-PICAZO, *Dos estudios sobre el enriquecimiento sin causa*, Madrid, 1988, pp. 94 y ss.

sobre la venta en garantía, y en consecuencia, la inexistencia de derecho real alguno ⁽¹⁴³⁾.

La utilización del efecto traslativo del dominio de una compraventa para garantizar el cumplimiento de una obligación, puede articularse a través de múltiples figuras o mecanismos jurídicos, desde la simple venta, a ventas sometidas a condición, ya suspensiva, ya resolutoria, hasta ventas con pacto de retro, el *leasing*, la venta *a réméré* o la cesión de créditos fiduciaria, etc. Pero una cosa debe quedar meridianamente clara: un contrato cuya causa sea la finalidad de garantía es acto idóneo para constituir el derecho de garantía sobre la cosa, pero nunca acto idóneo para modificar la titularidad dominical, ni *inter partes*, ni frente a terceros. Como bien se ha señalado, la admisión de las transmisiones de propiedad con fines de garantía **no es sino una regresión a la fiducia romana** ⁽¹⁴⁴⁾. No existe en el ánimo de las partes la intención de efectuar la transmisión ⁽¹⁴⁵⁾. El que enajena en un negocio fiduciario no desea transmitir sino *ga-*

(143) DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 431: “No parece, pues, que haya nada que se oponga a la validez ‘inter partes’ de la venta en garantía. La posibilidad de que ella oculte la imposición de una cláusula comisorias en favor del fiduciario o prácticas usurarias, podrá siempre ser reprimida por los tribunales, como actos en fraude a la ley”; FERRARA-CARIOTA, *I negozi fiduciari*, cit., p. 103: “Nell’ordinamento giuridico tedesco, come già nel diritto romano, il negozio fiduciario consiste nel trasferimento astratto, nel trasferimento puro e semplice di diritto (diritto di proprietà, credito) a mero scopo di garanzia o di mandato, scopo che si riflette in un rapporto obbligatorio, che ha per oggetto principale l’obbligo del fiduciario di compiere, all’esaurimento del fine convenuto, un nuovo trasferimento puro e semplice, astratto, a vantaggio del fiduciario stesso (retrotrasferimento), o di persona da lui indicata”; FERRANDIS VILELLA, “Introducción al estudio de los derechos reales de garantía”, *ADC*, 1960, pp. 37 y ss., p. 60: “El derecho moderno conoce alguna figura en la que, sin que exista propiamente el elemento fiduciario, sí que existe el otro elemento: la propiedad cumpliendo una función de garantía (...) Pero, de todos modos, estos supuestos quedan fuera del campo de las garantías reales, ya que no se trata de derechos reales sobre cosa ajena”.

(144) LACRUZ, “La forma constitutiva en la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento”, *AAMN*, 1961, p. 349.

(145) ALBALADEJO, “El llamado negocio fiduciario es simplemente un negocio simulado relativamente”, *AC*, 36, 1993, p. 663: “el llamado *negocio fiduciario*, denominación creada por Regelsberger, extremo que muchos autores recogen, **es ni más ni menos que un negocio simulado**, en otras palabras, que el **tan cacareado negocio fiduciario es un vulgar negocio falso** (...) mi postura en el tema del negocio fiduciario, no es de rechazar una cierta construcción o teoría sobre él y admitir otra, sino simplemente la de negar su propia existencia autónoma”, y en la p. 675 es categórico: “lo que se declara en el negocio externo (querer la transmisión real) no responde a la voluntad verdadera, que es sólo la que recoge el negocio interno (querer garantizar, por ejemplo), así que, aquél constituye un negocio simulado, y éste uno disimulado, que vale según el art. 1276. Cuando autores o sentencias dicen, pretendiendo distinguir la fiducia de la simulación, que en aquella el negocio es querido y en ésta no, **dicen una verdad a medias**, y, así, **engañosa**, porque donde no se quiere nada, y se distingue la fiducia de la simulación, es si ésta es absoluta, pero si es relativa, el negocio disimulado se quiere, aunque no

rantizar, con lo que la parte interna del negocio fiduciario lo único que demuestra es que no se quiere la transmisión real. La parte exterior del negocio fiduciario es querida pero no en sí sino para que oculte otro negocio que es verdadero. La intención de las partes no es la de convertir a alguien en propietario.

Son, en cierta medida, garantías reales atípicas tipificadas por la práctica. Admitida la viabilidad de un *numerus apertus* de derechos reales por un lado, y vista la relación directa que une al acreedor con la cosa por otro, cabría quizás, el reconocimiento de una cierta preferencia frente a los demás acreedores, si los hubiera, con lo que hipotéticamente y en consecuencia sería viable la posibilidad de que en un futuro no muy lejano tuviesen acceso al registro de la propiedad, y en su caso al registro de bienes muebles, como tales derechos garantizadores atípicos⁽¹⁴⁶⁾. Lo trascendente en suma es la intención de las partes de dotar a este poder y por ende, gestión fiduciaria o confiada de cierta imbricación real. No en vano, se ha considerado a la transmisión fiduciaria de la propiedad con fines de garantía como el exponente más característico de los llamados “derechos de propiedad-garantías imperfectos”. Se dice que, tanto por su naturaleza como por sus efectos, se aproxima más que a un derecho de propiedad, a un derecho pignoraticio clásico o, en todo caso, se le podría calificar de “*pseudoderecho en propiedad con garantía*”⁽¹⁴⁷⁾.

En nuestra doctrina se ha tratado de distinguir entre la venta en garantía y la venta con pacto de retro, ambas utilizadas con idéntica finalidad. En el segundo caso, el fiduciante dispondría de un derecho externo de naturaleza real, en el

el simulado, mas tal cosa es lo mismo que en la fiducia, donde es querido lo interno, y no el exterior, es decir, que la fiducia aunque se distinga de la simulación absoluta, es igual a la simulación relativa, o, más exactamente, es un caso de ella, pues en las dos hay la misma dosis de querer y la misma de no querer.”

⁽¹⁴⁶⁾ En este sentido FUENTESECA, *cit.*, p. 226, y en p. 209 y ss.; esta autora defiende que en realidad estamos ante un negocio simulado e intenta demostrar que el negocio disimulado en la venta en garantía puede configurarse de dos modos: o bien mantener que concurre un mandato cuyo objeto está constituido por un negocio de garantía, ya que la causa del negocio es una causa de garantía semejante a la que subyace en la prenda o en la hipoteca, o bien, otra posibilidad sería la de prescindir de la idea del mandato y reconocer simplemente una garantía atípica. En el primer caso la autora defiende la existencia de un mandato con un fin especial. El que recibe la cosa confiada para un fin (mandatario) cumple una misión transitoria, una función de confianza como tal mandatario que no le convierte en dueño verdadero. Se trata de un negocio de garantía articulado como un mandato que consiste en la obligación de devolver la cosa si se satisface la deuda por el mandante-fiduciante o, en caso de impago del débito, está facultado el mandatario-fiduciario para vender.

⁽¹⁴⁷⁾ *Vid.* SÁNCHEZ LORENZO, *cit.*, p. 158; también CUENCA GARCÍA, “La ‘venta en garantía’ en el ámbito bancario”, en *Estudios sobre jurisprudencia bancaria* (CUÑAT/BALLARÍN Dirs.), Elcano, 2000 (existe segunda edición), p. 545.

cual faltando el pago en el plazo previsto para retraer, el comprador-acreedor consolida su adquisición, sin que quepa hablar de un *ius retenendi* o *distrahendi* ⁽¹⁴⁸⁾. Este pacto subordina la transmisión de la propiedad al íntegro pago del precio, y en sus términos esenciales “es una cláusula de garantía que confiere al vendedor el poder de reivindicar el bien en caso de resolución del contrato por incumplimiento del comprador” ⁽¹⁴⁹⁾. El vendedor quiere realmente vender la cosa y el comprador la adquiere asimismo *animus domini*, siendo intrascendente a estos efectos que el vendedor se reserva la facultad de recobrar la propiedad de la cosa ⁽¹⁵⁰⁾. El problema y en ocasiones la confusión entre ambos tipos de compraventa estriba en que tras la apariencia de un contrato de compraventa con pacto de retro (negocio simulado), lo que las partes pretenden celebrar es una transmisión de la propiedad en garantía (negocio disimulado). No debemos albergar duda alguna de que la distinción se funda en la diferencia de causa de ambos contratos. La venta con pacto de retro responde al perfil, contenido y función del contrato de compraventa, produciéndose una transmisión de la propiedad del vendedor al comprador, quien deviene propietario con independencia de que pueda o no tratarse de una propiedad temporal. Además el vendedor tiene un derecho real a recuperar el bien ejercitable *erga omnes*. En cambio en la venta en garantía el vendedor (deudor) tiene derecho a recuperar el bien, mas ese derecho es relativo, tiene carácter personal, ejercitable únicamente frente al comprador (acreedor), y eso sí, siempre y cuando el acreedor (comprador) no transmita ese bien a un tercero de buena fe a quien protege el principio de la apariencia.

De forma especial el ordenamiento alemán ha sido el más proclive a utilizar la propiedad para articular un nuevo sistema de garantías mobiliarias. Fruto sin duda de un esfuerzo de renovación en la técnica jurídica en este sector, han

⁽¹⁴⁸⁾ En este sentido CARAMES PUENTE, *cit.*, p. 141; VIDAL, *cit.*, p. 187: “aunque el aseguramiento haya dado motivo a la utilización de la compraventa con pacto de retro, la figura sigue siendo una compraventa. En estos casos, el propósito empírico de las partes se ha obtenido, mediante el recurso a una figura típica, que se adapta muy fácilmente a la susodicha utilización”.

⁽¹⁴⁹⁾ BIANCA, “L’a vendita e la permuta”, *Trattato di diritto civile* (VASALLI Dir.), Turín, 1972, p. 522; LUIZZI, *cit.*, p. 65: “La cosa será dada en propiedad al comprador que tendrá sobre esta el actual goce del bien, salvo, la existencia de la garantía a favor del vendedor, que por no estar en posesión del bien, se verá prácticamente garantizado en caso de incumplimiento por parte del adquirente”.

⁽¹⁵⁰⁾ Cfr. MARÍN LÓPEZ, “Comentario a la Sentencia de 26 de abril de 2001”, *cit.*, pp. 147 y ss., esp. p. 153, quien además señala cómo el hecho de que con la venta con pacto de retro las partes persigan una finalidad de garantía no desnaturaliza la causa típica del contrato. El fin atípico de garantía constituye un motivo lícito común a los contratantes.

logrado un sofisticado desarrollo de las garantías mobiliarias en base al instrumento de la propiedad⁽¹⁵¹⁾. La motivación de este movimiento de revisión no era otro más que intentar eliminar el principio de la desposesión vista la amenaza de sustraer gran parte del capital empresarial a toda posibilidad de ser utilizado como objeto de garantía mobiliaria⁽¹⁵²⁾. En los ordenamientos latinos, como correlato lógico al sistema de transmisión de bienes y derechos, tal planteamiento es fuente de innumerables confusiones, perplejidades y anomalías⁽¹⁵³⁾.

Paralelamente en el ordenamiento norteamericano se han alcanzado las cotas más elevadas de renovación en la técnica jurídica, destipificándose los derechos reales de garantía para refundirlos en la creación de un único y omnicompreensivo contrato y derecho de garantía sobre bienes muebles⁽¹⁵⁴⁾. El *Uni-*

(151) REGELSBERGER, "Zwei Beiträge zur Lehre von der Cession", *Archiv für die Zivilistische Praxis*, 1880 (LXIII), Pandekten, p. 158 y ss., distinguía entre el negocio vacío (que carece de voluntad jurídica) y el negocio encubierto u oculto, en el que concurre dicha voluntad jurídica. Como ejemplo de negocio fiduciario cita la transmisión de la propiedad con fin de prenda. En el supuesto de endoso de propiedad fiduciaria las partes, al realizar un endoso de propiedad con fines de cobro, desean que el endosatario adquiera el crédito de la letra. El endosatario es acreedor cambiario y, en caso de concurso del endosatario, el crédito cambiario pertenece a su masa concursal. Admite que el endosatario no es un mero mandatario de su endosante sino que está legitimado por sí mismo frente al deudor cambiario.

(152) En este sentido LIUZZI, *cit.*, p. 64, n. 34, quien aboga: "In Italia però, il nostro ordinamento non è ancora riuscito a dare profondi mutamenti vista la relatività delle risposte a queste trasformazione sociale, la cui spinta propulsiva è stata l'affermarsi della tecnica del finanziamento esterno dell'impresa".

(153) En el ordenamiento italiano, a pesar de los esfuerzos de la doctrina el continuo llamamiento a la prohibición del pacto comisorio ha determinado una limitación al uso generalizado de la reserva de la propiedad. En este sentido *vid.* TUCCI, "I privilegi", en *Trattato di Diritto Privato. Tutela dei Diritti, I* (Rescigno Dir.), vol. 19, Turín, 1986, pp. 449-628, esp. p. 467: "Quanto al trasferimento fiduciario di beni a scopo di garanzia, sono note le ragioni per le quali una consolidata tradizione dottrinale, per lo più seguita dalla giurisprudenza, anche se varie volte contestata, ha negato la stessa ammissibilità del negozio fiduciario nel nostro ordinamento. L'uso a scopo di garanzia dello schema negoziale in esame è risultato, di conseguenza, precluso alla pratica degli affari per ragioni di ordini generale, oltre che per specifiche ragioni riguardanti l'ambito delle garanzie".

(154) En este sentido ROJO AJURIA, "Las garantías mobiliarias", *cit.*, p. 736, para quien con esta destipificación y correlativa tipificación de un único contrato de garantía y del derecho de garantía sobre bienes muebles se brinda la mejor herramienta técnica para la articulación del sector de las garantías mobiliarias. "Sólo de esta forma se pueden superar ciertas controversias jurídicas que se alimentan a sí mismas, como la del negocio fiduciario o la propiedad con fines de garantía"; p. 745: "El art. 9 prescinde de las distinciones formales, y se aplica a todas las transacciones cuya finalidad sea crear un derecho de garantía sobre bienes muebles y pertenencias, y el único término derecho de garantía (security interest) sustituye a los varios términos descriptivos que han crecido en el common law bajo un siglo de leyes".

form Commercial Code se convierte en muestra del potencial de racionalización, clarificación y unificación que puede tener la ley y la intervención del legislador en un ordenamiento jurídico. Se propende en suma hacia una garantía al servicio de los circuitos de financiación ⁽¹⁵⁵⁾. La generalización de la garantía mobiliaria se basa ante todo y sobre todo en razones de eficiencia económica. Se reducen con ello los costes de negociación de futuras garantías, evitando al mismo tiempo los problemas con terceros ⁽¹⁵⁶⁾.

1. La conversión de la propiedad fiduciaria

Los detractores de la figura centran su crítica en considerar que la figura no es más que una fórmula simulada y fraudulenta de quebrar un sistema de garantías de base pignoraticia, partidaria de la interdicción comisorio ⁽¹⁵⁷⁾. Por contra, los sistemas que admiten la fórmula evitan ese mismo fin fraudulento al atribuir a la venta en garantía el carácter de un privilegio pignoraticio, no reconociendo, *de iure*, una auténtica transferencia de la propiedad, exceptuando de nuevo al derecho foral navarro, que deja esta cuestión a la autonomía de los contratantes ⁽¹⁵⁸⁾. De este modo habría que interrogarse de un lado si el acreedor fiduciario ante el incumplimiento de la obligación principal por parte del fiduciante dispone o no del *ius distrahendi*, pudiendo proceder a la realización del bien “vendido” en garantía, y de otro, habría que interrogarse además si éste tiene una preferencia para el cobro. Cuestión que no ha sido resuelta definitivamente ni por la doctrina ni por la jurisprudencia. Es este el momento de dilucidar entonces si podemos o no hablar de una conversión o principio de transformación —*Umwandlungsprinzip*— de esta compraventa en garantía en una auténtica y tradicional forma garantoria, como son o bien una prenda, o bien una hipoteca. Sobre todo en situaciones de crisis que nos llevan a considerar que la situación jurídica del fiduciario no es la de un propietario pleno sino *mutatis mutandis* la de un titular de una prenda oculta gracias, digamos, a una innata

(155) Para GILMORE, *cit.*, p. 361, el art. 9 al menos da a los acreedores que proporcionan el capital necesario a una empresa la **oportunidad de protegerse contra el monstruo devorador de los privilegios legales**.

(156) Sobre la racionalidad económica de las garantías *vid.* JACKSON/KRONMANN, “Secured financing and priority among creditors”, *YLJ*, 88, 1979, p. 1166 y ss.

(157) GETE-ALONSO, actualizando la obra de ENNECERUS-NIPPERDEY, *Derecho civil*, I, 2, vol. 1, Barcelona, 1981, p. 137, señala al hilo de la ductibilidad pacto comisorio-venta en garantía: “¿qué más pacto comisorio que el no aceptar, de entrada el acreedor, una garantía típica y querer la propiedad? Es este el único punto que puede hacernos pensar en la no admisión del negocio fiduciario *cum* garantía, en nuestro sistema; dado el supuesto de que supondría una violación de la prohibición del pacto comisorio”.

(158) En este sentido SÁNCHEZ LORENZO, *cit.*, p. 159.

permeabilidad de la figura. En cierto sentido podemos hablar de efectos cuasi-reales del pacto de fiducia. Es decir, ¿se convierte o no la transmisión fiduciaria en un derecho de preferencia en todo similar al que confiere una garantía real? Así, si la venta en garantía recae sobre un bien mueble, con entrega del mismo al acreedor fiduciario, no habría mayor problema en admitir su conversión en un derecho de prenda, eso sí, siempre que la cosa vendida pertenezca al deudor fiduciante y tenga la libre disposición del mismo ⁽¹⁵⁹⁾. De este modo, y en tanto que acreedor prendario, no habrá inconveniente en ejercitar su *ius distrahendi* para proceder a la enajenación del bien en aras de cobrar su crédito, bien conforme a la ejecución extrajudicial del art. 1872 del CC, bien mediante el procedimiento de ejecución previsto en los arts. 681 y ss. de la LEC. Por su parte gozará el acreedor pignoraticio de la preferencia establecida en los arts. 1922.2.º y 1926 1.º del CC, eso sí, conforme a los dictados del ordenamiento civil siempre y cuando conste en documento público la certeza de la fecha del contrato de compraventa *mutatis mutandis* según el art. 1865 del CC relativo a la prenda. Pensemos por otra parte en las funciones de esta *fiducia* en caso de concurso sobre el patrimonio del constituyente de la garantía. Aplicando la consecuencia del principio de conversión, con la apertura del concurso desaparece la propiedad del acreedor garantizado, pasando ésta de nuevo a titularidad del deudor concursado. A este acreedor garantizado, en lugar del dominio que desaparece o vuelve a su *verus dominus*, se le asigna sobre la cosa una legitimación (jurídica real) propia de acreedor prendario, por lo que le es reconocido un derecho de satisfacción preferente, y que, al mismo tiempo, implica una legitimación con una intensidad menor que la que corresponde al derecho pleno. Se reordenan por tanto los poderes jurídicos, ya que como propietario al fiduciario le hubiera correspondido la facultad de ejercitar la *separatio ex iure domini*, en cuanto no perteneciente a la masa de la quiebra, pero, en mérito al principio de conversión, la cosa sí pertenece a la masa de la quiebra, mas se halla afecta a una satisfacción preferente en virtud de un derecho de prenda converso ⁽¹⁶⁰⁾.

(159) Conforme, GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 500; CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *cit.*, p. 1066; DE ÁNGEL, “Problemas que suscita la ‘venta en garantía’ en relación con los procedimientos de ejecución del deudor”, *RCDI*, 1973, 494, p. 47 y ss., esp. p. 60; PANTALEÓN, “Cesión”, *cit.*, p. 1049.

(160) Como bien señala SERICK, *cit.*, p. 88, el círculo se cierra; si el deudor concursado hubiese desde un principio entregado la cosa al acreedor en concepto de prenda —no habérsela transmitido en propiedad— hubiera permanecido desde entonces en dominio del deudor y, como tal dominio, se hubiera integrado en la masa del concurso. El acreedor prendario hubiera estado legitimado para satisfacerse de modo preferente sobre la cosa. Lo que el legislador quiso haber conseguido con el derecho de prenda lo consigue ahora la economía a través de la propiedad en garantía de origen consuetudinario. En uno y otro caso el acreedor asegurado sólo dispone de un derecho de satisfacción preferente sobre la cosa en el concurso del deudor.

Desde la perspectiva del concedente de la garantía, su situación experimenta excepcionalmente una transición desde la simple pretensión obligacional a la restitución de la cosa —una vez satisfecha la finalidad de garantía— a la posición, más intensa, propia de un titular de un derecho pleno, ya incluso antes del momento en que quede satisfecha la finalidad de garantía ⁽¹⁶¹⁾.

Cuando la venta en garantía recae sobre un bien inmueble, hemos de cuestionarnos si cabría entonces hablar de su conversión en un derecho de hipoteca. Por lo de pronto, sólo podría plantearse esta posibilidad cuando la venta se ha documentado en escritura pública y a su vez se ha inscrito en el Registro de la Propiedad, pues de otro modo no se satisfarían los requisitos necesarios para constituir el derecho real de hipoteca. Antes, cuando menos, debemos interrogarnos si en nuestro Registro cabe la posibilidad de inscribir transmisiones fiduciarias, es decir, si cabe que el Registro publique una titularidad formal o aparente distinta de la material o sustantiva. Parece que en la práctica nada impide que el titular formal pueda inscribirse para poder después vender o enajenar los inmuebles y cobrar el crédito si no le es restituido, en base al art. 2.3 de la Ley Hipotecaria ⁽¹⁶²⁾. Como bien se ha señalado, en puridad el derecho inscrito no es una hipoteca, sino un derecho de propiedad sobre un bien, por lo que en estrictos términos jurídicos podría negarse la consideración del acreedor como hipotecario a efectos sobre todo de privilegios ⁽¹⁶³⁾. El hecho de que se considera al acreedor fiduciario como hipotecario no implica que pueda ejercitar la acción ejecutiva directamente contra el bien vendido en garantía, a través del procedimiento judicial de ejecución hipotecaria previsto en los arts. 681 y ss. de la LEC. En efecto, para utilizar este procedimiento es indispensable que en la escritura de constitución hipotecaria se determine el precio en que se tasa o valora la finca hipotecada, como tipo para la subasta.

De este modo, y en cierto sentido, la admisión de la conversión nos lleva ineludiblemente a plantearnos entonces cuál es la *ratio* de estas figuras cuando

(161) Cfr. SERICK, *cit.*, p. 37.

(162) *Vid.* al respecto el criterio en cierto sentido contrario pero compatible de la DGRN en su Resolución de 30 de junio de 1987 y el correlato que a la misma efectúa la STS de 8 de marzo de 1988, así como la exposición que realiza CUENCA GARCÍA, *cit.*, p. 546.

(163) Conforme CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *cit.*, p. 1068, quienes entienden que este obstáculo podría salvarse si se entiende que el fundamento de la aplicación rigurosa de los privilegios no está en la utilización de ciertas fórmulas nominales, sino en la observancia de los requisitos legales que estas figuras presuponen, y que los terceros acreedores o adquirentes del fiduciante, que ven publicado en el Registro de la Propiedad un derecho de propiedad, no pueden considerarse sorprendidos en su perjuicio cuando el derecho verdadero es más favorable para ellos. Aboga también por la conversión GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 500, en la que el acreedor debe ser tratado, a efectos de preferencia de su crédito, como un acreedor hipotecario.

a la postre y, para el caso de incumplimiento de la restitución del crédito, no tienen otro remedio para sobrevivir que convertirse en una garantía real a la vieja usanza. ¿Para qué crear toda esta apariencia cuando no ficción? Incluso desde un plano meramente económico, ¿acaso no es más preferible la constitución de hipotecas para evitar los elevados costes sobre todo registrales y fiscales de dos transmisiones a título de propiedad encadenadas? Piénsese que un contrato de transmisión en garantía de una finca requiere un costoso documento notarial al tiempo que estaría sujeto al impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, pero lo mismo sucede con la retrocesión — siempre que la deuda fuera extinguida y el inmueble retransmitido al deudor— estando por segunda vez sujeto a idénticos costes. Amén de que toda esta conversión se ampara en un difuso principio según el cual la calificación de un negocio jurídico depende de su contenido y no de la nomenclatura adoptada por las partes⁽¹⁶⁴⁾. La propiedad en garantía de acuerdo con los principios que le son inmanentes, y que se explican por los efectos jurídicos cuasirreales de la fiducia en garantía, ante situaciones de crisis patrimoniales, procede a una reordenación del poder jurídico de las partes, llegando a producir en determinados casos incluso un robustecimiento de la posición jurídica del fiduciante en detrimento de un debilitamiento de la posición del fiduciario. La particularidad jurídica de la propiedad fiduciaria provocará que se admita un cierto margen de oscilación entre el derecho de propiedad y la prenda, de lo que se deriva que unas veces la posición de propietario corresponde al fiduciario (como por ejemplo en el supuesto de una enajenación del bien fiduciado contraria a los acuerdos pactados con el fiduciante), y otras al fiduciante (como por ejemplo en caso de concurso del fiduciario).

2. La prolongación de la transmisión en garantía

Al margen de la configuración dogmática de la figura en cuestión, se ha producido en los últimos años una lucha por parte de instituciones financieras y asociaciones profesionales de comerciantes por extender estas fórmulas de pro-

⁽¹⁶⁴⁾ En este sentido, DE ÁNGEL YÁGÜEZ, *cit.*, p. 61, cree que el fundamento de la aplicación rigurosa de los privilegios *debe estar* no tanto en la cobertura de ciertas fórmulas nominales, sino en la observancia de las garantías que esas figuras legales presuponen. Más modernamente GARRIDO, *Tratado, cit.*, p. 500, afirma cómo se demuestra que, en todo caso, el principio de tipicidad de las causas de preferencia debe aplicarse en toda situación, y que las causas de preferencia “atípicas” sólo son válidas en la medida en que sea posible reconducirlas a causas típicas de preferencia. En realidad no hay garantías atípicas, sino una simple *variatio nominis*.

propiedad en garantía ⁽¹⁶⁵⁾. Sin duda la evolución tiende a satisfacer y adaptarse a las necesidades del proceso productivo y a obtener la máxima reducción de costes. Donde mayor proyección y auge han adquirido es, sin duda, en el derecho alemán, produciéndose una prolongación en dos planos, horizontal y vertical. El camino hacia la complejidad de los sistemas de garantías está servida. En la primera dirección, prolongación horizontal, supone una extensión de la garantía en función de la dinamicidad de las relaciones continuas y habituales de las partes. Así, la garantía, además de asegurar el pago de un bien o la financiación de un préstamo, propende a extenderse sobre cualesquiera relaciones crediticias entre las partes. Esto se conoce además como formas de ampliación de la garantía. Por su parte la prolongación vertical de los derechos de propiedad en garantía pretende, en suma, que la garantía afecte no sólo al bien perfectamente identificable en el momento de constituir la relación, sino también a ese mismo bien cuando es objeto de transformaciones y ulteriores reingresos en el tráfico comercial. Ciertamente hemos de distinguir entre bienes estáticos y bienes dinámicos ⁽¹⁶⁶⁾.

Estos bienes dinámicos, para gravarlos con un derecho de propiedad en garantía, es preciso, cuando son vendidos, una extensión vertical, que permite proyectar la garantía, bien reproduciendo la garantía en la segunda reventa —cláusula continuada—, bien gravando el producto obtenido en la reventa —cláusula prolongada—, o cediendo previamente los créditos futuros del deudor por razón de la disposición del bien —cláusula de cesión de créditos futuros—. Sucede también con frecuencia que los bienes que son objeto de transformación dentro del proceso productivo —materias primas— se vean a su vez arropadas por estas figuras garantorias por medio de cláusulas de transformación.

Distinto por tanto del principio de conversión o transformación es la permeabilidad de la garantía en función de la sustancia de la cosa objeto de gravamen. Así, si en el caso de una transmisión en garantía se produce una mutación en la naturaleza de la garantía, como por ejemplo si la cosa mueble se convierte en un crédito, el fiduciario, beneficiario de la garantía, no adquiere un ilimitado derecho pleno, sino, nuevamente, una garantía de condición fiduciaria. El caso más extremo sería por ejemplo cuando el deudor garantiza un crédito transmitiendo en garantía al acreedor un almacén de mercancías con existencias cam-

(165) Al respecto SÁNCHEZ LORENZO, *cit.*, p. 177.

(166) Distinción propugnada por SERICK, *Garantías, cit.*, para comprender estas fórmulas extensas de garantías sobre la propiedad, p. 109: “La distinción entre una compraventa con reserva sobre bienes estáticos y la compraventa con reserva de bienes dinámicos propicia importantes diferencias estructurales y de consecuencias jurídicas”.

biantes, que técnicamente se canaliza a través de un contrato de garantía del establecimiento —*Raumsicherungsvertrag*—. En muchos casos el destino de estos bienes no es el de conservarse estáticamente, es más, ni pueden ni deben permanecer inalterados a favor del acreedor hasta que resulte cumplida la obligación principal. El acreedor, normalmente un banco, permite al deudor transformar estos bienes, manipularlos o elaborarlos e incluso enajenarlos, apropiándose, merced a un pacto, del subrogado que el deudor obtiene en lugar de la garantía original. Las nuevas cosas o productos resultantes de este proceso de elaboración quedan afectas en garantía en virtud de un mecanismo de prolongación, la cláusula de especificación (*Verarbeitungsklausel*). El acreedor autoriza al deudor-fiduciante a transmitir en nombre propio los bienes a un tercero; a cambio, el deudor prestatario, en compensación de los bienes que el banco pierde como garantía, le cede con carácter anticipado los créditos que nazcan de la venta (prolongación de la transmisión en garantía a través de la cláusula de cesión anticipada de créditos). Claro está que si el prestamista permite al deudor la venta del bien lo hará exigiendo que éste opere en el marco de una ordenada gestión empresarial, autorizándole por tanto desde un plano jurídico real a la transmisión de la cosa en propio nombre al tercer adquirente. El prestamista concede al prestatario una autorización para la enajenación, quien no estando *a priori* legitimado, ahora sí lo está en aras de proceder eficazmente sobre la cosa en nombre propio y en aras de transmitirla de modo eficaz a tercero. El banco obviamente adquiere el subrogado, esto es, el crédito por el precio de venta, permaneciendo la adquisición normalmente oculta para el tercero adquirente de la cosa, dado que previsiblemente la cesión se llevó a cabo sin medida alguna de publicidad. Para el tercero no cabe duda que estimará que su acreedor es el cedente y no el banco que tenía como garantía la cosa originariamente gravada. Implícitamente el cesionario concede al cedente una autorización de cobro, la cual únicamente sería revocable en caso de peligrar la finalidad de garantía. Una autorización modelada y por tanto limitada en el contrato negocial⁽¹⁶⁷⁾.

Estamos siempre ante formas de prolongación cuando el acreedor garantizado adquiere valores patrimoniales futuros que vienen a ocupar el espacio de la garantía original, y que a falta de pacto corresponderían al deudor. Evidentemente, de prolongación hablamos de manera figurativa, ya que la garantía originaria se ha extendido negocialmente en sentido vertical. La técnica de prolon-

(167) Esta por otra parte es la esencia de la fiducia germánica. Como bien señala SERICK, *cit.*, p. 57, a quien seguimos en este punto, cuando se cobra un crédito y el acto en cuestión no está cubierto por los términos de la autorización por encontrarse fuera del círculo usual de la ordenada gestión empresarial —por ejemplo, se concede un descuento inicial—, el cobro entonces se entiende ineficaz y el crédito en cuestión no resulta extinguido (a salvo quedan las normas que protegen al *solvens* en el caso de una cesión no conocida, en concreto el § 407 BGB).

gación ofrece sin solución de continuidad un nuevo objeto de afección y responsabilidad desde el momento en que desaparece la garantía.

Distinto de la prolongación son las formas de ampliación en la transmisión en garantía. En la prolongación como hemos visto una garantía es sustituida por otra, ya sea por el crédito derivado por la venta de la garantía, ya sea por la propiedad en el producto transformado. En la ampliación, en cambio, no se trata de sustitución alguna, sino de la permanencia del bien transmitido en garantía y precisamente como garantía de un crédito distinto al que originariamente garantizaba. El mismo objeto sirve como garantía de créditos diversos hasta el momento en que quede satisfecha la finalidad de aseguramiento que se acordó en el convenio o contrato de garantía. Salvando las distancias cumplen finalidades homogéneas a las de una prenda *omnibus* y una prenda rotativa sobre las que ya hemos tenido ocasión de pronunciarnos ⁽¹⁶⁸⁾.

Todas estas figuras, con sus desviaciones y derivaciones, dan origen a un entramado complejo de garantías sobre la propiedad, originando un círculo de garantía que, lejos de cerrarse, es susceptible de afectar a diversos sujetos, y a distintos bienes corporales, créditos y derechos ⁽¹⁶⁹⁾. En otros ordenamientos se ha preferido optar hacia nuevas garantías reales, huyendo quizás de la complejidad de las figuras antedichas, surgiendo las garantías denominadas cargas flotantes, propias de los sistemas anglosajones y escandinavos, capaces de sujetar a la satisfacción del crédito no sólo el bien objeto de adquisición, sino que se prolongan sobre cualquier elemento que componga el patrimonio del deudor.

La combinación de estas cláusulas es muy frecuente en las condiciones generales de la contratación mercantil, provocando a su vez una mayor complejidad en las figuras. Surgen de este modo en la práctica figuras como la *hintereinandergeschaltete Verlängerungen* o prolongaciones encadenadas ⁽¹⁷⁰⁾. Estas figuras son fruto por ejemplo de una combinación de cláusulas en las que se entremezclan una prolongación resultante de una cláusula de especificación con otra operada a través de una cesión anticipada. Imaginemos el supuesto de un banco que quiere prolongar su garantía a lo largo del proceso de transformación y venta del bien transmitido en garantía. El banco garantiza su crédito con

(168) Así *vid.* VEIGA COPO, “Prenda *omnibus*, prenda rotativa de acciones y *floating charge*”, *RDBB*, 82, 2001, p. 33 y ss.

(169) SERICK, “Rechtsmechanismen beim erweiterten Eigentumsvorbehalt in unterschiedlichem Verbund mit Verlängerungsformen”, en *Festschrift für Konrad Zweigert*, Tubinga, 1981, pp. 703-720.

(170) SERICK, *Garantías*, *cit.*, pp. 113-114, quien claramente alega que “su realización práctica y significación jurídica plantean no raras veces importantes dificultades, dentro y fuera de las situaciones de insolvencia”; SERICK, *ult. loc. cit.*, p. 703.

afección de materias primas que pertenecen al deudor prestatario y que éste no tarda en transformar dentro de su empresa para posteriormente comercializar estos bienes transformados en el mercado. Este aseguramiento se consigue con una transmisión en garantía de la materia prima y posteriormente se combina la primera forma de prolongación —cláusula de especificación— con la segunda —cláusula de cesión anticipada—.

En definitiva, la venta en garantía, tanto su admisibilidad como su ostracismo, en gran medida viene de la mano de los caracteres peculiares de cada sistema concreto de transmisión. En un sistema abstracto como el alemán, el correlato lógico es un principio de independencia o separación del acuerdo de garantía y del negocio causal en que pueda basarse. De esta forma, la *Sicherungsübereignung* fundamenta su validez, y encuentra su causa, en el propio acuerdo de garantía, con independencia de la operación económico-bancaria que constituye su inmediato antecedente económico-jurídico⁽¹⁷¹⁾.

En un sistema como el nuestro, el dogma de la causalidad conlleva un principio de unicidad, de tal forma que el contrato de garantía es inseparable y debe traer justa causa en el negocio principal. La transmisión de la propiedad precisa un negocio jurídico verdadero y válido, acompañado de justa causa, legalmente suficiente para transmitir el derecho real objeto de la misma, sin necesidad de otro negocio⁽¹⁷²⁾. La aparición de la figura en sistemas como el alemán o el holandés, máximos exponentes de países tributarios del principio de abstracción, no plantea mayores problemas. El acuerdo de transferencia en

(171) CLAUSSEN, *Bank-Und Börsenrecht*, Munich, 1996, Rn 154, p. 244; para VON UWE JOHN, “Die treuhänderische Übertragung von Anteilen an einer handelsrechtlichen Personengesellschaft als Kreditsicherheit”, en HADDING, *op. cit.*, p. 84: “Das Treuhandverhältnis hat einen dinglichen (nicht: sachenrechtlichen) und einen schuldrechtlichen Aspekt. Der erstere betrifft den Übergang der Gesellschafterstellung vom SiG auf den SiN und deren Rückübergang nach Beendigung des Kreditverhältnisses. Der zweite Aspekt betrifft den Inhalt des der Übertragung zugrundeliegende kausalen Rechtsgeschäfts, der Sicherungsabrede”; SERICK, *Garantias*, *cit.*, p. 86: “El negocio obligacional aquí decisivo, la causa obligacional de la transmisión de seguridad, es el convenio de garantía, que no aparece regulado en el código civil como contrato típico. Su validez reposa en el principio de autonomía contractual. El convenio de garantía contiene en primer lugar la obligación por parte del constituyente de la garantía de transmitir al acreedor el bien gravado. Pero la parte más importante de este convenio es la finalidad de garantía”.

(172) PANTALEÓN, “Cesión de créditos”, *cit.*, pp. 1036-1038; para ROJO AJURIA, *cit.*, p. 763: “Si aceptamos la tipicidad de los derechos reales de garantía, y el principio causalista de nuestro ordenamiento, un contrato de (venta en) garantía es causa de la constitución de un derecho de hipoteca”.

garantía es válido en sí mismo y de forma abstracta, simplemente con que exista la voluntad de transferir un bien mueble corporal en garantía⁽¹⁷³⁾.

Finalmente, una peculiar visión del fenómeno es aquella que mantiene la concurrencia de un mandato, figura caracterizada por la inherencia de confianza, cuyo objeto está constituido por un negocio de garantía. El bien se transmite con ese fin de garantía que, a su vez, y con fundamento en el mandato, se encuentra ligado a la idea de confianza o *fiducia*⁽¹⁷⁴⁾. El acreedor mandatario adquiere un poder, una función práctica de propietario pero sin ostentar una cualidad de dueño pleno y verdadero. El mandatario no es dueño, no adquiere la propiedad de la cosa confiada, mas como fiduciario deviene obligado a cumplir esa función de confianza y se le faculta para vender dentro de este marco.

3. Oponibilidad

En la venta en garantía, el ámbito de las relaciones entre las partes y sus derechohabientes constituye el núcleo esencial de cuestiones litigiosas. Son cuantitativamente menores los casos que enfrentan al acreedor o al deudor con terceros. Un tema polémico, cuya respuesta dependerá en gran medida de la postura que adoptemos respecto del contenido real de la venta en garantía, versa sobre esa oponibilidad de la figura frente a terceros adquirentes de buena fe. Si entendemos que la venta en garantía no traslada la plena propiedad al acreedor, sino solamente una propiedad fiduciaria, serían adquirentes *a non domino* de buena fe. Por contra si se produce ese traspaso dominical, cualquier tercero incluso de mala fe adquiriría el bien en cuestión *a domino*. Cuestión distinta es o sería la inscripción de estos contratos en el Registro de Bienes Muebles, si es que tienen cabida en el mismo⁽¹⁷⁵⁾.

La celebración de una venta en garantía, que como ya hemos visto no encierra una verdadera transmisión de la propiedad, sí genera, en cambio, una

⁽¹⁷³⁾ SERICK, *Garantías, cit.*, p. 86.

⁽¹⁷⁴⁾ FUENTESECA, *cit.*, p. 209 y ss.; p. 211: “el acuerdo existente entre las partes consiste en que la cosa se mantenga vinculada en condición de garantía. Este sería el sentido de la causa operante en función de garantía hasta que el deudor fiduciante haga efectiva la deuda contraída. El fiduciario-mandatario adquiere así un poder sobre la cosa confiada para el cumplimiento de una función de garantía acordada con el propio fiduciario en un marco específico: el de la *fides* o confianza”.

⁽¹⁷⁵⁾ Sobre este extremo BOUZA VIDAL, *cit.*, p. 76; DE CASTRO, *cit.*, p. 432; SÁNCHEZ LORENZO, *cit.*, pp. 175-176, quien al particular propone dos vías, acceso al registro de la prenda sin desplazamiento, o bien, más recomendable que la anterior, cuando el objeto de la venta en garantía sea precisamente el bien para cuya adquisición se contrató el préstamo o crédito principal, que acceda al registro como préstamo de financiación al comprador en una venta a plazos; SERICK, *Garantías, cit.*, p. 77 y ss.

apariencia de propiedad en el fiduciario, en la que pueden haber confiado terceros de buena fe que han contratado con el acreedor. Por este motivo, no cabe duda alguna de que aquellos actos dispositivos realizados por el fiduciario serán totalmente eficaces frente a terceros de buena fe por título oneroso que, amparados en esa apariencia de posesión y propiedad del acreedor fiduciario, hayan adquirido de éste y hayan inscrito su adquisición. No cabe objetar nada contra el goce de la protección que brindan los arts. 34 de la LH y 464 del CC, siempre que estemos ante la buena fe de ese tercero y que la adquisición sea onerosa, que no gratuita, del bien. Sólo de este modo su adquisición será inatacable, sobre todo por parte del fiduciante, que era el *verus dominus* del bien hasta que se produce la adquisición del mismo por el tercero. Aquél, una vez satisfecha la obligación principal, esto es, la restitución del préstamo, deberá y podrá reclamar al fiduciario, que no cumple con su obligación de retransmitir el bien —si es que de retransmisión podemos hablar cuando no de reposicionar—, el precio o coste de mercado de los bienes más la indemnización por daños y perjuicios causados por el incumplimiento.

Todavía cabe una vuelta de tuerca más, pensemos en aquellos terceros acreedores tanto del fiduciante como del fiduciario que embargan el bien vendido en garantía. Si los acreedores del fiduciario embargan el bien vendido en garantía, el fiduciante podrá ejercitar con éxito una tercería de dominio, evitando el deudor fiduciante la pérdida de un bien del que es propietario pero que está en poder del fiduciario. Cuestión aparte es el problema probatorio, sobre todo en el supuesto de que el bien vendido en garantía esté inscrito en el Registro a favor del acreedor fiduciario ahora embargado. Por el contrario si los acreedores del fiduciante (deudor) son los que embargan el bien cabe a su vez distinguir: primero, que el fiduciario tenga la posesión del bien, en este supuesto difícilmente prosperará el embargo puesto que el acreedor fiduciario goza de un derecho de retención, lo que impide que el tercero actúe sobre el bien. En cambio, cuando la posesión radica en el fiduciante, en este supuesto el fiduciario no podrá ejercitar una tercería de dominio para levantar el embargo, pues ¿quién es el *verus dominus*?, desde luego que él no. Cuestión distinta es que pueda entablar una tercería de mejor derecho, siendo éste el único medio para cobrarse con la preferencia que le conceda su crédito, bien como acreedor hipotecario, bien como acreedor con crédito garantizado con reserva de dominio.

Finalmente en los supuestos de ejecución universal, cuando el acreedor-fiduciario se halle sujeto a ejecución concursal, el fiduciante en tanto que verdadero propietario del bien, ejercerá su derecho de separación, la *separatio ex iure domini*, evitando la liquidación del bien como si fuere propio del fiduciario. Otra cosa sería la posible actuación de los órganos de la quiebra exigiendo al fiduciante el cumplimiento de la obligación principal que tenía contraída con el fiduciario. En el supuesto de concurso del deudor fiduciante, los derechos

que el fiduciario podrá ejercitar dependerán del proceso de conversión que haya tenido lugar. Así, si el acreedor puede ser considerado como un acreedor prendario, la quiebra no le afectará, pues si no quiere no estará obligado a traer a la masa de la quiebra el bien que obra en su poder (art. 918 del CdC), continuando en su posesión, salvo que los órganos de la quiebra decidan satisfacer el crédito íntegramente y recuperar el bien para la masa de la quiebra. Cuando la conversión se exterioriza en un derecho de hipoteca, el acreedor sustrae el bien a la masa de la quiebra, mediante el ejercicio del derecho de separación *ex iure crediti*.

LAS GARANTÍAS DEL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS

ALFONSO DE CONTRERAS VILCHES

*Doctor en Derecho
Abogado
Profesor Asociado de Derecho Mercantil
Universidad de Sevilla*

SUMARIO

- I. APROXIMACIÓN A LA NOCIÓN DE LAS GARANTÍAS DEL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS.
 - 1. Consideraciones generales: delimitación de la noción de garantía.**
 - 2. Función económica.**
 - 3. Enunciación de las materias a tratar.**

- II. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS GARANTÍAS.
 - 1. El sistema de garantías en la normativa del Mercado.**
 - A) Descripción del sistema.
 - B) Principios de funcionamiento del sistema.

2. Los precedentes del sistema de garantías.

- A) Las “coberturas” de la contratación bursátil a plazo.
- B) Las garantías en el sistema de crédito en Operaciones Bursátiles de Contado.
- C) Los precedentes inmediatos.

3. Referencia al sistema de garantías en los principales Mercados extranjeros.

III. EXAMEN DE LAS OBLIGACIONES DE GARANTIZAR.

1. Consideraciones Generales.

2. La obligación de “garantía permanente” a cargo de los Miembros Liquidadores y Liquidadores Custodios.

3. La obligación de entregar “garantía variable”.

- A) Contenido y sujetos.
- B) La determinación del quantum de la prestación de garantía variable.
- C) Las distintas prestaciones de la obligación de “garantía variable”: la constitución o “materialización de las garantías”.

a) Consideraciones generales.

b) Calificación jurídica.

c) Examen de las diferentes prestaciones.

1. La constitución de prenda de valores.

1.1. Descripción de la hipótesis.

1.2. Calificación jurídica y régimen aplicable.

2. La entrega de “efectivo”.

2.1. Descripción de las hipótesis.

2.1.1. Primera hipótesis.

2.1.2. Segunda hipótesis.

2.2. Calificación jurídica y régimen aplicable.

2.2.1. De la primera hipótesis.

2.2.2. De la segunda hipótesis.

3. Otras prestaciones de garantía.

IV. FUNCIÓN DE LAS GARANTÍAS EN LOS SUPUESTOS DE INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES.

- 1. Consideraciones Generales.**
- 2. La naturaleza jurídica de la facultad de cierre ejecutada por el MEFF por incumplimiento de la obligación de garantizar.**
- 3. Las actuaciones posteriores al cierre de posiciones forzoso.**
 - A) Las operaciones de liquidación tras el cierre.
 - B) La ejecución forzosa de las garantías.
 - C) Referencia a las situaciones concursales del titular de las garantías y su incidencia en el régimen de ejecución de éstas.

I. APROXIMACIÓN A LA NOCIÓN DE LAS GARANTÍAS DEL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS

1. Consideraciones generales: delimitación de la noción de garantía

En Derecho Privado garantía ⁽¹⁾ es “en sentido general, cualquier medida o modo especial de asegurar la efectividad de un crédito” ⁽²⁾ añadiendo al derecho de crédito “algo que no tiene” ⁽³⁾, de tal modo que, al yuxtaponerse al derecho de crédito garantizado el nuevo derecho que la garantía configura, se refuerza la

(1) La expresión “garantía” tiene como primera acepción la de “efecto de afianzar lo estipulado” (DRAE, 22.ª ed., Madrid, 2001, p. 1117) y, como segunda, “fianza, prenda”, lo que revela el indudable *genus* iusprivatista del término, que en español alude siempre a alguna clase de seguridad complementaria que protege de algún evento futuro. Las significaciones que la palabra “garantía” adquiere en otras disciplinas jurídicas son deudoras en mayor (por ejemplo, las garantías del crédito tributario) o menor (por ejemplo, las garantías penales, institucionales o constitucionales) medida de esta primigenia formulación del Derecho Civil Patrimonial. *Vid.* en la *Enciclopedia Jurídica Básica*, Madrid, 1995, vol. II, las voces “Garantías (Derechos Reales, contratos de)” (CABANILLAS SÁNCHEZ, pp. 3229-3231); “Garantía institucional”; “Garantía Jurisdiccional Penal de los Derechos Fundamentales de la persona”; “Garantías del Crédito Tributario” (FALCÓN Y TELLA, p. 3232); “Garantías institucionales” (SOLOZÁBAL ECHA-VARRÍA, pp. 3232-3235).

(2) En palabras de DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Madrid, 1993, 4.ª ed., vol. II, p. 395). La definición de CABANILLAS SÁNCHEZ [(voz “Garantías (Derechos Reales, contratos de)”) en *Enciclopedia Jurídica Básica*, *cit.*, p. 3229, es similar.

(3) DÍEZ-PICAZO, *ibidem*, p. 395.

posición del acreedor, dotándola de una cierta seguridad suplementaria de que su derecho podrá hacerse efectivo ⁽⁴⁾.

La Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) ⁽⁵⁾ y las demás disposiciones ⁽⁶⁾ que regulan el Mercado de Futuros y Opciones Financieras prestan especial atención a las “garantías” “que se constituyan en relación a las opera-

(4) En el modelo teórico de las garantías, consideradas en un plano estrictamente jurídico (es decir, prescindiendo de su significación económica y de la función que los agentes del tráfico le atribuyen), aparecen tres elementos esenciales: en primer lugar, la existencia de un derecho de crédito, atribuido a un *creditor* cuya posición frente al *debitor* refuerza la garantía; en segundo lugar, por lo general media un plazo o lapso de tiempo entre el nacimiento del derecho de crédito y su exigibilidad (o vencimiento): cuando el cumplimiento del deber de prestación es simultáneo al acto constitutivo de la relación obligatoria, carece de sentido la garantía (aunque nada impide que exista) [conviene también aclarar que la existencia de una obligación a plazo no supone que éste se sujete a un día cierto (cfr. art. 1125 del CC): es posible el establecimiento de garantías en obligaciones que no tienen vencimiento especial, conforme a la regla *quod sine die debetur, statim debetur*, como, por ejemplo, una letra a la vista]; en tercer lugar, la garantía normalmente se sustancia en la aparición de un nuevo derecho (de crédito o real) cuya titularidad queda atribuida al acreedor de la relación principal, de la que esta nueva, consecuentemente, adviene *accessoria* (pero esta subordinación del derecho de garantía al derecho de crédito que refuerza es un efecto normal, no esencial; de modo que puede eliminarse por los interesados, lo que da lugar a la configuración de las llamadas “garantías autónomas”).

(5) La LMV dedica dos apartados del art. 59 a la regulación de las garantías del contrato de futuros financieros: el apartado 8 (“Las garantías, cualquiera que sea la forma en que estén establecidas, que se constituyan en relación a las operaciones llevadas a cabo en los Mercados de Futuros y Opciones no responderán por obligaciones distintas de las derivadas de las referidas obligaciones ni frente a personas o entidades diferentes de aquellas en cuyo favor se constituyeron”) y el apartado 9 (“Las Sociedades Rectoras de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones gozarán de derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los Miembros y Clientes hubieran constituido o aceptado a favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. 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 cliente o miembro en cuestión. En caso de quiebra de un miembro o de un cliente de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado sólo será impugnabile 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 o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado”).

(6) Cfr. arts. 12.1.b), 12.2, 17, 18 y 19 del RD 1814/1991; y arts. 20, 21, 22, 23 y 29 del Reglamento del Mercado Español de Futuros y Opciones Financieras (en adelante, RMEFF). Cfr. también arts. 14 y 15 Ley 41/1999, que es de aplicación directa, y Norma 4.ª de la Circular 15/1992, n.º 2/1992, CNMV.

ciones llevadas a cabo” en dichos Mercados (es decir, en relación al contrato de futuros financieros ⁽⁷⁾ y el contrato de opción financiera) destacando la trascen-

(7) Con la denominación “contrato de futuros financieros”, traducción del inglés *financial futures contract*, se designa una figura contractual nueva que obedece a regulaciones de los años 70 del siglo XX, instrumento creado por los protagonistas del tráfico financiero norteamericano (y luego internacional) para dar respuesta a diversos fenómenos económicos de la época. La conformación del contrato parte del propósito de reducir o eliminar los costes de transacción asociados a las operaciones a plazo o *forwards* tradicionales; la eliminación de tales costes se produce mediante la celebración y consumación del contrato (cuyos elementos están homogeneizados o “normalizados”) en un Mercado organizado, cuya Cámara de Compensación actúa como contrapartida en las obligaciones nacidas del contrato exigiendo la entrega de garantías a los participantes y protagonizando la consumación contractual. El modelo teórico del contrato de futuros financieros responde a los elementos básicos de una operación bursátil a plazo “en firme”, a la que se añadieran las singularidades que produce su contratación en un Mercado organizado de alta sofisticación, de modo que se torna un contrato formal en el que el consentimiento sólo puede manifestarse por medio de declaraciones negociales estereotipadas (órdenes de Mercado) que concurren en el sistema informático de contratación dando lugar a la perfección del contrato y haciendo nacer dos relaciones obligatorias separadas en las que es contraparte la Cámara de Compensación, la cual consume el contrato y exige las garantías que procedan dotando de satisfactoria seguridad jurídica a la contratación a plazo, que pierde consecuentemente su individualización para *normalizarse* por la decisiva presencia del Mercado en su configuración. El modelo teórico del concepto del contrato integra los siguientes elementos esenciales: en primer lugar, el Mercado, que se configura como la pieza central de este mecanismo teórico; en segundo lugar, el objeto del contrato, que son dinero o valores, y, entre éstos, acciones o instrumentos de Deuda Pública; en tercer lugar, el modo de determinación de la prestación que contiene la obligación principal nacida del contrato, cuyo *quantum* y los sujetos que respectivamente han de recibirla o satisfacerla se determinan *per relationem* con la evolución de ciertos eventos externos (generalmente precios de activos financieros o variaciones de tipos de interés bancario) que están designados en la reglamentación contractual, integrando el “activo subyacente”; en cuarto lugar, el vencimiento de las obligaciones principales nacidas del contrato; en quinto lugar, la causa del contrato. Con fundamento en los elementos esenciales citados se puede formular el siguiente concepto de contrato de futuros financieros: es aquel contrato, que se celebra mediante las declaraciones negociales emitidas a través de órdenes estereotipadas dirigidas al sistema informático de contratación de un Mercado organizado, por el cual las partes se obligan a satisfacer o adquieren el derecho a recibir diariamente la diferencia en dinero que resulte de la comparación entre el precio convenido al contratar y el que alcancen cada día ciertas magnitudes económicas que integran el llamado “activo subyacente”; el cumplimiento de las obligaciones resultantes se realiza o exige frente a la Cámara de Compensación del Mercado, que, aun cuando no es parte del acto constitutivo, adquiere *ex lege* la condición de contraparte en las dos relaciones jurídicas obligatorias separadas que de éste nacen, en las que, además de la obligación principal descrita, cuya prestación en el último día de vencimiento puede consistir en comprar o vender ciertos valores, se encuentran también las obligaciones de prestar ante la Cámara las garantías que se señalen y satisfacer un precio o “comisión” por la intervención de aquella. Como bibliografía básica jurídica en español sobre el contrato de futuros financieros, en general, pueden verse, entre otros: DEL CAÑO PALOP, “Normativa reguladora de los mercados de productos financieros”, en *Los Mercados españoles: opciones...*, cit., pp. 147-198; DÍAZ RUIZ, “Aspectos jurídicos de los productos financieros derivados”, en VV.AA., *Los Mercados españoles de Productos Financieros Derivados*, Madrid, 1998, pp. 59-58; DÍAZ RUIZ, *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses*,

dencia que el régimen de estas llamadas “garantías”⁽⁸⁾ tiene en el funciona-

Madrid, 1993; DÍAZ RUIZ, “El régimen de garantías en MEF””, en *Productos Financieros...*, cit., pp. 101-112; GALLEGO SÁNCHEZ, “Contratos de futuros y opciones”, en VV.AA., *Contratos internacionales*, Madrid, 1997, pp. 1113-1143; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Los contratos de futuros negociados en los Mercados Secundarios españoles: aproximación conceptual y consecuencias de política legislativa”, *CDC*, 1995, n.º 16, pp. 13-53; IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, en VV.AA., *Los Mercados españoles: Opciones y Futuros financieros*, Madrid, 1995, pp. 229-258; MADRID PARRA, *Contratos y Mercados de futuros y opciones*, Madrid, 1994; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados”, en VV.AA., *Productos financieros derivados y mercados organizados*, Madrid, 1997, pp. 19-65; SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho Mercantil*, 22.ª ed., Madrid, 1999, vol. II, pp. 249-252; VALENZUELA GARACH, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, *Derecho Mercantil*, cit., vol. II, pp. 425-427; VALPUESTA GASTAMINZA, “Los Mercados Secundarios Oficiales de futuros y opciones: algunos aspectos contractuales”, en *RDBB*, n.º 76, 1999, pp. 39-63. Sobre los aspectos, dimensión, contenidos y efectos económicos del contrato de futuros financieros, vid., en general, ADELL y KETTERER, *Gestión de tesorería con futuros financieros*, Barcelona, 1991, pp. 43-81; ADELL y ROMEO, *Opciones y futuros financieros*, Madrid, 1996; BERGES y ONTIVEROS, *Mercado de Futuros en instrumentos financieros*, Madrid, 1984; DE LA ORDEN DE LA CRUZ, *Opciones y futuros financieros. Cien preguntas claves y sus respuestas*, Madrid, 1996; FITZGERALD, *Financial Futures*, Londres, 1983; FREIXAS, *Futuros Financieros*, Madrid, 1990; HULL, *Options, futures and other derivative securities*, Nueva Jersey, 1989; JARRROW y TURNBULL, *Derivative Securities*, Cincinnati (Ohio), 1996, pp. 5-14; JONES, *Financial Futures Markets. An Operations Guide*, Chicago, 1983; KAPNER y MARSHALL, *The Swaps Handbook. Swaps and related risk management instruments*, Nueva York, 1990, pp. 179-219; KAWALLER, *Financial Futures and Options. Managing Risk in the Interest Rate, Currency and Equity Markets*, Chicago, 1992; KETTERER y LARRAGA, “El Mercado de futuros financieros”, *PEE*, n.º 29, 1990, pp. 85-109; KOLB, *Futures, options and swaps*, Oxford, 1997; MAULEÓN, *Inversiones y riesgos financieros*, Madrid, 1991, pp. 211-292; MILLER, *Merton Miller on Derivative*, Nueva York, 1997, pp. 79-112; PELLICER, *Los Mercados financieros organizados en España*, Madrid, 1992; PUIG y VILADOT, *Comprender los Mercados de Futuros*, 2.ª ed., Barcelona, 1994; SCHERK SERRAT, “Mercado de futuros y opciones: estructura de mercado y posibilidades de negocio”, *PEE*, n.º 29, 1990, pp. 43-52; SCHWARZ, HILL y SHNEEWEIS, *Financial Futures: fundamentals, strategies and applications*, Nueva York, 1986; WATSHAM, *Futures and options in risk management*, 2.ª ed., Londres, 1998, pp. 81-100, 279-300 y 327-409; y las obras colectivas *Los Mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995; *Los Mercados españoles de Productos Financieros Derivados*, Madrid, 1996, y *Productos Financieros Derivados y Mercados organizados*, Madrid, 1997, bajo la dirección (las tres) de LARRAGA y DÍAZ RUIZ.

(8) Carece de sentido dogmático (y también práctico) extender la noción de “garantía” a toda facultad, rasgo del funcionamiento del Mercado o mecanismo de actuación de algún sujeto participante en éste que signifique la eliminación de algún riesgo de la contratación. Es cierto que la intervención del MEF como contraparte en todas las relaciones obligatorias del Mercado, o el ejercicio de las facultades que le corresponden en orden a la dirección de la contratación [cfr. art. 13.2 del RD 1814/91 y art. 3.3.g) RMEFF] o en la supervisión de las actividades del Mercado [cfr. art. 7.1, en relación con arts. 11, 12 y 13 del RD 1814/91] producen el efecto de eliminación de riesgos posibles y dota, por ello, de seguridad jurídica a los contratos que se celebran en el

miento y estructura del Mercado ⁽⁹⁾.

Mercado, pero considerar que el conjunto de reglas que autorizan el ejercicio de tales poderes son “garantías” [incluso llamándolas “genéricas”, como hace IBÁÑEZ JIMÉNEZ (“Opciones normalizadas. Función, taxonomía, régimen y naturaleza de los contratos normalizados de opción —artículo 2.º, 31 y 59 de Ley del Mercado de Valores—”, Madrid, 1999, pp. 309-311) [en sentido similar, DÍAZ RUIZ (“El régimen de garantías en MEFF”, en VV.AA., *Productos Financieros derivados y Mercados organizados*, Madrid, 1997, pp. 108-110); que llama “garantías indirectas” a la liquidación diaria de pérdidas y ganancias en los contratos de futuros, y a la facultad del MEFF de limitar las posiciones abiertas de Miembros y Clientes] significa vaciar de contenido el término, porque entonces “garantía” sería cualquier clase de regla, actuación, institución, facultad o mecanismo que contribuyera al cumplimiento del contrato, y esa conclusión es inútil, al dejar sin explicación qué son realmente las “garantías” a que se refiere el legislador del Mercado y los protagonistas del tráfico. En el sentido amplio pretendido por los citados autores, “garantías” serían también las normas que disciplinan el propio cumplimiento de las obligaciones contractuales [de hecho, IBÁÑEZ JIMÉNEZ considera incluso que es “garantía genérica” (...) “el sistema de responsabilidad establecido entre participantes” (*ibidem*, p. 310)], y, llevando la cuestión *ad absurdum*, es una “garantía” la existencia de la Sociedad Rectora que asegura el normal funcionamiento del Mercado. Pero de igual modo que la existencia del Registro de la Propiedad no es una “garantía” en sentido técnico (otra cosa es que su función, al dotar de seguridad jurídica las transacciones inmobiliarias, sirva, entre otros efectos, de garantía del funcionamiento del mercado de inmuebles), las citadas facultades y actuaciones presentes en el Mercado quedan fuera de la noción de “garantía” que propongo, y que se ciñe a los términos que configuran el concepto en el Derecho Privado español (*vid.*, *supra*, notas 1 y 4), es decir, un específico modo de asegurar la efectividad de un derecho de crédito mediante el establecimiento de un nuevo derecho subjetivo que se adiciona o de una mera facultad que se añade al derecho de crédito garantizado, y que atribuye al acreedor de éste un poder jurídico sobre cosas determinadas (garantías reales) o sobre la persona (*rectius*, el patrimonio) del deudor o de un tercero (garantías personales). *Vid.*, por todos, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 395-397.

⁽⁹⁾ El contrato de futuros financieros sólo se celebra y consume en el Mercado de Futuros Financieros, que es un Mercado organizado (*regulated exchange*) dotado de singularidades de funcionamiento y estructura que lo hacen distinto de las Bolsas de Valores, aunque, desde luego, sea una institución próxima a éstas y comparta con ellas funciones económicas y características organizativas. Es frecuente que en el Mercado de Futuros Financieros se concierten otros contratos de derivados (*derivative contracts*), como sucede en España, en donde el Mercado español ofrece la contratación de futuros y opciones financieras, por cuya razón se denomina “Mercado de Futuros y Opciones Financieras” (MEFF). El MEFF es un Mercado Secundario Oficial de los que menciona el art. 31 de la LMV, y es también uno de los “Mercados Regulados” (*regulated exchanges*) a los que se refiere la Directiva 93/22/CEE. Los rasgos estructurales comunes a todos los Mercados de Derivados se reproducen fielmente en el MEFF (función central de la Cámara de Compensación y reserva de las actividades de contratación a los “Miembros”, que se agrupan en distintas clases y que, en su caso, actúan por cuenta de los inversores particulares o “clientes”). El funcionamiento del Mercado es automatizado y se sustancia en el llamado “sistema electrónico de contratación”, por medio del cual se celebra y consume el contrato de futuros financieros. Pese a ser posible identificar la existencia aislada de un solo contrato de futuros financieros, determinando claramente la perfección, partes, obligaciones, cumplimiento e incumplimiento de cada contrato celebrado, el funcionamiento del Mercado y su naturaleza automatizada contemplan al sujeto participante (sea Miembro o Cliente) en función del conjunto de obligaciones y derechos que en cada momento titula en el Mercado, que forman el total de “posiciones abiertas” que dicho sujeto ostenta, lo que supone la intercomunicación de efectos entre todas las transacciones que ha concertado cada Agente en el Mercado.

El tratamiento de esta materia⁽¹⁰⁾ se realiza estableciendo para ello, en primer lugar, el análisis de la función económica que desempeñan las “garantías” (las cuales nacen de un entramado de reglas y actos susceptible de ser contemplado como un sistema: el “sistema de garantías”), para abordar después las cuestiones puramente jurídicas que el tema suscita.

2. Función económica

La exigencia de un “depósito” (*deposit margin*) o, en definitiva, de una entrega de dinero o bienes con función de garantizar las obligaciones que resulten a cargo del sujeto de que se trate por la actividad de éste en el Mercado es general⁽¹¹⁾ en los Mercados de Derivados⁽¹²⁾, por lo que tiene la consideración de característica peculiar de éstos y de elemento necesario de su funcionamiento asociado a las facultades de la *Clearing House*⁽¹³⁾, que normalmente determina y exige las expresadas garantías a los sujetos contractuales.

(10) Vid. el análisis del régimen jurídico de las garantías de los Mercados de Futuros y Opciones, en general, CUENCA GARCÍA, *Régimen jurídico...*, cit., pp. 253-267; DÍAZ RUIZ, *Contratos sobre tipos...*, cit., pp. 251-262; “El régimen de garantías en MEFF”, cit., pp. 101-112; “Los otros Mercados Secundarios de Valores”, *RDBB*, n.º 75, 1999, pp. 22-24; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Opciones normalizadas...” cit., pp. 309-329; “Los contratos de futuros negociados...” cit., pp. 40-41; IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuros...” cit., pp. 253-254; MADRID PARRA, *Contratos y Mercados...*, cit., pp. 65-69; MASSAGUER, “La opción financiera...” cit., pp. 285-288; MÍNGUEZ PRIETO, “El régimen jurídico de las garantías en los mercados de derivados”, en VV.AA., *Los Mercados españoles: opciones y futuros financieros*, cit., pp. 293-306; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Regulación, control de riesgos...” cit., pp. 38-39; VALPUESTA GASTAMINZA, “Los Mercados Secundarios Oficiales”, cit., pp. 56-63.

(11) No solo en los Mercados organizados, lo que parece natural, dada la peculiar estructura de éstos, sino también en la contratación OTC (*over the counter*), en la que es frecuente la solicitud de garantías para prevenir el incumplimiento de la parte contraria. Vid. LEE, “A question of collateral”, *Euromoney*, noviembre 1995, pp. 46-49.

(12) Sobre los aspectos económicos de las garantías en los Mercados de Derivados, vid., en español, ADELL y ROMEO, *Opciones y futuros...*, cit., pp. 166-175; ADELL y KETTERER, *Gestión de Tesorería...*, cit., pp. 51-55; FREIXAS, *Futuros Financieros*, cit., pp. 40-41; KETTERER, “El régimen de garantías de MEFF: aspectos económicos de la Cámara de Compensación”, en VV.AA., *Los Mercados españoles...*, cit., pp. 47-56; LARRAGA, “Los mercados de futuros y opciones financieras” en VV.AA., *Los Mercados españoles...*, cit., pp. 109-110; ONTIVEROS, BERGES, MANZANO y VALERO, *Mercados Financieros...*, cit., pp. 478-483; PELLICER, *Los Mercados Financieros...*, cit., pp. 111-115.

(13) El sistema de garantías (*margin system*) lo organiza la Cámara de Compensación y se considera una función principal de ésta (*major function*): por todos, en palabras de WATSHAM (*Futures and options...*, cit., pp. 13-14: “The collection of, and accounting for, margin is a

La sucesiva acumulación a disposición de la *Clearing House* de los depósitos o “márgenes”⁽¹⁴⁾ de garantía sirve de capital o reserva que se utilizará eventualmente por la Cámara para suplir el defecto de cumplimiento del participante insolvente o moroso, dada la función de contraparte que la Cámara asume. El importe de la garantía es tributario, no tanto del riesgo de incumplimiento⁽¹⁵⁾, como del sentido en que vaya evolucionando el activo subyacente, cuya variación o “volatilidad” determinará la necesidad de aumentar la garantía exigible al sujeto desfavorecido por la evolución del activo subyacente, y que, consecuentemente, soporta la expectativa de pérdidas, cuyo subsiguiente riesgo de incumplimiento la Cámara pretende eliminar⁽¹⁶⁾.

major function of the clearing-house, and the margining system has a fundamental role to play in managing the credit and counterparty risk associated with trading options and futures. The clearing-house will maintain margin accounts on behalf of clearing members, who, in turn, will maintain accounts on behalf of their clients and non-clearing members”.

(14) En la literatura económica española es relativamente frecuente la traducción literal del inglés *margin* por “margen”, de modo que las “garantías” son “márgenes”. Con independencia de la confusión que supone denominar de otro modo una figura que ya ha recibido un *nomen iuris* de origen legal (cfr. art. 59.8 y 9 de la LMV), lo cierto es que, en el contexto de las coberturas del riesgo de insolvencia del contrario, en el que se utiliza en los Mercados anglosajones la expresión *margin*, ésta no significa sólo “margen”, sin más, sino que entraña también la idea de crédito o garantía (por ejemplo, se dice *margin buying* para aludir al crédito al comprador en las *securities purchases*), por lo que no parece aconsejable usar la citada expresión para referirse a las “garantías”.

(15) El riesgo de incumplimiento de la contraparte es un factor presente en la determinación del *quantum* de las garantías, pero no el único ni seguramente el esencial. Al Cliente o Miembro contratante no se le exigen las garantías en función de la probabilidad de que incumpla (que puede deducirse de la existencia de incumplimientos o insolvencias anteriores al momento de la contratación, como sucede en la administración de riesgos de la Banca), sino atendiendo fundamentalmente a la evolución del activo subyacente en relación con el pronóstico que efectuó dicho sujeto, y del que se puede concluir si está en posición de pérdidas o de ganancias. De manera que el sistema de determinación del *quantum* de los *margin deposits* es primordialmente objetivo.

(16) El sistema de garantías, desde el punto de vista económico, responde a la siguiente descripción general: “Los márgenes de garantía hacen posible el funcionamiento del Mercado porque sirven de capital para respaldar el mercado y evitan que éste tome riesgo de crédito sobre ningún participante. Cuando abrimos una posición y depositamos margen con nuestro agente, el dinero que entregamos pasa a la cuenta que el agente tiene a su vez en la cámara de compensación (*clearing-house*). Todas las posiciones abiertas en el Mercado están respaldadas por sendos depósitos de dinero en la cámara, y dado que por cada participante que pierde hay uno que gana, cada día que pasa la cámara sencillamente transfiere dinero de la cuenta de aquellos participantes que perdieron dinero a las cuentas de los que ganaron. El margen inicial sirve de “colchón” para aislar a la cámara del riesgo de crédito que representan todos sus clientes; un cliente necesitaría perder dinero durante varios días seguidos hasta agotar su depósito inicial antes de representar un riesgo para la Cámara. Como existe un margen mínimo requerido para mantener una posición abierta (el margen de mantenimiento) que es típicamente varias veces superior al

La Cámara actualiza el factor de riesgo de cada sujeto participante en el Mercado diariamente, analizando detalladamente cada “posición abierta”⁽¹⁷⁾ y simulando virtualmente cuál sería el coste total de la completa liquidación del conjunto de posiciones que en el Mercado titula dicho sujeto⁽¹⁸⁾; mediante las

movimiento típico diario del mercado, en la práctica, la Cámara jamás toma riesgo de crédito sobre sus clientes, porque cierra las cuentas de los clientes problemáticos antes de que éstos representen un peligro. En situaciones de volatilidad externa (como por ejemplo en el mercado del petróleo durante la guerra del Golfo) los márgenes de garantía son aumentados por la Cámara” (RODRÍGUEZ DE CASTRO, *El riesgo flexible. Teoría y práctica de los instrumentos derivados*, Madrid, 1993, p. 82).

(17) La “posición abierta” es la denominación que recibe (en la literatura económica y en la práctica de los Mercados, fundamentalmente) un fenómeno esencialmente jurídico, que alude, en principio, a la representación de las obligaciones y derechos de cada sujeto en el Mercado de Futuros y Opciones. La noción de “posición abierta” se compone de un doble aspecto: desde el punto de vista funcional, es el objeto de la anotación contable en el Registro del Mercado, las transacciones que en éste se producen se anotan en el sistema de cuentas como “posiciones abiertas” del sujeto en el Mercado. Desde el punto de vista sustantivo, o material, la “posición abierta” de cada sujeto integra derechos y obligaciones que se ejercitan o cumplen frente al MEFF (cfr. art. 11.4 del RD 1814/1991), de manera que la “posición abierta” representa justamente la relación jurídica que el sujeto titular mantiene frente al MEFF, ya que ha nacido de un contrato celebrado en el Mercado, de modo que en definitiva es una *posición* “contraída” con su Cámara de Compensación (el término “contraída” aplicado a la “posición abierta” y en relación con la Cámara lo utiliza en ese sentido el art. 17.1 del RD 1814/1991). La expresión “posición abierta” no es enteramente novedosa ni responde solo a las técnicas operatorias de los Mercados de Futuros (aunque es en éstos donde se ha generalizado consolidándose como *nomen iuris*): en los Reglamentos de Bolsa de 1919 y 1928 se aludía a las “posiciones” del Agente en relación con las liquidaciones que se practiquen; en la OMEC 10-IV-1981, en el RD 1416/1991 y en la OMEH 5-XII-1991 hay referencias a las “posiciones abiertas” en el Mercado bursátil; estas menciones, con valor de precedente, comparten con la específica noción de “posición abierta” del Mercado de Futuros el denominador común de integrar como elemento la idea de “posición jurídica” o situación caracterizadora aplicable a un sujeto de la que derivan ciertos efectos jurídicos, en relación con otro u otros sujetos [así la “posición” de arrendatario o de comprador: el concepto de “posición jurídica” se predica particular de cada contrato que la hace nacer, mientras que, por ejemplo, las nociones de “acreedor” o “deudor” “hacen referencia a aspectos jurídicos teñidos de generalidad y abstracción (...) (porque) ser acreedor o deudor (supone) fundamentalmente ostentar una cualidad jurídica” (en palabras de CRISTÓBAL MONTES, *La estructura y los sujetos de la obligación*, Madrid, 1990, p. 137)]. La “posición abierta” asume la forma de anotación en cuenta informática, y éste es el sentido que ha de darse al mandato legal del art. 59.1 de la LMV (“Podrán crearse Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, de ámbito estatal, cuya forma de representación sea la de anotaciones en cuenta”), ya que lo que se anota no es el contrato, sino la “posición abierta” resultante de éste que integra las relaciones jurídicas (una cada “posición abierta”) de él derivadas que mantienen cada uno de los sujetos del contrato separadamente frente al MEFF, de manera que el objeto de la anotación contable es la *posición* derivada del contrato. (En inglés jurídico se distingue nítidamente entre la *opening transaction*, o contrato que hace nacer las posiciones, y *open interest*, que es justamente la “posición abierta”). El contrato se consuma contemplando la “posición abierta” de él nacida, en función de la cual se practican las liquidaciones diarias y se calculan y exigen las garantías que procedan.

(18) *Vid., supra*, nota 16.

operaciones que sustancian esas tareas se obtiene un *quantum* o importe de garantías que es inmediatamente exigido a cada participante como verdadera condición inexcusable de actuación en el Mercado⁽¹⁹⁾. En consecuencia las garantías cumplen la función de reducir (en términos globales de Mercado: para todos los contratos de cada sujeto, y para todos los sujetos) el riesgo de insuficiencia de fondos por parte de la *Clearing House* para atender el cumplimiento de sus obligaciones frente a quienes pueden exigir las por no haber satisfecho las suyas quienes debían⁽²⁰⁾.

La trascendencia de esa función y la eventual extrema volatilidad del activo subyacente determinan la calificación del factor de riesgo como variable y aconsejan su consideración en períodos de tiempo muy cortos (un día)⁽²¹⁾, de manera que se produce una continua (diaria) actualización y cálculo del factor de riesgo de cada sujeto⁽²²⁾ y su inmediata exigencia que, atendida, producirá como efecto el restablecimiento del equilibrio de posiciones de riesgo soportadas por la *Clearing House*⁽²³⁾.

Pero la función económica de formación de capital a disposición de la *Clearing House* para atender la eventual insuficiencia de fondos de ésta producida por previos incumplimientos de agentes del Mercado no se configura jurídicamente sólo como una obligación “estructural”, exigible a los Miembros

(19) *Vid., infra*, el sistema de determinación de las garantías, en III.3.B).

(20) La recta intelección del sistema de garantías demanda comprender que estas pretenden cubrir la insuficiencia de fondos de la *Clearing House* para atender sus obligaciones contractuales más que el incumplimiento del sujeto considerado aisladamente. Por esa razón se calculan diariamente para *todas* las posiciones del Mercado (cfr. art. 59 de la LMV: “todas las operaciones”) y con la finalidad de formar un capital de reserva a disposición de la Cámara. *Vid. WATSHAM, Futures and options..., cit.*, pp. 13-14.

(21) Es el llamado *maintenance margin* o “garantía diaria”, que es la pieza central del sistema. *Vid., infra*, III.3.

(22) El sistema de garantías diarias toma en consideración al sujeto (a cada sujeto) participante en el Mercado, que será el deudor de su satisfacción, en función del saldo neto que produzca la liquidación virtual diaria de todas sus posiciones abiertas. Pero éstas nacen de cada relación obligatoria que el sujeto titula, en las que se determinará, por comparación con la evolución del activo subyacente y aplicación del método de cálculo precedente, el *quantum* de garantías de cada contrato celebrado por dicho sujeto. En consecuencia el sistema de garantías diaria contempla cada relación obligatoria titulada por el sujeto como referencia de la determinación de la prestación que por garantías proceda, que se calcula para cada contrato, obteniéndose luego por diferencias de todas las posiciones el saldo a satisfacer por el titular.

(23) *Vid. SALINGER, “Stock Market margin requirements and volatility: implications for regulation of Stock Index Futures”, en VV.AA., Regulatory reform of Stock and Futures Market. A special issue of the Journal of Financial Services Research, Boston-Dordrecht-Londres, 1989, pp. 121-138.*

participantes por su condición de tales ⁽²⁴⁾, sino que también se articula como obligación contractual presente en cada relación obligatoria a cargo del sujeto que no es la Cámara, y cuyo *quantum* se determina en función del *quantum* de las prestaciones contractuales exigibles a dicho sujeto *en cada relación obligatoria que titula*. Las exigencias o prestaciones de garantía, determinadas en cada contrato, se adicionan para, por diferencias, resultar un saldo neto de garantías exigible a cada sujeto participante en el Mercado ⁽²⁵⁾.

3. Enunciación de las materias a tratar

Establecida la función económica de las “garantías”, y delimitadas conceptualmente (es decir, determinando a qué alude el legislador cuando menciona las “garantías” del contrato de futuros), procede ensayar un modelo teórico que explique el régimen jurídico de estas garantías mediante el establecimiento de los principios del sistema, del que resulta la existencia de *obligaciones de garantizar* a cargo de los sujetos participantes en el Mercado y en relación con las prestaciones que les son exigibles por las transacciones realizadas en él. El artículo continúa con el examen de estas obligaciones de garantizar, detallando su contenido, prestación y calificación jurídica, para terminar tratando la función de las garantías en los casos de incumplimiento de obligaciones.

(24) Que es propiamente el carácter de la “garantía inicial” o *initial margin*, *vid., infra*, III.2.

(25) La exigencia de “garantías” es un rasgo característico de los Mercados de Futuros. En el mercado bursátil a plazo y a crédito es posible encontrar elementos de cierta similitud, que pueden eventualmente adquirir el valor de precedentes (*vid., infra*, en este capítulo), aunque, como dice IBÁÑEZ JIMÉNEZ (“Opciones normalizadas...”, *cit.*, p. 311), no hay identidad absoluta entre las figuras de las “garantías” de los derivados y las del Mercado Bursátil a plazo. Es cierto que desde el punto de vista económico las funciones (y sobre todos los efectos: se produce idéntico “apalancamiento financiero”: *vid.* MÍNGUEZ, “El régimen jurídico de las garantías...”, *cit.*, p. 297) de las garantías de las operaciones a plazo y los contratos de futuros son muy próximas, si bien con las lógicas diferencias de las distintas figuras en las que se desenvuelven una y otras “garantías”. Como dice JONES (*Financial Futures market*, *cit.*, p. 20) “*The security margin is a partial payment for property received*” mientras que “*The futures margin is a performance bond. It is a neither an extension of credit nor a partial payment for property received. It is a key part of the futures market’s efficiency, leverage and liquidity as well as its financial integrity*”. *Vid.* también, en sentido similar, HIERONYMUS, *Economics of Futures Trading*, Nueva York, 1971, p. 322.

II. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS GARANTÍAS

1. El sistema de garantías en la normativa del Mercado

A) Descripción del sistema

El capítulo IV del RD 1814/1991 ⁽²⁶⁾, integrado por los arts. 17, 18 y 19 de dicha Resolución, invoca como título el de “Del régimen de garantías”, estableciendo el “deber de constitución y mantenimiento de garantías” (art. 17), el deber (y el método) de “actualización” (art. 18) así como el modo de cumplimiento de la obligación de garantizar o “materialización” (art. 19) ⁽²⁷⁾. Interpretando conjuntamente estas disposiciones con las concordantes del RMEFF es posible describir el sistema o “régimen de garantías” del siguiente modo:

a) Se establece ⁽²⁸⁾ con carácter general para todos los participantes en el Mercado ⁽²⁹⁾ (es decir, para todos los sujetos posibles de relaciones obligatorias

⁽²⁶⁾ El artículo 59 de la LMV se consagra a la regulación de los Mercados de Futuros y Opciones Financieras. Dicho artículo proporciona el modelo de ordenación de normas aplicables al contrato, el cual permite resolver los posibles conflictos entre normas de distinto rango, de acuerdo con siguiente prelación: 1.º la LMV; 2.º el RD 1814/1991; 3.º las Órdenes dictadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en desarrollo del RD 1814/1991 haciendo uso de la habilitación expresa que contiene el parr. 1.º de la DF de éste (cuya habilitación puede el Ministro delegar en la CNMV); 4.º el RMEFF; 5.º el desarrollo reglamentario general de la LMV; 6.º las Circulares de la CNMV dictadas en ejercicio de la habilitación expresa contenida en el art. 3.º 4 del RD 1814/1991; 7.º las demás Circulares de la CNMV; 8.º las Decisiones o “Circulares” de las Sociedades Rectoras del MEFF; 9.º las condiciones generales de cada contrato; 10.º las normas generales del CCom en materia contractual; 11.º el Derecho común contractual.

⁽²⁷⁾ En la LMV (arts. 59.8 y 59.9) y en la Ley 41/1999 (arts. 14 y 15) se disponen, respectivamente, la afectación de las garantías exclusivamente a las obligaciones que deriven de las “operaciones llevadas a cabo en los Mercados de Futuros y Opciones” (art. 59.8 de la LMV), atribuyendo a la Sociedad Rectora del Mercado un “derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieran constituido a favor de aquéllos en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso que tales Miembros o Clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal” (art. 59.9 de la LMV; en sentido similar, y completando esa norma, los arts. 14, 15 y 16 de la Ley 41/1999). Pero en la LMV (o en la Ley 41/1999, obviamente) no hay una caracterización del sistema de garantías; ésta resulta del RD 1814/1991 y del RMEFF.

⁽²⁸⁾ Dice el art. 21.1 del RMEFF: “En el momento en que MEFF registra una transacción, nace la obligación del Cliente y del Miembro intervinientes de suministrar a MEFF la Garantía de acuerdo con lo dispuesto en el presente Reglamento”. En realidad la obligación no “nace” en ese momento, puesto que existe desde que se perfecciona el contrato; lo que sucede es que es exigible desde el registro de la relación obligatoria resultante.

⁽²⁹⁾ Cfr. arts. 17.1 y 17.2 del RD 1814/1991.

nacidas de contratos que se celebran en el Mercado: Miembros y Clientes) la obligación de “constitución y mantenimiento de las garantías” en función de las “posiciones abiertas que tengan contraídas” los Miembros o los Clientes de éstos⁽³⁰⁾ y también por razón de “la categoría del Miembro”⁽³¹⁾, de modo que, en realidad, aparecen dos obligaciones de garantizar distintos por su causa: la “garantía permanente”⁽³²⁾ que se impone al Miembro “según su categoría” (es decir, a los Miembros Liquidadores y Liquidadores Custodios que, por su condición, participan en el proceso de ejecución del contrato)⁽³³⁾ y la “garantía variable”⁽³⁴⁾ que se impone a cualquier sujeto contractual por consecuencia de la evolución de sus “posiciones abiertas”, es decir, en función de las pérdidas o ganancias que vaya experimentando y que, consecuentemente, determinan el mayor (o menor) riesgo⁽³⁵⁾ de posible insolvencia⁽³⁶⁾. El objeto de la obligación

(30) Cfr. art. 21.2 del RMEFF.

(31) Cfr. arts. 4.3.d) y 4.4.d) del RMEFF.

(32) La “garantía inicial” a que se refiere el art. 20.1.1 del RMEFF (próxima, aunque no idéntica, a la *initial margin* de los Mercados anglosajones) puede recibir la denominación de “garantía permanente”, como la califica IBÁÑEZ JIMÉNEZ (“Opciones normalizadas...”, *cit.*, pp. 316-317) y el propio art. 20.1.1 del RMEFF al definirla (“Garantía inicial, consistente en una *garantía permanente* exigible a los Miembros del Mercado, a criterio de MEFF, que tendrá un importe máximo de 200 millones de pesetas, y en ningún caso se utilizará para discriminar entre sí a Miembros de la misma clase”).

(33) Cfr. art. 20.1.1 del RMEFF.

(34) Por idénticas razones a las que fundan la denominación “garantía permanente”, debe llamarse “garantía variable” a las garantías diarias y extraordinarias aludidas en los arts. 20.1.2 y 20.1.3 del RMEFF, puesto que la calificación “permanente” es simétrica de la de “variable” y ambas atienden al mecanismo de exigencia y determinación del *quantum* de la prestación de garantía; por otra parte, la expresión “garantía variable” está también en la definición de la “garantía diaria” [cfr. art. 20.1.2 del RMEFF: “Garantía Diaria, consistente en la *garantía variable* relativa a las posiciones tomadas en el Mercado, exigible a todos los Miembros y Clientes del Mercado con contratos abiertos registrados en sus cuentas. (El) MEFF calcula y exige la garantía diaria en la forma indicada en este Reglamento”].

(35) Cfr. art. 21.7 del RMEFF.

(36) La finalidad de la garantía quizá contribuye a poner de relieve elementos de su naturaleza jurídica. Lo que se pretende al exigir la garantía es la *datio* de fondos o activos de liquidez extrema que permitan a la Sociedad Rectora ejecutar el contrato incumplido sin necesidad de averiguar la solvencia o insolvencia del deudor, porque la garantía cubre la deuda y el acreedor ejerce sobre ella un poder de disposición bastante para hacer efectivo el derecho de crédito eliminando el coste de transacción de la averiguación de solvencia patrimonial (quizá también el del litigio, invirtiendo en ese sentido el coste de iniciación del proceso). En consecuencia, el *quantum* de la garantía no depende de la solvencia o insolvencia real del deudor, sino de la pérdida o ganancia que se espera obtener por éste en función de la evolución que va

de garantizar se ciñe exclusivamente a todas las “obligaciones derivadas de las operaciones realizadas en el Mercado”⁽³⁷⁾ por el sujeto que garantiza, sin que puedan responder las garantías de ninguna otra obligación o prestación⁽³⁸⁾.

b) El *quantum* de la prestación de garantía se determina del siguiente modo: en la “garantía permanente” lo establece la Sociedad Rectora en atención a las características del Miembro⁽³⁹⁾; en la “garantía variable” es igualmente determinado por la Sociedad Rectora “en función de la evolución de las cotizaciones”⁽⁴⁰⁾ mediante la aplicación, por *relatio*⁽⁴¹⁾, del método de cálculo y determinación de garantías que está fijado en la oportuna Circular, de acuerdo con el RMEFF y las condiciones generales de cada contrato⁽⁴²⁾.

c) La obligación de garantizar admite distintos modos de cumplimiento⁽⁴³⁾ que en definitiva materializan los que el propio RMEFF⁽⁴⁴⁾, no casualmente, denomina “depósitos de garantía”⁽⁴⁵⁾, aludiendo, en definitiva, a que la

experimentando su posición en el Mercado. Si el sujeto contractual va *ganando*, es irrelevante que sea solvente o insolvente: la garantía será mínima o no existirá. El riesgo nace cuando de la evolución de las posiciones del sujeto deudor de la garantía se deduce la probable necesidad de traer fondos o patrimonio *que están fuera del Mercado*, y por ello se exige anticipadamente la traída de esos fondos (*verdadera datio*) al Mercado, permitiendo su disposición por éste, para eliminar el coste (jurídico y económico) de su búsqueda, y dotar de seguridad (jurídica y económica) al conjunto de transacciones.

(37) Cfr. arts. 17.3 del RD 1814/1991 y 59.8 de la LMV.

(38) Cfr. también arts. 14 y 15 de la Ley 41/1999.

(39) Se determina por Circular de la Sociedad Rectora del MEFF.

(40) Cfr. art. 18.1.I del RD 1814/1991.

(41) La determinación del *quantum* de la prestación de garantía variable se produce de modo similar a la determinación del *quantum* de la prestación principal del contrato, es decir, *per relationem*.

(42) Cfr. arts. 21.3, 21.4, 21.7, 21.8, 21.9 y 22 del RMEFF.

(43) Cfr. arts. 19.1 y 19.2 del RD 1814/1991, y arts. 20.2, 20.3, 20.4, 20.5, 21.5 y 21.6 del RMEFF.

(44) En inglés las garantías, en sentido general, son *deposit margin*.

(45) Cfr. art. 2.º del RMEFF: “Depósitos en Garantía: Importe de garantías exigidas por [el] MEFF cuya función es cubrir los riesgos que [el] MEFF asume por los Contratos registrados en cada Cuenta”. A pesar de cierta impropiedad técnica (los “depósitos” no *son* un “importe”), me parece una aceptable definición, porque atiende a la naturaleza de la garantía [es obligación (*exigidas*), cuya prestación revela el *genus* de *datio*, contenido en la expresión *depósito*] y a su causa: cubrir el riesgo *global* del Mercado que se deduce de la asunción por la Sociedad Rectora de la condición de contraparte en todas las transacciones, y ello pese a no constituir técnicamente un *depósito*. *Vid., infra*, III.3.C).3.

finalidad de las distintas prestaciones del deber de garantizar dota de un denominador común a todas ellas, porque encierran siempre la atribución al acreedor de las garantías (el MEF), mediante la *datio* de su objeto, de un poder más o menos inmediato de disposición sobre los fondos y activos financieros en que dichas garantías se sustancian ⁽⁴⁶⁾.

d) Las obligaciones de garantizar tienen carácter esencial en el contrato ⁽⁴⁷⁾ y, consecuentemente, su incumplimiento habilita al acreedor perjudicado para resolver el contrato y dar anticipadamente por vencida y terminada la relación obligatoria resultante ⁽⁴⁸⁾.

B) Principios de funcionamiento del sistema

El funcionamiento del sistema de garantías se desenvuelve de acuerdo con las siguientes reglas generales o principios:

a) Se trata de un conjunto de reglas que permiten ser entendidas como un verdadero sistema, animado por la finalidad de eliminar el riesgo de insolvencia de la Sociedad Rectora por previo incumplimiento de obligaciones debidas por participantes en la negociación del Mercado. En consecuencia, solo el MEF es acreedor de las garantías, no lo es el otro sujeto contratante, aun en el caso de que sus posiciones de ganancia relativa autorizaran eventualmente un derecho a exigir una garantía que, de concebirse ésta como simple cobertura del riesgo de incumplimiento contractual, no habría fundamento dogmático para negar. Sin embargo el sujeto, que no es la Sociedad Rectora, carece de derecho a exigir

⁽⁴⁶⁾ *Vid., infra*, III.3.C).c).2.

⁽⁴⁷⁾ En la relación obligatoria esencial nacida del contrato de futuros financieros se identifican las siguientes obligaciones: A) La obligación de pagar al MEF un precio ("tarifa" o "comisión" en la normativa del Mercado) en concepto de retribución por la actividad del MEF como organismo rector del Mercado y por su condición de Cámara de Compensación, que se impone sólo sobre el sujeto (Cliente o Miembro) que ha de cumplirla frente al MEF. Esta obligación es esencial y principal. B) La obligación de prestar ante el MEF las garantías que procedan, en función de la evolución del activo subyacente; la prestación de estas garantías consiste en una *datio* de dinero o instrumentos de Deuda Pública mediante la constitución de prendas (de dinero o de valores), ofrecidas alternativamente al deudor (Cliente o Miembro). Esta obligación es también esencial. C) La obligación de pago de las pérdidas sufridas por la evolución desfavorable, en su caso, del comportamiento del activo subyacente; el *quantum* y los sujetos de dicha prestación se determinan *per relationem* con el *precio de futuro* concertado al contratar. Esta obligación descrita es esencial, y es también principal en el contrato de futuros financieros, caracterizando el tipo y mostrando la función económico-social que éste desempeña.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. art. 18.3 del RD 1814/1991 y arts. 20.6, 23.1, 23.2, 23.3, 23.4 y 23.5 del RMEFF.

garantías, porque la función de éstas no es primeramente garantizar el cumplimiento del contrato, sino la de cubrir el riesgo de insolvencia de la Sociedad Rectora por incumplimiento previo de algún protagonista del Mercado ⁽⁴⁹⁾.

b) El contrato de futuros financieros celebrado (*rectius*, cada uno de los contratos celebrados en el Mercado) desempeña la función de base fáctica de la *relatio* necesaria en la determinación del *quantum* de la prestación de “garantía variable” ⁽⁵⁰⁾, cuyo importe se calcula diariamente por aplicación de los criterios y métodos fijados por el MEF en Circular y en las condiciones generales del Contrato. Es cierto que las “garantías” (variable y permanente) servirían, en su caso, finalmente para satisfacer la obligación incumplida resultante de un contrato de futuros, pero esa directa afectación entre determinación del *quantum* de garantía de un contrato y satisfacción de la obligación resultante de ese contrato sólo tiene lugar en el modelo teórico ideal contemplado en este estudio (sin perjuicio de que, como hipótesis, ciertamente marginal, pudiera suceder alguna vez). No hay vínculo alguno directo entre las garantías que se exigen por un contrato y la eventual satisfacción de la obligación debida nacida de ese contrato, porque el conjunto o suma de todas las garantías de cada sujeto participante en el Mercado cubre el conjunto o suma de todas las prestaciones debidas por dicho sujeto en el Mercado. La unidad de determinación del *quantum* de la prestación de la garantía variable es el contrato ⁽⁵¹⁾, la unidad de exigencia de la *datio* de garantías es el sujeto contractual ⁽⁵²⁾. Ello demanda la obtención diaria de un saldo neto por diferencias de las garantías exigibles por todas las “posiciones abiertas” de dicho sujeto para consolidar el importe de la garantía diaria debida ⁽⁵³⁾.

c) El sistema de garantías descansa primordialmente en la exigencia al deudor de una *datio* de fondos o de activos de extrema liquidez, sobre los que se otorga al acreedor un poder de disposición (cuyo alcance y extensión determinará distintos modos de cumplimiento de la obligación de garantizar), pero en el entramado de reglas que integran el sistema conviene atender también a otros

(49) *Vid., supra*, sobre esta cuestión, I.2.

(50) La “garantía permanente” permanece al margen de esa *relatio*.

(51) Cfr. arts. 20.1.2 y 21.3 del RMEFF.

(52) Cfr. art. 23.6 del RMEFF: las garantías se exigen por “cuentas” de cada sujeto.

(53) Es una verdadera liquidación por diferencias de posiciones, pero tiene otro sentido y otra finalidad distintas de la “liquidación por diferencias” que menciona el art. 17 del RMEFF. El que se contemple al sujeto deudor de la obligación de garantías como referencia unitaria que asume el conjunto de prestaciones debidas por dicho sujeto explica también el mecanismo resolutorio de *todos los contratos* previsto en el art. 23.6 del RMEFF por incumplimiento de las obligaciones que deriven de alguno de ellos.

mecanismos que sirven a la finalidad de cubrir el riesgo de insolvencia de la Sociedad Rectora; ésta reconoce como interlocutor del procedimiento de dación de garantías al Miembro Liquidador⁽⁵⁴⁾ y al Miembro Liquidador Custodio⁽⁵⁵⁾, quienes intervienen en la constitución de las garantías permanentes y variables, tanto las que correspondan a sus propias posiciones, como las predicable respecto de los Clientes y de los otros Miembros para los que actúan en la liquidación y compensación del contrato, siendo responsables solidarios del cumplimiento de tales obligaciones⁽⁵⁶⁾.

2. Los precedentes del sistema de garantías

A) Las “coberturas” de la contratación bursátil a plazo

En las operaciones a plazo reguladas por el Reglamento de Bolsa de 1967⁽⁵⁷⁾ se estableció un llamado “régimen de coberturas”⁽⁵⁸⁾, que es precedente del sistema de garantías de la contratación del Mercado de Futuros, puesto que los rasgos de ambas figuras guardan una relación de considerable similitud⁽⁵⁹⁾:

a) Las “coberturas” consisten en “entregas de valores o dinero que persiguen una finalidad de garantía⁽⁶⁰⁾ realizadas por el sujeto contractual por disposición de la Ley⁽⁶¹⁾ para toda clase de operaciones a plazo⁽⁶²⁾.”

(54) Cfr. arts. 4.3.2.b) y c), 5.2.f) y 6.1.o) del RMEFF.

(55) Cfr. arts. 4.4.2.b) y c) y 6.2.1 del RMEFF.

(56) Cfr. art. 6.1.p) del RMEFF.

(57) Cfr. arts. 79 a 138 del RB.

(58) Cfr. arts. 97 a 110 del RB.

(59) El régimen de coberturas de las operaciones a plazo instaurado por el RB de 1967 tiene como antecedentes las exigencias de garantías en las operaciones a plazo que contenía el “Reglamento para el Régimen Interior de la Bolsa de Comercio de Madrid” (RD 6-III-1919) (cfr. arts. 34 y 38, entre otros), y el régimen establecido en el Reglamento de 1928 (cfr. arts. 45 y ss.).

(60) En palabras de MENÉNDEZ (“La cobertura de las operaciones bursátiles”, en VV.AA. *Coloquio de Derecho Bursátil*, Bilbao, 1970, pp. 259-285), p. 264.

(61) MENÉNDEZ (“La cobertura...”, *cit.*, pp. 264-267) distingue en el RB las “coberturas voluntarias” de las “legales”. Las primeras puede exigir las el Agente antes de iniciar la operación (art. 140 RB); las legales se demandan en todo caso y “como mínimo” (art. 140 RB). Las coberturas legales son el antecedente directo de las “garantías” del contrato de futuros, mientras que las voluntarias se insertan, a mi juicio, en el contexto de la relación entre Agente y Comitente.

(62) Siguiendo a MENÉNDEZ (“La cobertura...”, *cit.*, pp. 267-268) hay dos clases de “coberturas legales”: las llamadas “coberturas ordinarias o generales” y las “coberturas para pago de diferencias”. Me parece que el régimen de las garantías del Mercado de Futuros es

b) El acreedor de las coberturas legales es la Junta Sindical ⁽⁶³⁾ (aunque las exija en su caso el Agente al comitente) ⁽⁶⁴⁾; en la Caja de ésta se depositan las coberturas y se abre a cada Agente una Cuenta en la que constarán las entregas realizadas ⁽⁶⁵⁾; el incumplimiento de la obligación de dar las coberturas está sujeto, no sólo a sanción para el Agente incumplidor ⁽⁶⁶⁾, sino también abre la posibilidad, en su caso, de resolver el contrato al descubierto ⁽⁶⁷⁾.

c) El *quantum* de las coberturas se determina por *relatio* con las magnitudes del contrato cuyo cumplimiento garantizan ⁽⁶⁸⁾; la Ley dispone el “coeficiente mínimo” del que resultarán el importe de las coberturas, que en todo caso será exigido, pero se faculta a la Junta Sindical (y al Ministro de Hacienda) ⁽⁶⁹⁾ para fijar coeficientes “por encima” del mínimo según la clase de valor y dependiendo de las “desviaciones de las cotizaciones” ⁽⁷⁰⁾.

d) La finalidad de las coberturas es garantizar, no sólo el cumplimiento del contrato cuyo sujeto las aporta, sino, sobre todo, evitar riesgos del Mercado en general ⁽⁷¹⁾ como consecuencia de actuaciones excesivamente temerarias o especulativas que, eventualmente, pudieran provocar la insolvencia de la con-

tributario de ambas modalidades, que, por otra parte, presentan rasgos de identidad esencial; comparte con las “coberturas para pago de diferencias” la vinculación directa por *relatio* con las oscilaciones del Mercado para la determinación del *quantum*, mientras que se aprecia en las “coberturas generales”, no sólo esa característica (que no atenúa el distinto momento de exigencia, pues en las “generales”, aunque se demanden “antes de iniciar” la operación, el *quantum* se fija igualmente en atención a la evolución del Mercado), sino también la de servir de protección de la insolvencia general del Mercado que pudiera provocar movimientos especuladores (vid. MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, pp. 276-278).

(63) Cfr. arts. 101, 102, 103, 104 y 105 del RB.

(64) Vid. MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, p. 270.

(65) Cfr. art. 105 del RB.

(66) Cfr. art. 110 del RB. Si el Cliente no entrega las coberturas, se “liquida su posición”: cfr. arts. 141 y 169 del RB.

(67) Cfr. arts. 110, 122 a 124 del RB. Vid. también MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, pp. 283-285.

(68) Cfr. arts. 112 y 128 del RB. Vid. MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, pp. 285-287.

(69) Cfr. art. 99 del RB.

(70) Vid. MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, p. 276.

(71) Vid. sobre esta cuestión, MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, pp. 281-282.

traparte⁽⁷²⁾; se configuran por tanto como verdadera condición legal “para poder operar”⁽⁷³⁾ en el Mercado que se reviste del carácter de un “género de prenda”⁽⁷⁴⁾.

e) La entrega de las coberturas entraña una *datio* de los valores o dinero que constituyen su objeto que transfiere el poder de disposición sobre aquéllos desde el dador de las coberturas al acreedor de éstas, es decir, la Junta Sindical⁽⁷⁵⁾; el derecho que adquiere la Junta sobre las garantías es inembargable e irreivindicable y produce la afección exclusiva del objeto de las coberturas a las obligaciones garantizadas⁽⁷⁶⁾.

B) Las garantías en el sistema de crédito en Operaciones Bursátiles de Contado

En la Orden del Ministerio de Economía y Comercio de 10 de abril de 1981⁽⁷⁷⁾ se regulaba la “cobertura y garantía”⁽⁷⁸⁾ del cumplimiento de los contratos bursátiles de contado en los que conviniera “el diferimiento en el cumplimiento de las obligaciones que les incumban” a los sujetos contractuales, esta-

(72) Aunque ciertamente la Junta Sindical no asume la condición de parte contractual, ni siquiera cuando el contrato bursátil resulta incumplido, sí le impone la Ley un conjunto de deberes y facultades en caso de “incumplimiento de las operaciones bursátiles” (cfr. arts. 165 a 177 del RB) que aproximan su función a la de contraparte, y, desde luego, parece que inspirado en la misma finalidad: eliminar en lo posible riesgos de insolvencia.

(73) Esta es la opinión de MENÉNDEZ (“La cobertura...”, *cit.*, p. 281), que comparto y extiendo al Mercado de Futuros.

(74) MENÉNDEZ (“La cobertura...”, *cit.*, pp. 265-267) califica así las coberturas, “dada la naturaleza de la operación y su función”, excluyendo con fundados argumentos la calificación de “anticipo” del precio de la venta (no hay “pago anticipado” sino previsión de incumplimiento del pago) o de arras [las partes al concertar la operación y entregar la cobertura no contemplan el juego del mecanismo de las arras (la posible pérdida para el comprador o entrega del duplo por el vendedor) para el caso de incumplimiento, ni ese es el régimen consiguiente].

(75) Cfr. art. 104 del RB: “Todas las coberturas quedarán en poder de la Junta Sindical...”. *Vid.* MENÉNDEZ, “La cobertura...”, *cit.*, pp. 278-279.

(76) El régimen de las garantías del Mercado de Futuros supone un avance (considerable, pero en ese sentido) en el camino iniciado por el de las coberturas: de la inembargabilidad e irreivindicabilidad del art. 102 del RB al derecho de separación del art. 59.9 de la LMV y arts. 14 y 15 de la Ley 41/1999.

(77) Orden del Ministerio de Economía y Comercio de 10 de abril de 1981, “sobre regulación del crédito del comprador y al vendedor en Operaciones Bursátiles de Contado” (BOE 13-IV-1981).

(78) Cfr. art. 3.º 1 de la OMEC de 10-IV-1981, que identifica ambas expresiones.

bleciéndose un sistema de crédito a compradores y vendedores ⁽⁷⁹⁾. El acreedor de las garantías era la Junta Sindical ⁽⁸⁰⁾, que establecía su importe ⁽⁸¹⁾ por *relatio* con la oscilación de precios de los valores contratados ⁽⁸²⁾.

El sistema de garantías de esta clase de operaciones se regula con más detalle en la OMEH de 25-III-1991 ⁽⁸³⁾, cuyo art. 4.º (“Garantías exigibles”) contiene un régimen que atribuye a la Sociedad Rectora el carácter de acreedora de dichas garantías y la facultad de determinar su *quantum* por *relatio* con las oscilaciones de precios de los valores contratados, sancionándose la irreivindicabilidad de las “garantías constituidas en los términos del art. 102 del RB” ⁽⁸⁴⁾.

C) Los precedentes inmediatos

Sobre las bases conceptuales de los sistemas de cobertura de las operaciones a plazo y de garantías de las operaciones a crédito se establece el régimen de garantías de las operaciones a plazo, futuros y opciones sobre Deuda Pública anotada ⁽⁸⁵⁾, que es precedente directo e inmediato del Mercado de Futuros y Opciones ⁽⁸⁶⁾.

⁽⁷⁹⁾ Cfr. art. 1.1 de la OMEC de 10-IV-1981.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. art. 4.3 de la OMEC de 10-IV-1981.

⁽⁸¹⁾ Cfr. art. 4.1 de la OMEC de 10-IV-1981.

⁽⁸²⁾ Cfr. art. 4.2 de la OMEC de 10-IV-1981.

⁽⁸³⁾ OMEH 25-III-1991, “BOLSAS DE VALORES. Sistema de crédito de operaciones bursátiles de contado” (BOE 9-IV-1991). Esta Orden derogó la OMEH de 28-VII-1989 (BOE 29-VII-1989), que adecuó el sistema de crédito implantado por la OMEC 10-IV-1981 a la LMV. En realidad las normas de la OMEH 28-VII-1989 se limitaban a sustituir las menciones a la Junta Sindical por las Sociedades Receptoras de las Bolsas, y a los Miembros de éstas en lugar de los Agentes de Cambio y Bolsa anteriores. *Vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, M., “Nueva regulación sobre el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado”, *RDBB*, n.º 35, 1989, pp. 653-654.

⁽⁸⁴⁾ Cfr. arts. 4.º y 5.º de la OMEH de 25-III-1991. *Vid.* ENDEMAÑO AROSTEGUI, *Las operaciones bursátiles a crédito en las Bolsas españolas (en el marco del sistema de liquidación por compensación de los contratos bursátiles y de depósito de títulos)*, Madrid, 1993, pp. 29-30.

⁽⁸⁵⁾ Cfr. Res. DGTPF de 21-III-1989, “DEUDA DEL ESTADO. Operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre la anotada” (BOE 28-III-1989).

⁽⁸⁶⁾ Sobre la génesis legislativa del sistema de garantías, *vid.* DÍAZ RUIZ, “Los otros Mercados Secundarios de Valores”, *RDBB*, n.º 75, 1999, pp. 23-24.

3. Referencia al sistema de garantías en los principales Mercados extranjeros

El modelo del sistema de garantías, al ser rasgo característico y esencial de los Mercados de Derivados ⁽⁸⁷⁾ se reproduce, con ligeras variantes, en los principales de éstos:

a) En el *Chicago Board of Trade* (CBOT) los Miembros Liquidadores (*Clearing Members*) han de suministrar a la Cámara de Compensación las garantías que procedan en función de las transacciones realizadas por los propios Miembros, o sus Clientes [sean particulares (*customers*) u otros Miembros no liquidadores (*non-clearing Members*)] ⁽⁸⁸⁾. El *quantum* de las garantías se fija por *relatio* con las oscilaciones (*volatility*) del precio del activo subyacente ⁽⁸⁹⁾, cuyo mínimo fija la Autoridad del Mercado ⁽⁹⁰⁾ y consiste en dinero y valores públicos o privados (nacionales o extranjeros) ⁽⁹¹⁾, evaluados de acuerdo con los criterios de la Cámara ⁽⁹²⁾. La falta de entrega de las garantías requeridas, no sólo faculta a la Cámara a cerrar las posiciones del incumplidor ⁽⁹³⁾, sino que impide la ejecución del contrato incumplido y cualquier otro del Cliente hasta tanto no se suministren aquéllas ⁽⁹⁴⁾.

⁽⁸⁷⁾ *Vid., supra*, I.2.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. “*Chapter 4. Margins and Deposits*”, en general, de las “*Amended and Restated Bylaws of Board of Trade of the City of Chicago, Inc.*”. En adelante, CBOT (*rules*). En concreto, las *rules* 430.00 y 431.01, para la exigencia general de garantías a Miembros y Clientes.

⁽⁸⁹⁾ Cfr. *rule* 431.03 de las citadas CBOT *rules*. Hay una garantía inicial (*initial margin*), que debe actualizarse permanentemente (*maintenance margin*) y unas garantías variables (*hedging margins, spread margins*) dependiendo de las clases de contrato y vencimiento, que se calculan por *relatio* con los precios de los activos subyacentes de éstas, y en las que, según la modalidad de contrato, se aplica el método SPAN (*Standard Portfolio Analysis of Risk margin*, marca propiedad de *Chicago Mercantile Exchange* (CME)). El método SPAN *simula* la situación que resultaría del cierre de posiciones del sujeto analizado.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. *rule* 431.00.

⁽⁹¹⁾ Cfr. *rule* 431.02, 3 y 4.

⁽⁹²⁾ Cfr. *rule* 431.02.

⁽⁹³⁾ Cfr. *rule* 431.00.

⁽⁹⁴⁾ Cfr. *rule* 431.00, párrafo primero.

Las garantías (*margins*) se conciben en el Derecho norteamericano de Derivados Financieros ⁽⁹⁵⁾ (*securities futures products*) ⁽⁹⁶⁾ como cualquier entrega de bienes con la finalidad de asegurar la solvencia (*credit*) de la contraparte contractual, así como la fianza personal (*performance bond*) dada con ese propósito, en relación con cumplimiento de un contrato de futuros financieros ⁽⁹⁷⁾, cuyo *quantum* o nivel de exigencia (*margin level, level of margin*), tanto mínimo (*minimum amount*) como máximo (*higher level of margin*), es determinado por la Autoridad del Mercado o la Cámara de Compensación ⁽⁹⁸⁾.

b) En el *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), la Cámara de Compensación (LCH) ⁽⁹⁹⁾ exige al Miembro ⁽¹⁰⁰⁾ garantías ⁽¹⁰¹⁾ sufi-

⁽⁹⁵⁾ El sistema del otro gran Mercado de Derivados USA, el CME, es similar (*vid.* un resumen de su funcionamiento en BURGON y BRAVO, “Algunos Mercados de Futuros y Opciones extranjeros como objeto de la inversión institucional: breve descripción y comparación con los Mercados españoles”, *RDSoc.*, 1995, n.º 4, p. 436).

⁽⁹⁶⁾ Esta es la expresión que utiliza la reciente “*Commodity Futures Modernization Act of 2000*” (*short title*) (CFMA) de 14 de diciembre de 2000.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. Sec. 201 de la CFMA, que ha modificado la *Section 3(a)* de la SEA de 1934: su párrafo (57)(A) queda redactado del siguiente modo: “*The term ‘margin’, when used with respect to a security futures product, means the amount, type, and form of collateral required to secure any extension or maintenance of credit, or the amount, type, and form of collateral required as a performance bond related to the purchase, sale, or carrying of a security futures product*”.

⁽⁹⁸⁾ Cfr., en la Sec. 201 de la CFMA *cit.*, y la nueva redacción del par. 57(B) de la Sec.3(a) de la SEA de 1934.

⁽⁹⁹⁾ *London Clearing House*.

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. “*Regulation 43. Margin*” de las “*General Regulations and Default Rules*” de LCH (“*The London Clearing House Limited General Regulations and Default Rules*”). En adelante, *LCH Regulations*.

⁽¹⁰¹⁾ Hay dos clases de garantías: la *initial margin*, que se define como “*an amount determined and published from time by the Clearing House with regard to each exchange contract and each category of OTC Contract, in respect of which Members may be required to provide to the Clearing House cover in accordance with these Regulations and the Procedures as a condition of registration of an original contract by the Clearing House and otherwise in respect of Contracts registered with the Clearing House, as prescribed by these Regulations and the Procedures*”; y la *variation margin*, que consiste en “*an amount determined by the Clearing House in accordance with the Procedures in respect of original contracts or open contracts (as the case may be) by reference to the difference between the contract value of such contracts (as determined in accordance with the Procedures) and the value of such contracts at official quotations, or at such other prices as the Clearing House may determine pursuant to the Procedures. The term ‘variation margin’ shall include daily settlement amounts save where the con-*

cientes para cubrir (*cover*) el riesgo de incumplimiento de todas las obligaciones que resulten a cargo de dicho Miembro por los contratos registrados a su nombre⁽¹⁰²⁾. El *quantum* de las garantías y el modo de cumplimiento de la obligación de entrega de su objeto son determinados por la Cámara⁽¹⁰³⁾, que puede considerar eventualmente insuficientes algunos de los activos recibidos en función de las cotizaciones tanto del activo subyacente del contrato que garantizan como del propio valor entregado en garantía⁽¹⁰⁴⁾. Las garantías se entregan (*furnish or deposit*) a la Cámara⁽¹⁰⁵⁾, que recibe la *datio* de los activos o valores en que consisten, cuya titularidad ha de corresponder al Miembro dador o al tercero que expresamente los ceda con esa finalidad⁽¹⁰⁶⁾, y quedan afectos exclusivamente al cumplimiento de las obligaciones que garantizan⁽¹⁰⁷⁾. La obligación de dar garantías (por todos sus contratos, los propios y los de sus Clientes y Miembros no Liquidadores) se adiciona a las demás que incumben al Miembro, y adquiere el carácter de condición legal de registro del contrato⁽¹⁰⁸⁾.

c) El sistema es similar en los demás Mercados principales (*major Exchanges*): en el *Marché a Terme Internationale de France* (MATIF) se exige una garantía previa (consistente en un depósito de dinero) a cada Miembro liquidador, y, además, hay una garantía diaria (*dépôt de garantie*) integrada por diversos elementos y métodos de cálculo que incluyen factores de actualización y mantenimiento de su importe, así como incremento de éste en función (por *relatio*) con la evolución de las posiciones abiertas⁽¹⁰⁹⁾; también en el EUREX se demanda,

text otherwise requires". Resulta patente la determinación por *relatio* con la evolución de los precios del activo subyacente ("...by reference to the difference between...") realizada, de acuerdo con las condiciones convenidas y procedimientos del sistema, por la propia Clearing House. Cfr. LCH Regulations, 1, "Definitions".

(102) Cfr. Regulation 12.a) de las LCH Regulations. Las garantías se dan para cubrir "the performance by such Member of its obligations to the Clearing House in respect of all contracts from time to time to be registered in his name as open contracts pursuant to these Regulations". La finalidad, como en el MEFF, es garantizar la solvencia de la propia Cámara, que es contraparte en todos los contratos que registra para liquidación.

(103) Cfr. Regulation 43 y Regulation 12 (a) de las LCH Regulations.

(104) Cfr. Regulation 12 (c) y (aa)(i) de las LCH Regulations.

(105) Cfr. Regulation 12 (b), (c), (ii), de las LCH Regulations.

(106) Cfr. Regulation 12 (aa), (i) e (ii) de las LCH Regulations.

(107) Cfr. Regulation 12 (m), (n) y (l) de las LCH Regulations.

(108) Cfr. Regulations 12 (a) y 43 de las LCH Regulations.

(109) Cfr. la *Instruction du Directeur General* n.º 99-01 (4 de enero de 1999) y las *Instructions* de CLEARNET SBF S.A. C2-01 (*relative a la compensation des instruments financiers á terme négociés sur un marché réglementé*) y C1-04 (13 de noviembre de 2000).

además de la garantía inicial, una garantía variable en función del riesgo asumido por cada Miembro: las garantías consisten en valores y dinero; aquellos se depositan en una cuenta para el depósito de títulos (*wertpapiersammelbank*) abierta por cada Miembro Liquidador en la *Eurex Clearing AG*; el dinero en una cuenta de la oficina de Frankfurt del *Landszentralbank* en Hesse ⁽¹¹⁰⁾; los sistemas del *Tokyo International Financial Futures Exchange* (TIFFE) ⁽¹¹¹⁾ y del *Mercato Italiano de Futures* (MIF) ⁽¹¹²⁾ responden al modelo teórico general descrito.

III. EXAMEN DE LAS OBLIGACIONES DE GARANTIZAR

1. Consideraciones Generales

Las distintas “clases” de garantías aluden a distintas obligaciones de garantizar: la “garantía inicial” que impone a los Miembros Liquidadores y Liquidadores Custodios el art. 20.1.1 del RMEFF la deben éstos por su condición de tales y, en consecuencia, obedece a la categoría o clase del Miembro y a las funciones que desempeña en el Mercado, lo que justifica su carácter “permanente” ⁽¹¹³⁾, y su determinación por la Sociedad Rectora atendiendo a otras consideraciones distintas de las que sustentan la fijación del *quantum* de las “garantías diarias” (sean diarias simples o extraordinarias) a las que se refiere el art. 20.1.2 del RMEFF. Estas deben ser suministradas por todo sujeto contractual (Miembro o Cliente) a requerimiento de la Cámara de Compensación, que establece su importe por *relatio* entre la evolución de los precios del activo subyacente de cada contrato y el conjunto de posiciones abiertas del sujeto de que se trate. La distinta conformación (y aun naturaleza) de ambas obligaciones

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. art. 4.8 de las *Exchange Rules* de *Eurex Deutschland*.

⁽¹¹¹⁾ En el TIFFE quizás se revela de modo más explícito el carácter de cobertura general del riesgo de insolvencia del Mercado que tienen los *margins*, puesto que se constituye un Fondo de Garantía (*Member Guarantee Fund*) que integra las aportaciones y depósitos realizados por los Miembros (cfr. art. 32, 33 y 11 de las *Trading and Clearing Regulations of TIFFE*).

⁽¹¹²⁾ Cfr. art. 70 del *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52* al que se remite, en cuanto a compensación y liquidación, el art. 2.3 del *Regolamento* de MIF. A tenor de dicha disposición, los participantes en el sistema de liquidación del Mercado deben efectuar las entregas que procedan de los *margin* di garanzia, y “*detti margini non possono essere distratti dalla destinazione prevista nè essere soggetti ad azioni esecutive o conservative da parte dei creditori del singolo partecipante*” (art. 70.1 del *Testo Unico...*, cit.).

⁽¹¹³⁾ *Vid., supra*, II.1.B).

aconseja su examen separado, haciendo constar que, ciertamente, se trata de obligaciones distintas, con distinta fuente (la permanente nace de la relación entre el Miembro y el MEFF; la variable nace de cada contrato que el sujeto celebra en el Mercado), distintos sujetos (la primera sólo afecta a unas clases de Miembros; la segunda a todo participante en el Mercado) y distinto procedimiento de fijación de su importe o *quantum*, aunque con idéntica finalidad y alcance, puesto que se dirigen a garantizar el cumplimiento de cuantas obligaciones titule el sujeto que las da⁽¹¹⁴⁾.

2. La obligación de “garantía permanente” a cargo de los Miembros Liquidadores y Liquidadores Custodios

La obligación de “garantía permanente” o “garantía inicial” (ésta es la expresión que utiliza el RMEFF) incumbe a los “Miembros del Mercado”⁽¹¹⁵⁾, que han de entregarla al MEFF “con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de las Garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados” (Miembros Liquidadores)⁽¹¹⁶⁾ “...así como sus obligaciones de recepción y custodia de Garantías” (Miembros Liquidadores Custodios)⁽¹¹⁷⁾.

Se trata, pues, de una especie de cobertura general de todas las garantías y obligaciones futuras y presentes debidas por el Miembro, que se configura como requisito o condición legal para adquirir dicha cualidad⁽¹¹⁸⁾, entregada con carácter previo a la contratación⁽¹¹⁹⁾, y que, por su naturaleza y fuente, no forma parte de la relación obligatoria nacida del contrato de futuros financieros⁽¹²⁰⁾, aunque incida eventualmente en ésta, puesto que el objeto en que se

(114) También son iguales los modos de constitución de las garantías, que implican, mediante la *datio* de su objeto, la transferencia al acreedor de un poder de disposición (más o menos intenso) sobre éstas; y el acreedor, que es siempre el MEFF.

(115) Aunque el art. 20.1.1 del RMEFF solo menciona a los “Miembros del Mercado”, ha de entenderse que se trata de los Miembros Liquidadores [cfr. art. 4.3.1.d) del RMEFF] y Miembros Liquidadores Custodios [cfr. art. 4.4.1.d) del RMEFF].

(116) Literalmente art. 4.3.1.d) del RMEFF.

(117) Literalmente art. 4.4.1.d) del RMEFF.

(118) Cfr. arts. 4.3.1 y 4.4.1 del RMEFF.

(119) Consiste en una cantidad fija de dinero, determinado periódicamente por el MEFF.

(120) Nace de la relación entre el Miembro y el Mercado.

materializa queda afecto *también* al cumplimiento de las obligaciones que nacen del contrato en que interviene dicho Miembro ⁽¹²¹⁾.

3. La obligación de entregar “garantía variable”

A) Contenido y sujetos

Al celebrar el contrato de futuros financieros nace para el sujeto que no es el MEFF la obligación ⁽¹²²⁾ de entregar las garantías que procedan ⁽¹²³⁾, cuyo *quantum* será determinado diariamente por la Sociedad Rectora ⁽¹²⁴⁾ aplicando

(121) Aunque esta figura se aproxima a la *initial margin* de los Mercados de EE.UU., no es idéntica. La *initial margin* se calcula por contratos celebrados (toma como unidad de referencia cada contrato) y en función de la actividad del Miembro (pretende cubrir “*the maximum expected one-day movement in futures price*”, como dice WATSHAM, *Futures and options...*, cit., p. 15). De modo que existe un método de determinación del *initial margin*: el *SPAN initial margin*, y también es tributario al procedimiento de fijación del tipo de la clase de contratos que el Miembro celebra: hay *spread initial margin*, y *hedging initial margin*. Vid., sobre esta cuestión, JONES, *Financial futures markets*, cit., pp. 18-19.

(122) La obligación de “garantía variable” nace al celebrar el contrato, pero es exigible al ser registradas las relaciones jurídicas resultantes. Cfr. art. 21.1 del RMEFF, que equivocadamente dice “nace”.

(123) La obligación de “suministrar al MEFF la garantía” se impone también exclusivamente sobre el sujeto que no es el MEFF y es una obligación de tracto sucesivo (puesto que su cumplimiento no se agota hasta la entera consumación del contrato ha de “actualizarse” diariamente: vid. art. 18 del RD 1814/1991 y arts. 21, 22 y 23 del RMEFF) con prestación plural: ésta consiste, en suma, en la *datio* de dinero y de ciertos bienes a título de prenda, y con la finalidad de garantizar el cumplimiento de las obligaciones a cargo del sujeto. Su fundamento económico reside en los principios de funcionamiento del Mercado de Futuros, que demandan la cobertura de los riesgos asumidos por sus participantes y la eliminación de la insolvencia de la contraparte, de modo que la exigencia de garantías es diaria: se “actualiza” en función de la evolución del “precio de futuro” declarado al concertar el contrato *per relationem* con el activo subyacente. Es, por tanto, una obligación esencial, establecida expresamente en el art. 59.8 de la LMV y arts. 17, 18 y 19 del RD 1814/1991, y que pesa exclusivamente sobre el sujeto (Cliente o Miembro) particular, no sobre el MEFF.

(124) Cfr. arts. 20.1 y 21.3 del RMEFF: “En el momento en que MEFF RV registra una Transacción, nace la obligación del Cliente y del Miembro intervinientes de suministrar a MEFF RV la Garantía de acuerdo con lo dispuesto en el presente Reglamento”; “El importe de las Garantías Diarias es fijado por MEFF RV de acuerdo a lo especificado en el presente Reglamento y las Condiciones Generales de cada contrato. Dicho importe corresponde al neto de todos los contratos registrados en cada cuenta y es exigible diariamente. En el caso de Cuenta Global, se incluyen en el cálculo conjunto todos los Contratos de todas las cuentas agrupadas en la Cuenta Global”.

por *relatio* los criterios de determinación establecidos en la normativa del Mercado, y la particular del contrato ⁽¹²⁵⁾.

El sujeto pasivo de la obligación es el sujeto contractual, sea Miembro o Cliente ⁽¹²⁶⁾. El acreedor de la garantía es el MEFF ⁽¹²⁷⁾, el objeto de ésta puede estar depositado *a disposición* de la Sociedad Rectora, en un Miembro Liquidador Custodio ⁽¹²⁸⁾, o entregado directamente al propio MEFF. Cada contrato

(125) Cfr. art. 21 del RMEFF.

(126) Cfr. arts. 20.1 del RMEFF, y 21, 22 y 23 del RMEFF *passim*.

(127) El que se imponga sólo a una de las partes de la relación jurídica (el MEFF no tiene obligación de garantizar) es consecuencia de la causa de la obligación, cuyo fundamento último reside en el normal funcionamiento del Mercado y la eliminación del riesgo de insolvencias. Ello supone también que la obligación existe sólo frente al MEFF, y en ningún caso el sujeto particular (Cliente o Miembro) tiene derecho a exigir la constitución de garantías a su favor, aunque la evolución del pronóstico le sea tan favorable (en el mismo grado) como le es desfavorable cuando está obligado a prestar la caución. El significado de esta especial configuración de la obligación es estructural: las garantías que se entregan desempeñan primordialmente la función de aseguramiento del riesgo de la previsible insolvencia de la Cámara de Compensación ante el incumplimiento generalizado de sus obligaciones por los participantes en la actividad del Mercado, funcionando como una especie de “capital de reserva” que atiende esa eventualidad. Por otra parte, la obligación de garantizar es una obligación esencial, ciertamente, pero no principal. Es obligación esencial porque por medio de la satisfacción de la prestación que contiene se cumple la función típica del contrato de futuros, pero ello no impide su carácter de accesoria respecto de las obligaciones principales del contrato, que son el pago de las pérdidas producidas y el pago de la “tarifa” al MEFF. Me parece que sólo a estas obligaciones corresponde ostentar el carácter de “obligación principal” (cfr. arts. 1154 y 1155 del CC), y que la obligación de garantizar, si bien forma parte del contenido esencial del contrato, dado el peculiar mecanismo de consumación de éste, es, sin embargo, una obligación accesoria, puesto que no tiene autonomía económica ni jurídica en relación con la obligación principal y se dirige sencillamente, a garantizar que ésta será cumplida (*vid.*, sobre el criterio de accesoriidad, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, p. 316), constituyendo una verdadera forma de colaboración en el cumplimiento de aquélla. Lo que sucede es que las especiales características del contrato convierten en esencial el deber de garantizar; pero ello no afecta a su carácter accesorio, puesto que son cuestiones que se mueven en distintos planos: el carácter principal o accesorio de una obligación viene determinado por un criterio fundamentalmente económico, que exige examinar el fin típico que el contrato desempeña en el tráfico, de acuerdo con su función económica, y en relación con la cual, las obligaciones son principales (porque muestran el fin típico del negocio) o accesorias (si representan formas de colaboración a ese fin). Por ello la obligación de garantía es *accesoria*, porque se dirige a coadyuvar al cumplimiento de la obligación *principal*. Pero el criterio por el que se califica de esencial o no una obligación es un criterio estrictamente jurídico, que se inserta en el plano del consentimiento y de la causa, y que depende, en definitiva, de la voluntad de los contratantes de atribuir (o no) a una (o a varias) de las prestaciones que proyectan dar o recibir el carácter de *esenciales* y, por ello, contempladas como fundamentales en la génesis del negocio (sinalagma).

(128) Cfr. art. 21.2 del RMEFF.

sirve de unidad de referencia de determinación del *quantum*, pero las garantías se exigen globalmente a cada sujeto participante en el Mercado previa liquidación del conjunto de sus “posiciones abiertas” y fijación del saldo por garantías resultante del total ⁽¹²⁹⁾. El cumplimiento de la obligación de prestar las debidas garantías implica la transferencia de algún poder de disposición sobre el objeto de la obligación (el dinero o los activos que garantizan) desde su titular hacia la Sociedad Rectora. Las distintas configuraciones de ese poder de disposición sobre el objeto de las garantías generan los distintos modos de cumplimiento de esta obligación de garantizar ⁽¹³⁰⁾.

B) La determinación del quantum de la prestación de garantía variable

El importe o *quantum* de la garantía variable es fijado por el MEFF ⁽¹³¹⁾ de conformidad con los criterios establecidos en la normativa del Mercado y las Condiciones de cada Contrato. Si bien se establece tomando como unidad de referencia la evolución del activo subyacente de cada contrato que sostiene una “posición abierta” del deudor de las garantías, éstas son contempladas en su conjunto para obtenerse el “importe neto de todos los contratos registrados

⁽¹²⁹⁾ Cada uno de los contratos registrados desempeña la función de base fáctica de la *relatio* necesaria en la determinación del *quantum* de la prestación de “garantía variable”, pero (a salvo de hipótesis marginales, como la del sujeto que celebra un solo contrato) no hay vínculo directo entre las garantías que se exigen para un contrato y la eventual satisfacción de la obligación debida nacida de ese contrato; el conjunto o suma de todas las garantías de cada sujeto participante en el Mercado cubre el conjunto o suma de todas las prestaciones debidas por dicho sujeto en el Mercado, de modo que la unidad de determinación del *quantum* de la prestación de garantía variable es el contrato, mientras que la unidad de exigencia de la *datio* de garantías es el sujeto contractual, cuyas “posiciones abiertas” determinan, mediante una operación liquidatoria de cuenta corriente, el “importe neto” de garantías de *todos* los contratos de dicho sujeto.

⁽¹³⁰⁾ El denominador común de las distintas conductas que el deudor de la garantía puede realizar para cumplir la prestación que contiene dicha obligación es la existencia de una transferencia de un poder jurídico de disposición sobre el objeto de la garantía, que inicialmente correspondía al deudor (o a un tercero), y que, como consecuencia del cumplimiento de la obligación de garantía, se atribuye al acreedor [cfr. arts. 21.5, 6.2.b) y 6.2.c) del RMEFF, que explicitan claramente este hecho]. En consecuencia, en la prestación de garantía hay siempre una *datio* (las cosas en garantía se *dan* o “suministran”: cfr. art. 21.1 del RMEFF) a favor del MEFF, de la que resulta la adquisición por el MEFF de un poder (más o menos intenso, dependiendo de la prestación; y más o menos típico, igualmente) sobre las cosas dadas en garantía, lo suficientemente amplio para permitir su disposición por el acreedor, la exclusión de cualquier otra disposición ajena y la ejecución de la obligación garantizada.

⁽¹³¹⁾ Cfr. art. 21.3 del RMEFF.

en cada Cuenta”⁽¹³²⁾, que es inmediatamente exigible una vez notificado al sujeto.

Dicho “importe neto” resulta de la aplicación de métodos de simulación del coste de cierre del conjunto de posiciones de cada sujeto⁽¹³³⁾ mediante

(132) Cfr. art. 21.3 del RMEFF. A diferencia de lo que sucede en la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, en la que por compensación de prestaciones individualizadas se alcanza una “obligación única” debida por el sujeto, la determinación del saldo neto por garantías de cada sujeto permite ser entendida como una operación de cuenta corriente, en la que los cálculos de riesgo simulados en cada “posición abierta” que determina el *margin* (positivo o negativo) diario de cada contrato no producen prestaciones exigibles directamente, sino meras unidades de cuenta que son consideradas como integrantes por diferencias del saldo único final, que sí es exigible. Los procesos de determinación del *quantum* de garantías y del *quantum* de prestación principal se asemejan en que ambos incluyen como criterio esencial de determinación la *relatio* con eventos exteriores, pero mientras que la fijación del importe de la prestación principal contractual termina al ser determinado su *quantum* en el modo indicado (que luego será compensado por *netting* con las demás prestaciones exigibles), el importe de cada garantía contractual se fusiona con el resto de garantías debidas por cada sujeto para formar una sola cifra exigible a cada uno, mostrando más el aspecto de una consolidación que el de una compensación. Esta distinción entre ambos mecanismos permite la recta intelección del art. 21.3 del RMEFF, en el que se declara “exigible” el importe “neto” de las garantías debidas por “todos los contratos registrados en cada Cuenta” y, sobre todo, el método de determinación del *quantum* que contiene el art. 21.7 del RMEFF, puesto que éste contempla la fijación del “importe de la Garantía Diaria de una Cuenta o un conjunto de cuentas correspondientes a un mismo titular”, que se realiza simulando “el coste total de cerrar todos los contratos registrados para ese titular, realizando el análisis de la cartera”. Este planteamiento excluye la posibilidad de pensar la existencia de una prestación de garantía exigible por cada contrato, puesto que el *quantum* de la garantía variable, aunque tiene en cuenta “cada contrato”, no se *determina* sino por análisis y simulación de *todos*. La conclusión es que la obligación de garantía variable nace de cada contrato, pero se fija y exige por el conjunto de contratos que un sujeto ha celebrado en el Mercado.

(133) El método de cálculo de las garantías variables es el denominado MEFFCOM 2 (*vid.* Circular 07/2000, MEFF RF, “Parámetros de determinación de las garantías diarias”, 26 de abril de 2000; Circular 24/2001 MEFF RV, “Procedimiento para el cálculo de las garantías diarias”, 21-VI-2001; Circular 13/1998 MEFF RV, “Parámetros a utilizar para el cálculo de garantías diarias”, 29-IX-2000 y Circular 11/2001 MEFF RV, “Ajuste a las garantías diarias post-ejercicio”, de 14 de diciembre de 2000). El método parte del cálculo de la volatilidad de los activos subyacentes, analizando la evolución de sus precios en los correspondientes Mercados, para obtener la “*simulación*” de dicha oscilación o “curva lineal de volatilidad” con la que “se construye una matriz de precios teóricos y una matriz de deltas” (posición equivalente de un Contrato en “unidades de subyacente”). Las matrices de evaluación (en cuya configuración inciden otras variables, tales como los “intervalos de fluctuación” y la llamada “volatilidad reducida” y “aumentada”) se aplican a las posiciones abiertas del Titular, tomando como base *cada posición abierta*, lo que tras, sucesivos y complejos cálculos, permite determinar el *quantum* de las garantías debidas por cada Titular.

modelos de valoración establecidos por Circular y en las Condiciones Generales de cada Contrato ⁽¹³⁴⁾.

- C) Las distintas prestaciones de la obligación de “garantía variable”: la constitución o “materialización de las garantías” ⁽¹³⁵⁾

a) *Consideraciones generales*

El objeto en que consisten las garantías se da (“suministra” es la expresión que utiliza el RMEFF) ⁽¹³⁶⁾ al acreedor, o a persona autorizada por éste para recibirlo ⁽¹³⁷⁾. En consecuencia, la obligación de garantía variable ⁽¹³⁸⁾ incluye como prestación alguna suerte de *datio* de cosas o, al menos, de atribución al acreedor de un poder jurídico de disposición sobre cosas (dinero y valores) que le permita satisfacer la obligación incumplida mediante la aprehensión del objeto de la garantía.

La configuración en la Ley de la obligación de garantía variable ⁽¹³⁹⁾ admite ser entendida como un “proyecto de diferentes prestaciones” disyuntivas, de manera que el deudor ha de realizar alguna de las prestaciones que aparecen en el programa, y con ello dará cumplimiento a su obligación. El acreedor de la prestación de garantía consiente en que ésta puede sustanciarse en algunos de

(134) En definitiva, lo que la Cámara de Compensación calcula diariamente es el valor de las posibles pérdidas que ese día tendría el sujeto si se cerraran todas sus posiciones.

(135) El art. 19 del RD 1814/1991 se ampara en la rúbrica “Materialización” para aludir al modo de constitución de las garantías a favor de la Sociedad Rectora.

(136) Cfr. art. 21.1 del RMEFF.

(137) Es decir, el Miembro Liquidador Custodio, una de cuyas funciones es precisamente la de “recibir, *aceptar en nombre de MEFF* y custodiar las garantías a favor del MEFF correspondientes a las posiciones abiertas en el Mercado por sí mismo, por sus Clientes y por los Miembros con los que así lo haya acordado” [art. 4.4.2.f) del RMEFF].

(138) También, sin duda, la de “garantía permanente”.

(139) El RD 1814/1991 (cfr. art. 18) denomina “actualización” de las garantías a la obligación de entrega de “garantía variable”, sancionando su incumplimiento con la exclusión al sujeto deudor de la negociación del Mercado en la sesión siguiente a aquella en que tenía que haber entregado las garantías y no lo hizo (cfr. art. 18.1.II del RD 1814/1991), sin perjuicio de los efectos resolutorios que dicho incumplimiento tienen también sobre el conjunto de contratos celebrados de los que derivan las “posiciones abiertas” que dan lugar a la necesidad de constituir las indicadas garantías por el sujeto incumplidor (cfr. art. 18.3 del RD 1814/1991).

los distintos modos de cumplimiento contemplados en el programa ⁽¹⁴⁰⁾ de prestación (el art. 19 del RD 1814/1991 dice *podrá...*) es decir, que, alcanzando el *quantum* previamente determinado por la Sociedad Rectora en la forma dicha ⁽¹⁴¹⁾, el dinero o los valores en que consiste la prestación de garantía se dan bajo alguna de las modalidades previstas en el art. 19.1 del RD 1814/1991: “cuentas a la vista”, “depósitos en metálico u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez de los contemplados en los números 2 y 3 del artículo 15 del Real Decreto 726/1989”, “prenda de valores” o, incluso, “a través de cualquier otra forma que, a juicio de la CNMV, suponga una garantía suficiente y líquida” ⁽¹⁴²⁾.

b) *Calificación jurídica*

La coordinación en disyuntiva de las distintas prestaciones posibles en la obligación de garantía funda la calificación de obligación alternativa que entiendo es procedente para la analizada. En efecto, se confiere al deudor [y eventualmente, al acreedor o incluso a un tercero: CNMV, cfr. art. 19.1.c) del

(140) Es una obligación alternativa de las previstas en el art. 1131 del CC. Dice el art. 19 del RD 1814/1991: “*Materialización.—1. La constitución de garantías se formalizará en los términos previstos en el Reglamento del Mercado y su materialización podrá realizarse:*

a) *Mediante cuentas a la vista, depósitos en metálico u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez de los contemplados en los números 2 y 3 del artículo 15 del Real Decreto 726/1989, constituidos o depositados en Entidades diferentes al miembro del mercado operante, cuya titularidad ostentarán los miembros y clientes que constituyan la garantía.*

b) *Mediante prenda de valores.*

c) *A través de cualquier otra forma que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, suponga una garantía suficiente y líquida de cobertura de riesgos o que, con carácter general, se establezca por la misma mediante circular.*

2. *No podrán considerarse garantía suficiente los avales o créditos concedidos por los miembros del mercado a sus clientes, ni los concedidos a tales miembros por Entidades pertenecientes a su mismo grupo.*

3. *Cuando, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento del Mercado, sea la Sociedad Rectora la encargada de la gestión patrimonial de las garantías aportadas por miembros y clientes materializadas con arreglo a lo previsto en la letra a) del número 1 anterior, dicha gestión se desarrollará en nombre y por cuenta de los miembros con plena disponibilidad de las garantías por la Sociedad Rectora que deberá aplicarlas a los fines para los que fueron constituidas en los términos establecidos por el Reglamento. La Sociedad Rectora llevará el adecuado control de la inversión de los correspondientes fondos, utilizando al efecto cuentas separadas de las suyas propias e informará puntualmente de los correspondientes movimientos para que tenga lugar su inmediata contabilización por parte de aquéllos”.*

(141) *Vid., supra*, III.3.B).

(142) Cfr. art. 19.1 del RD 1814/1991.

RD 1814/1991] la facultad de elección ⁽¹⁴³⁾ entre las diversas prestaciones programadas con función solutoria cada una de ellas por separado ⁽¹⁴⁴⁾, integradas en el elenco que ofrece el art. 19.1 del RD 1814/1991 y las normas del Mercado;

(143) Aunque el art. 1134 del CC alude al “derecho de elección” se trata, en realidad, de una facultad de configuración jurídica o “derecho potestativo”, más que de un verdadero derecho subjetivo, que integra el deber de prestación. Vid. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, cit., vol. II, p. 305.

(144) La opción entre diferentes prestaciones se ofrece, no sólo en el art. 19.1 del RD 1814/1991 citado *supra*, sino, sobre todo, en las Circulares que disciplinan la materia, desarrollando los arts. 20.3, 4.6 y 29.4.a) 8 del RMEFF. La Circular MEFF RF 21/1999, “Materialización de Garantías”, contiene el siguiente cuadro de alternativas de prestación de garantías: “La materialización de Garantías y ampliaciones de Límites que contempla, esta circular son las relacionadas en el siguiente cuadro y están desarrolladas en sus correspondientes anexos:

Aplicar posiciones	^		^		^	^
Ampliación límites		^				
Objetivo Dólar						
Ampliación límites	^	^			^	^
Excesos						
función de exceder en base capital		^				
Excepcionales Garantías	^					
Excesos de FOD						
base capital		^	^			
Excepcionales Garantías	^					
Garantías Dólar	^	^			^	
Garantías Inicial	^	^	^			
	(anexo I) Valor de Préstamo de	(anexo II) En MEFF Efectivo	(anexo III) Miembro Custodio Efectivo en otro	(anexo IV) Rebo	(anexo V) de límites de préstamo	(anexo VI) Valor de garantía

La Circular MEFF RV 102/92, “Garantías. Activos, materialización y procedimientos” presenta, como opciones para ser aceptadas en función de garantías, las siguientes: “Efectivo en pesetas ingresado por el Miembro en una cuenta a nombre de MEFF RENTA VARIABLE” [art. I.a)] y “Deuda del Estado Anotada pignorada a favor de MEFF RENTA VARIABLE mediante intervención de fedatario público. La Deuda del Estado, a estos efectos, se valorará, en el caso de emisiones con rendimiento explícito, por su nominal menos un 10%, o, si la valoración resultante fuese superior al precio de mercado, menos un 20%; y en el caso de emisiones con rendimiento implícito, por su nominal menos un 15%” [art. I.b)], señalando a continuación los procedimientos a seguir en el caso que el deudor opte por hacer entrega de efectivo como garantías. La Circular contempla distintas hipótesis en función de que el deudor de las garantías sea Liquidador Custodio o no, y éstas obedezcan a posiciones propias o de clientes. El procedimiento básico consiste en el ingreso en efectivo del dinero (que es el objeto de la garantía) en la cuenta del MEFF, que inmediatamente “coloca el saldo total [de este ingreso] en Deuda del Estado con pacto de recompra al siguiente día hábil”, en el que se abona al deudor el importe del

el deudor, que tiene atribuida la facultad de elección ⁽¹⁴⁵⁾, al ejercitar ésta, “concentra” la obligación y limita su cumplimiento a verificar la prestación por la que ha optado.

La calificación como obligación alternativa ⁽¹⁴⁶⁾ de la obligación de garantía variable permite la atribución del régimen jurídico contenido en los arts. 1131 a 1136 del CC al supuesto contemplado ⁽¹⁴⁷⁾, cuyo modelo teórico ha de

principal más los intereses del *repo* con cargo a la cuenta del MEFF, salvo que el Miembro en ese momento adeude nuevas garantías, en cuyo caso se retendrá de dicho saldo el importe necesario para hacer frente a éstas hasta que efectivamente se constituyan adecuadamente. También se disponen las entregas de efectivo o pignoración de Deuda para las garantías iniciales, las “garantías extraordinarias” y las “formas de ampliación del límite operativo diario” y “del límite a la posición abierta” en la Circ. MEFF RV 9/98, de 2-IX-1998. Por último es posible la constitución de garantías mediante prenda de valores constituida unilateralmente por el deudor a favor del MEFF, de acuerdo con los procedimientos establecidos en las Circ. MEFF RF 08/00, “Constitución de garantías mediante prenda de valores” de 3-V-2000, y MEFF RV, 7/99, “Constitución de garantías mediante prenda de valores” de 23-VII-1999 (cfr. también la Circ. MEFF RV 7/00, “Tarifas para la constitución de garantías mediante prenda de valores”, de 3-V-2000).

⁽¹⁴⁵⁾ La facultad de elegir entre las prestaciones posibles se atribuye, en principio, al deudor: éste puede constituir prenda de valores “por manifestación unilateral” [cfr. art. 2.1.b) Circ. MEFF RV 7/99 y art. 2.1.b) Circ. MEFF RF 21/99] de acuerdo con las condiciones y valoración establecidos por el MEFF; o hacer entrega de efectivo en euros mediante ingreso en cuentas del MEFF (cfr. Circ. 21/99 MEFF RF) que quedará afecto al cumplimiento de la obligación garantizada o se destinará a la compra de REPOS de Deuda Pública (cfr. Circ. 102/92, MEFF RV). Como excepción, el derecho de elección se atribuye al acreedor de modo expreso en las llamadas “garantías extraordinarias”, de acuerdo con el régimen del art. 1132-I del CC; el MEFF indicará cuál de las dos prestaciones posibles es la adecuada: la “Orden de Movimiento de Fondos (OMF) a la Cuenta de Tesorería n.º 0101-49095-0 (Entidad Receptora 9095) de MEFF Renta Variable en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) o el “Ingreso de efectivo en la cuenta que MEFF Renta Variable tiene abierta en un Miembro Liquidador Custodio distinto del Miembro afectado. Dicha cantidad en efectivo se materializará en una cesión temporal de Deuda del Estado (“repo”) a favor del MEFF Renta Variable, utilizando para su confirmación el Modelo que figura en el Anexo 1” (cfr. art. 4 Circ. 9/98 MEFF RV).

⁽¹⁴⁶⁾ Sobre las obligaciones alternativas, *vid.*, en general, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 300-312; DE LA CUESTA, “Las obligaciones alternativas”, *RDPriv*, 1984, pp. 3-25; HERNÁNDEZ GIL, “Naturaleza jurídica de la obligación alternativa”, *RDPriv*, 1942, p. 549-579; D’ORS, “En torno a la llamada obligación alternativa”, *RDPriv*, 1944, pp. 1-24; RAMS ALBESA, *Las obligaciones alternativas*, Madrid, 1982.

⁽¹⁴⁷⁾ El modelo teórico de la obligación alternativa encuentra pleno acomodo en el caso contemplado: el deudor puede optar entre las diferentes prestaciones que le ofrece el programa de la obligación contenidas en el art. 19.1 del RD 1814/1991 (que expresamente sanciona la alternativa: dice “...podrá realizarse...”) y en las Circulares citadas (*vid.* nota 145 anterior). Esta facultad de elección atribuida al deudor (art. 1131.I del CC) se defiende por excepción al acreedor de modo expreso (*vid.* nota 145 anterior). La verificación de una sola de las prestaciones posibles tiene función solutoria (art. 1131.I del CC), pero no se puede realizar parte de una y parte de otra, a menos que lo consienta el acreedor (art. 1131.II del CC). En el caso en que corresponde la

servir para responder a las cuestiones que eventualmente pueda plantear su aplicación⁽¹⁴⁸⁾.

c) *Examen de las diferentes prestaciones*

1. La constitución de prenda de valores

1.1. Descripción de la hipótesis

El deudor verifica la prestación debida mediante la constitución de un derecho de prenda a favor del MEFV sobre los valores (de renta fija⁽¹⁴⁹⁾ o de

elección al acreedor (las “garantías extraordinarias”, *vid.* nota 145 anterior), ésta ha de notificarse al deudor (art. 1133 del CC) sin que produzca efecto la elección antes, y ha de entenderse que es irrevocable [tal es la opinión, que comparto, de DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, p. 307)] sin que exista un *ius variandi* atribuido al acreedor (art. 1136.I del CC: “La obligación cesará de ser alternativa desde el día en que aquella hubiere sido notificada al deudor”). La prestación se materializa de acuerdo con las previsiones de su programa (en algún caso, muy detalladas, como las circunstancias exigidas por el MEFV para aceptar la prenda de valores constituida: cfr. Circular 21/1999 MEFV RF y 7/1999 MEFV RV); es posible inducir la noción de “suficiencia de la garantía” (que alude, no sólo al *quantum* de ésta, que obviamente ha de alcanzar el señalado por el acreedor, sino también a determinadas cualidades del objeto, tales como la liquidez o la idoneidad) como índice de satisfacción del acreedor presente en el programa de prestación [cfr. art. 19.2 (“...no podrán considerarse garantía *suficiente*...”) y 19.1.c (“...garantía *suficiente* y líquida de cobertura de riesgos...”), ambos del RD 1814/1991].

(148) Entre éstas, y sin pretender efectuar una enumeración exhaustiva de ellas, me parecen especialmente interesantes los supuestos de falta o defecto de notificación de la elección del acreedor en las garantías extraordinarias; o el caso, improbable pero no imposible, de desaparición de las cosas objeto de la obligación o imposibilidad sobrevenida de su cumplimiento, que habrían de resolverse aplicando el régimen de las obligaciones alternativas contenido en los arts. 1131 a 1136 del CC.

(149) Cfr. art. 1.1.1.a) Circular 7/1999 MEFV RV: “...deben consistir en obligaciones del Estado, Bonos del Estado o Letras del Estado registradas en la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública”. Se trata, por tanto, de constitución de prenda sobre Deuda Pública anotada, que se regula, además de por las disposiciones generales de aplicación a las garantías del Mercado de Futuros citadas *supra*, y, en particular, por la Disposición Adicional Sexta de la Ley 37/1998, por las normas que rigen el Mercado de Deuda Pública. En concreto, el art. 2.2 del RD 505/1987 dispone: “La constitución de la prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta será comunicada a la Central de Anotaciones, que procederá a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la Certificación oportuna”. La comunicación la realiza el pignorante (art. 17.1 de la OMEH 17-V-1987) si es titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, y mediante ella se procede al “desglose” de los valores, es decir, su identificación dentro del saldo global que en la Central de Anotaciones mantenga el titular por la correspondiente Entidad Gestora, en su caso. El “desglose” provoca la “inmovilización” de los valores, es decir, la indisponibilidad por el deudor. La prenda del instrumento financiero de Deuda Pública entraña como objeto un derecho de crédito contra el Estado, y plantea también los problemas de la prenda sobre derechos de crédito. Sobre este asunto, *vid.*, por todos, VIGUERA, *La prenda cambiaria: el endoso en garantía*, Madrid, 1994, pp. 15-22.

Renta Variable)⁽¹⁵⁰⁾ que reúnan las condiciones exigidas por el acreedor (el MEFF)⁽¹⁵¹⁾, y cuya valoración, de acuerdo con los criterios del acreedor⁽¹⁵²⁾, alcance el *quantum* a que asciende el importe de la prestación. La prenda se constituye conforme al procedimiento establecido por el MEFF⁽¹⁵³⁾ mediante la

(150) Cfr. art. 1.1.2.a) Circ. 7/99 MEFF RV y Circ. 08/00, MEFF RF: “Deberán ser acciones incluidas en el índice Ibex-35”. En este caso, consiste en una prenda sobre acciones cotizadas, que remite al régimen general de esta figura. *Vid.* un resumen de las cuestiones que suscita la prenda de valores anotados en CORTES GARCÍA, “Derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores anotados”, *RDBB*, n.º 73, 1999, pp. 163-198; SANTOS MARTÍNEZ, “Acciones y obligaciones representados mediante anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA, DUQUE, ESTEBAN VELASCO, GARCÍA-VILLAVERDE y SÁNCHEZ CALERO, *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo II, vol. 1, Madrid, 1994, pp. 347-351; MARTÍN DE VIDALES GODINO, “La incidencia del derecho de prenda sobre valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores en que cotizan”, *RDBB*, n.º 41, 1999, pp. 1165-1169; SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996.

(151) Que constan en las Circ. MEFF RV 7/99, 6/00 y MEFF RF 08/00.

(152) Cfr. arts. 1.º y 2.º de las Circ. MEFF RV 7/99, 6/00 y MEFF RF 08/00.

(153) Cfr., además de los art. 2 de las Circ. MEFF RV 6/00 y MEFF RF 08/00, el art. 29.4 del RMEFF: “29.4. Las prendas sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial que se constituyan a favor de MEFF para el cumplimiento de las obligaciones de garantía contempladas en el apartado 20.1 y a efectos de cubrir las responsabilidades a que se refiere el apartado 20.2, ambos del artículo 20 de este Reglamento, y en cumplimiento de lo previsto en el Capítulo 6 del presente Reglamento podrán constituirse, además de por medio de escritura pública o póliza intervenida, a través de cualquiera de los siguientes procedimientos: a) Mediante documento privado conforme al modelo de contrato que MEFF establecerá por medio de Circular (en caso de formalizarse en documento público, tendrá igual contenido obligacional). En este caso, el Cliente o Miembro, además de firmar el contrato citado, solicitará a la entidad encargada del registro contable de los valores que corresponda que practique la correspondiente inscripción de la prenda, efectúe, en su caso, el desglose de los valores sobre los que se constituye la prenda y expida el certificado que acredite el registro de la misma a favor de MEFF, cumpliendo con lo dispuesto en los artículos 18 a 21 del RD 116/1992, de 14 de febrero, y siempre de acuerdo con los procedimientos que las instituciones encargadas de los registros tengan establecidos. Dicho certificado deberá entregarse a MEFF, entendiéndose la entrega del certificado como suficiente comunicación a efectos de lo previsto en el apartado 2 de la Disposición Adicional Sexta de la Ley 37/1998. b) Mediante manifestación unilateral del Cliente o Miembro titular de los valores a pignorar, realizada incluso por medios telemáticos. En este caso, el Cliente o Miembro solicitará a la entidad encargada del registro contable de los valores que corresponda que practique la correspondiente inscripción de la prenda, efectúe, en su caso, el desglose de los valores sobre los que se constituye la prenda y expida el certificado que acredite el registro de la misma a favor de MEFF, cumpliendo con lo dispuesto en los artículos 18 a 21 del RD 116/1992, de 14 de febrero, y siempre de acuerdo con los procedimientos que las instituciones encargadas de los registros tengan establecidos. Dicho certificado deberá ponerse a disposición de MEFF, que podrá acordar con el emisor del certificado que éste lo retenga para su entrega tan pronto como MEFF lo solicite, produciéndose, en todo caso, la comunicación prevista en el apartado 2 de la Disposición Adicional Sexta de la Ley 37/1998. c) En caso de que MEFF fuera miembro del sistema de compensación y liquidación de valores donde estuvieran registrados los valores pignorados, o tuviera acceso directo al mismo por otro

suscripción del oportuno contrato de prenda de valores ⁽¹⁵⁴⁾, en el cual el deudor ha de hacer constar ser el propietario de dichos valores ⁽¹⁵⁵⁾.

título, podrá establecerse que los valores, en el momento de su pignoración, pasasen a estar registrados en las cuentas que MEFF mantenga con el sistema de que se trate. En los casos a) y b) arriba descritos, cuando el emisor del certificado no sea la entidad encargada del registro central, MEFF podrá condicionar el cómputo de la prenda a la recepción de la confirmación (por los mecanismos oportunos) de que la entidad encargada del registro central, a petición de la entidad que lleve el registro auxiliar donde los valores pignorados se encuentren registrados con identificación de su propietario específico, ha procedido a inmovilizar dichos valores identificados por la entidad peticionaria en la cuenta de terceros de la misma. MEFF establecerá por medio de circular en qué condiciones y con qué límites se aceptarán las prendas de valores como computables para cubrir las garantías exigidas, así como los procedimientos técnicos de constitución mediante manifestación unilateral. 29.5. Salvo que el Cliente o Miembro y MEFF pactasen expresamente y por escrito términos diferentes, dentro de las previsiones legales existentes, la prenda se entenderá constituida conforme a los siguientes términos y condiciones: a) La prenda se constituirá en favor de MEFF como garantía del pleno, íntegro y exacto cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones frente a MEFF del Cliente o Miembro derivadas o que puedan derivarse de su actuación en el Mercado, en los términos del artículo 20 del Reglamento. b) La inscripción de la prenda por la entidad encargada del registro contable equivaldrá al desplazamiento posesorio del título. La constitución de la prenda será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción. c) La constitución de la prenda legitimará a MEFF para solicitar los certificados legal o reglamentariamente establecidos que sean precisos para la ejecución de la prenda. d) La prenda se constituirá con el carácter de indivisible y, en consecuencia, los valores pignorados garantizarán el completo pago de todas y cada una de las obligaciones del Cliente o Miembro. e) La extinción de los derechos derivados de la prenda sólo podrá tener lugar si hubieran sido cumplidas en su totalidad las obligaciones del Cliente o Miembro o si se sustituyera dicha prenda por otra garantía suficiente aceptable por MEFF. f) Todos los gastos e impuestos que se deriven de la constitución y cancelación de la prenda serán de cuenta del Cliente o Miembro”.

(154) A tenor de la disposición adicional 6.^a de la Ley 37/1998, las prendas “en garantías de las obligaciones generales contraídas frente a algún Mercado Secundario o frente a sus sistemas de Compensación o liquidación, o en garantía del cumplimiento de las obligaciones efectuadas en uno de estos Mercados...” [ap. 1] “...podrán constituirse mediante póliza intervenida por corredor de comercio colegiado o escritura pública...” [ap. 2.a)] o “...mediante manifestación unilateral del que aparezca como titular en el registro contable, incluso realizada por medios telemáticos...” [ap. 2.b)] “...siempre que así esté previsto en la reglamentación del Mercado o sistema de compensación y liquidación de que se trate, o se haya pactado expresa y previamente esta forma de aceptación entre las partes interesadas” [ap. 2.b)]. Estas dos últimas formas de constitución, regularmente verificadas, producen los efectos prevenidos en el art. 10 de la LMV (es decir, la inscripción de la prenda en el registro contable de los valores anotados equivale al desplazamiento posesorio y será oponible frente a terceros “desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción”). En el art. 29.4 del RMEFF (*vid. supra*, nota anterior) se prevé expresamente la constitución de prenda por estos procedimientos; por otra parte, en las Circ. 7/99 (RV) y 08/00 (RF) se adjuntan anexos de texto similar que contienen el modelo de contrato de prenda de valores que usualmente se celebra en el MEFF; además, naturalmente, ambas Circulares [art. 2.1.b)] prevén la posibilidad de constitución de la prenda “por manifestación unilateral del titular, incluso por medios telemáticos”.

(155) Cfr. Cláusula 1.2 del Contrato modelo (Anexo 1 Circ. 7/99 RV y art. 6 Circ. 08/00 RF).

1.2. Calificación jurídica y régimen aplicable

Se trata de una prenda de valores anotados en cuenta⁽¹⁵⁶⁾, que se somete al régimen general de la prenda sobre dicha clase de objeto y que ofrece, quizá, como única peculiaridad transcendente, la exigencia del periódico cómputo o valoración del objeto de la prenda por el acreedor para apreciar así si alcanza el *quantum* exigido como garantía⁽¹⁵⁷⁾.

2. La entrega de “efectivo”

2.1. Descripción de las hipótesis

Aunque las Circulares no son particularmente explícitas al respecto, parece posible describir la verificación de las siguientes hipótesis de *datio* de la prestación, cuando se opta por la modalidad de “efectivo en pesetas ingresado por el Miembro en una cuenta a nombre de MEFF”⁽¹⁵⁸⁾, que sería el supuesto general.

(156) Vid., sobre este tema, DÍAZ MORENO, “La prenda de anotaciones en cuenta”, *RCDI*, n.º 603, 1991, pp. 355-441; ESPINA, “Las anotaciones en cuenta...” *cit.*, pp. 529-555; CORTES GARCÍA, “Derechos reales limitados...” *cit.*, *passim*; MARTÍNEZ ECHEVARRÍA, “Valores mobiliarios...”, *cit.*, pp. 267-294.

(157) El valor de las cosas dadas en garantía ha de cubrir el *quantum* de ésta; por su propia naturaleza las acciones tienen un valor variable, luego ha de ajustarse periódicamente, por aplicación de los criterios establecidos por el MEFF, para comprobar su “suficiencia”. La valoración de los instrumentos financieros dados en prenda afecta a la propia consideración de ésta, y atribuye al MEFF un verdadero *ius variandi* en la prestación, puesto que, en función de la minusvalía del objeto prendario, el MEFF puede “dejar de computarlos como garantía”, y, consecuentemente, dejar al descubierto la obligación de garantía. Mi criterio es que este acto del MEFF hace retornar la obligación a su estado alternativo originario, y que el deudor puede, ante el ejercicio por el MEFF de dicho *ius variandi*, volver a optar por otra de las prestaciones posibles (entre ellas, naturalmente, la prenda de valores sobre aquellos que cumplan adecuadamente las exigencias de valoración). Aunque ciertamente el régimen del CC (cfr. arts. 1131 a 1136) excluye la existencia de *ius variandi*, nada impide el establecimiento de éste por convención, o como en este caso, por la normativa del Mercado, dado el carácter dispositivo de dichas normas civiles, a juicio de DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, p. 308: “En todo caso, las reglas relativas a esta materia son de Derecho dispositivo y nada impide que las partes regulen la cuestión de otro modo. Puede, pues, por voluntad de las partes, existir una obligación alternativa con posibilidad de facultad de variación, tras la elección”).

(158) Cfr. art. 1.a) Circ. MEFF RV 102/1992; art. 4.2 Cir. MEFF RV 9/1998 y Cuadro de la Cir. MEFF RF 21/1999.

2.1.1. Primera hipótesis

El deudor de la garantía ⁽¹⁵⁹⁾ suministra los fondos en que consiste su importe al MEFF, mediante su ingreso en una cuenta corriente abierta a nombre del MEFF en otro ⁽¹⁶⁰⁾ Miembro Liquidador Custodio. Ese dinero se invierte de inmediato en la adquisición de Deuda Anotada “con pacto de recompra al siguiente día hábil” ⁽¹⁶¹⁾, en cuyo momento, el Miembro Liquidador Custodio, siguiendo instrucciones del MEFF abonará, con cargo a la cuenta de éste, y en la del deudor de la garantía, el principal más los intereses del “*repo*” ⁽¹⁶²⁾ adquirido, siempre que las garantías diarias correspondientes a ese día se hayan suministrado oportunamente, reteniendo en otro caso dicha suma hasta que se

⁽¹⁵⁹⁾ El deudor de la garantía puede ser un Cliente o de un Miembro; pero en ambos casos es posible el planteamiento de un arco de supuestos de intervención de distintas personas en el proceso, que van desde el Cliente deudor vinculado con un Miembro Liquidador que no es Custodio, hasta el Miembro Liquidador Custodio que adeuda las Garantías por sus propias posiciones. El Miembro Liquidador Custodio deudor de garantías por sus propias posiciones muestra el mecanismo más sencillo de este proceso: ha de ingresar el efectivo en la cuenta abierta a nombre del MEFF en otro Miembro Liquidador Custodio. Si actúa por las posiciones de un Cliente, deberá bloquear previamente fondos del Cliente en su cuenta o cargar en ésta el importe del efectivo transferido al MEFF, mediando las oportunas operaciones bancarias de compensación, cargos y abonos; éstas han de verificarse también en los demás casos, es decir, cuando el deudor de la garantía es un Miembro no Custodio, que actúa tanto por posiciones propias como por las de los Clientes. El detalle de estos procesos y actuaciones puede verse en la Circ. 102/92 MEFF RF (*vid., supra*, nota 144). Aunque es cierto que en los supuestos más complejos (por ejemplo, el Cliente del Miembro no Custodio) el dinero se desplaza mediante una sucesión de actuaciones con significado jurídico, sin embargo, todas se explican en el contexto de los distintos contratos de comisión (y, en su caso, cuenta corriente o depósito bancario) que vinculan a los intervinientes, sin que alteren el carácter de la hipótesis de *datio* de las garantías que se contempla, puesto que entrañan actuaciones preparatorias de la entrega.

⁽¹⁶⁰⁾ Cfr. Cir. MEFF RF 21/1999.

⁽¹⁶¹⁾ El detalle de este proceso se describe en la nota 144 *supra*.

⁽¹⁶²⁾ REPO es la abreviatura de la expresión *repurchase agreement*, y puede definirse “como un acuerdo bilateral de voluntades consistente en la ‘compra’ al contado de valores de deuda pública y en la posterior ‘venta’ de valores de las mismas características a corto plazo y a precio fijado de antemano, superior al de la inicial ‘compra’” (en palabras de VÁZQUEZ CUETO, “Los repos celebrados entre las entidades de crédito y sus clientes”, *RDBB*, n.º 60, 1995, p. 922). En el art. 8.º del RD 505/1987 se contiene una definición similar: “En estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de la amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria”. Sobre los REPOS *vid.* el citado trabajo de VÁZQUEZ CUETO (*RDBB* n.º 60, pp. 922-990) y también, SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Repo (RP) (Derecho Mercantil)” en *Enciclopedia Jurídica Básica*, *cit.*, vol. IV, pp. 5809-5813. Los repos han sido reconocidos como “operaciones de un mercado secundario” por la DA 12.ª 1 de la Ley 37/1998, con la denominación “operaciones con pacto de recompra”.

ingrese la procedente que resulte exigible dicho día, con la que se vuelve a iniciar el proceso de compraventa de Deuda Anotada⁽¹⁶³⁾.

(163) Los Anexos III y IV de la Cir. 21/99 MEFF RF muestran el proceso en sus distintas fases: el efectivo recibido se invierte en la operación de repo, a la que sucede la comunicación que dirige al MEFF el Miembro Liquidador Custodio, conforme al siguiente modelo: “*MODELO CONFIRMACIÓN DE OPERACIÓN CON PACTO DE RECOMPRA DE DEUDA DEL ESTADO. A: MEFF SOCIEDAD RECTORA DE PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS DE RENTA FIJA, S.A. DE: (MIEMBRO LIQUIDADOR CUSTODIO) (Fecha) Muy Sres. Nuestros: Por la presente les confirmamos que, con fondos recibidos de o por cuenta de la entidad (nombre del Miembro) y con la finalidad de (señalar lo que proceda): f Constitución o ampliación Garantía Inicial f Garantía extraordinaria para cubrir excesos de LOD f Ampliación Límite de Posiciones Abiertas, hemos constituido una operación con pacto de recompra de Deuda del Estado (“repo”) en favor de esa Sociedad Rectora por importe de euros nominales y vencimiento al día Queda bien entendido que el referido repo se constituye al amparo de lo dispuesto en esta Circular y anexos, para cubrir los riesgos a que la misma se refiere, por lo que no dispondremos ni permitiremos disponer a nadie del referido repo o de los fondos que se obtengan del mismo sin recibir antes instrucciones expresas de Vds., siguiendo en todo momento las instrucciones que Vds. nos den respecto del referido repo y del importe que del mismo se obtenga a su liquidación. Atentamente, (Miembro Liquidador Custodio) p.p.”; el Miembro Liquidador Custodio que lleva la cuenta de depósitos de MEFF en la que se ingresa el dinero (y el producto de la desinversión de los repos al día siguiente) comunica la constancia del saldo y su coincidencia en el *quantum* de la garantía: “*DEUDA PÚBLICA TRANSFERIDA CON PACTO DE RECOMPRA ‘REPO’*. El circuito administrativo correspondiente a las inversiones en ‘Repos’ de las Garantías Diarias será el siguiente: Día **n** a fin de sesión. Ingreso en la Cuenta de Depósitos de MEFF RENTA FIJA, con valor día siguiente, del importe correspondiente a las garantías exigidas y envío por fax del certificado sobre el saldo de dicha cuenta. Día **n+1**. Se materializa la compra de “Repos” a favor de MEFF RENTA FIJA con cargo ala Cuenta de Depósitos. Día **n+1** a fin de sesión. Se repite el proceso del día “**n a fin de sesión**”. En el caso de que se haya constituido un repo por período superior a un día, dicho proceso se repetirá el día anterior al vencimiento del mismo. Día de vencimiento del repo. El Miembro abona en la Cuenta de Depósitos de MEFF RENTA FIJA el importe del ‘Repo’ y sus intereses. Seguidamente se podrá retirar de la cuenta el importe total del ‘Repo’ más sus intereses. La documentación generada por las inversiones en ‘Repos’ deberá enviarse a MEFF RENTA FIJA con una periodicidad no superior a la semanal. Es importante resaltar que la Cuenta de Depósitos solo será utilizable para la operativa correspondiente a las Garantías Diarias, y en ningún caso servirá para abonar o cargar importes correspondientes a otros conceptos, salvo autorización expresa y por escrito de MEFF RENTA FIJA”; el proceso, en definitiva, se ajusta a un calendario preciso que también se establece en dicha Circular: “*MODELO DE CERTIFICADO DE SALDO DE LA CUENTA DE DEPÓSITOS. D., en nombre y representación de, certifica que la cuenta de depósitos, constituida en esta Entidad a favor de MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A. (MEFF RENTA FIJA), refleja en el día de hoy un saldo de euros, que coincide con el importe de la Garantía Diaria comunicado por MEFF RENTA FIJA, importe que, a su vez, será invertido, con valor día siguiente y vencimiento, en Deuda Pública con pacto de recompra a favor de MEFF RENTA FIJA. En, a de de*”*

2.1.2. Segunda hipótesis

El deudor ingresa el *quantum* en euros “mediante orden de Movimiento de Fondos (OMF) en la Cuenta de Tesorería n.º 0101-490940-5 (entidad receptora 9094) de MEFF RENTA FIJA en el Servicio de Liquidación del Banco de España”⁽¹⁶⁴⁾ o mediante orden de Movimiento de Fondos (OMF) “a la cuenta de Tesorería n.º 0101-49095-0 (Entidad Receptora 9095) de MEFF RENTA VARIABLE en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD)”⁽¹⁶⁵⁾. El dinero así ingresado queda en poder del MEFF en la cuenta expresada, afecto al cumplimiento de las obligaciones que garantiza, siendo beneficiario de sus rendimientos el deudor⁽¹⁶⁶⁾.

2.2. Calificación jurídica y régimen aplicable

2.2.1. De la primera hipótesis

El modelo teórico que es posible inducir del supuesto contemplado se compone de los siguientes elementos: a) el deudor entrega (mediante ingreso en cuenta bancaria) el dinero que representa el *quantum*, con la finalidad (que es la causa de la atribución posesoria realizada) de cumplir la prestación de garantía; b) los fondos son recibidos por el acreedor a cuyo nombre gira la cuenta receptora; c) el dinero se destina a la realización de operación de repo a nombre del acreedor (el MEFF), pero el beneficiario de los réditos de dicha operación es el deudor titular de los fondos; d) también es beneficiario el deudor del producto de la desinversión del repo, que sucede al día siguiente, cuyo importe se abona en la cuenta abierta al deudor en el Miembro Liquidador correspondiente, salvo que, por no haber dado la prestación de garantías variables correspondientes a dicho día, se retengan el principal y los intereses obtenidos.

Partiendo de la dificultad de la calificación jurídica de esta figura⁽¹⁶⁷⁾, nacida de las exigencias de los protagonistas del Mercado de Futuros, y adorna-

(164) Cfr. Anexo II Cir. 21/99 MEFF RF.

(165) Cfr. art. 4.1 Cir. 9/98 MEF RF.

(166) Cfr. art. 20.4 del RMEFF.

(167) Resaltada por la Doctrina: *vid.* MADRID PARRA, *Contratos y Mercados...*, *cit.*, p. 68; DÍAZ RUIZ, *Contratos sobre tipos...*, *cit.*, p. 260; VALPUESTA GASTAMINZA, “Los Mercados...”, *cit.*, p. 58.

da, por tanto, con las peculiares características (singularmente, la extraordinaria rapidez de las distintas actuaciones en que se sustancia) del funcionamiento de éste, la observación de sus distintos elementos permite fundar las siguientes consideraciones:

a) La *datio* de fondos que entraña, que se desplazan del deudor al acreedor, es realizada con la finalidad de prestación de garantía, y no con el propósito de que dichos fondos sean custodiados o incluso administrados (o ambas funciones) por el receptor, de modo que no es posible apreciar como esencial el elemento de custodia “característico de todo depósito (*quod custodiendum alicui datum est*)”⁽¹⁶⁸⁾, ni tampoco parece que éste pueda ser sustituido por la noción de *disponibilidad*, que integra como elemento el depósito irregular bancario (“tan acusada que llega a equiparar el puro derecho de crédito del depositante con su dominio sobre el derecho depositado”) ⁽¹⁶⁹⁾.

b) La radical fungibilidad del objeto de la *datio*, que es dinero, produce también como primera consecuencia la imposibilidad de pensar en la existencia de un depósito regular⁽¹⁷⁰⁾, salvo que el dinero, adecuadamente individualizado y representado en monedas y en billetes, se entregue en sobre cerrado o abierto

(168) En palabras de GARRIGUES, *Contratos bancarios...*, *cit.*, p. 364.

(169) GARRIGUES, *ibidem*, p. 368.

(170) Como pretende IBÁÑEZ (“Opciones normalizadas...”, *cit.*, p. 324), en elaboración de difícil intelección, pues, partiendo de la premisa de inexistencia de “la finalidad de custodia prevista en los arts. 1758 del CC y 303 del CCom”, sin embargo concluye afirmando que “lo que se persigue es instrumentar garantías reales a través de un contrato de depósito *regular* (sin transmisión de propiedad al custodio), *necesario* (*vid.* art. 1781 del CC) y exigido por las normas del Mercado de opciones (cfr. art. 1782 del CC) y subsidiariamente por las del depósito voluntario (1763 a 1780 del CC)”. No parece que la conclusión guarde relación lógica con los antecedentes. Por otra parte, “instrumentar garantías reales (...) a través de un contrato de depósito *regular*” es una *contradictio in terminis*, porque el contrato de depósito *regular* no “instrumenta” una “garantía real”, sino justamente un depósito. Lo que “instrumenta” una “garantía real” es una prenda o una hipoteca.

(en un continente, en todo caso) para ser restituido en igual estado que se recibió ⁽¹⁷¹⁾, lo que ciertamente no sucede en este caso ⁽¹⁷²⁾.

(171) En esta época es muy infrecuente el depósito regular de dinero moderno. El dinero generalmente utilizado por los protagonistas del tráfico en sus transacciones está representado en anotaciones contables informáticas, sobre las que no cabe, más que como *fictio iuris*, el desplazamiento posesorio. La entrega de dinero con derecho a devolución genera el derecho de crédito a la restitución de la suma aritmética de que se trate, es decir, hace nacer una *deuda de dinero*, respecto de la que el dinero tiene directa y especial función solutoria, de modo que el dinero es una suma abstracta que sirve para pagar las deudas de dinero. La función solutoria de las deudas de dinero como rasgo principal del dinero acentúa el carácter de “creación del Ordenamiento jurídico y obra absoluta de éste”, en palabras de KNAPP (*Staatliche Theorie des Geldes*, 1931, cit. por GARRIGUES, *Contratos Bancarios*, cit., p. 65) y justifica la primordial “significación jurídica” del dinero, cuyo valor nace del hecho de ser considerado por el Estado como instrumento de pago de las deudas. La construcción de GARRIGUES, pese a contemplar el dinero con otras características que ya han desaparecido casi completamente (o están a punto de desaparecer), tales como la consideración del dinero como cosa corporal mueble, fungible y consumible, permanece a mi juicio plenamente vigente, porque: “la nota jurídica esencial y distintiva del dinero no es ninguna de las anteriores. El dinero se diferencia de las demás cosas fungibles por el hecho de que no se determina por unidades corporales o masas materiales, sino que se da y se recibe atendiendo solamente a su relación con una determinada unidad (franco, lira, peseta). Más exactamente, como dice NUSSBAUM, el dinero se da y se recibe como un equivalente, múltiplo o submúltiplo de esa unidad, en una palabra como X veces esa unidad (...) define el dinero como aquellas cosas que en el comercio se entregan y reciben no como lo que físicamente representan, sino solo como fracción, equivalente o múltiplo de una unidad ideal” (GARRIGUES, *ibidem*, p. 70). La deuda pecuniaria es una “pura deuda de cantidad o suma” que se satisface mediante la entrega (contable) de una suma igual; al encontrar como medios solutorios los abonos y adeudos de cuenta corriente bancaria, representados mediante anotaciones informáticas, el dinero se espiritualiza definitivamente, y consiste en sumas aritméticas abstractas con un especial modo de satisfacción en el seno de la cuenta corriente.

(172) La especial naturaleza del objeto de la *datio* se revela también al analizar cómo se verifica ésta, pues consiste en el “ingreso” en determinada cuenta corriente titulada por el acreedor. La entrega tiene lugar cuando efectivamente se ha producido el abono de la cantidad en la cuenta del acreedor, de modo que el apunte contable de abono adviene como una suerte de *traditio ficta* que fija el momento a partir del cual la suma abstracta de dinero ha quedado efectivamente en poder del acreedor; cumpliendo una función traslativa que equivale a la inscripción a favor del adquirente, que es el modo de la transmisión de los valores anotados en cuenta (cfr. art. 12 del RD 116/92). La configuración contable de la *datio* de dinero es más trascendente de lo que aparenta, pues el apunte contable de abono representa la efectiva adquisición del dinero por el acreedor; es cierto que ha de preceder alguna clase de desplazamiento (*rectius*, técnica de desplazamiento) de esa suma [se entrega un cheque para compensación, o se realiza una transferencia; incluso (es posible, pero improbable) se dan físicamente los billetes y monedas], pero el acto de realización del ingreso que justifica el abono contable no es sino la causa de éste, y configura enteramente la *datio* como una entrega *virtual* de dinero abstracto, similar a la *traditio ficta* del valor anotado.

c) Las dos notas anteriores parecen excluir la posibilidad de calificación como depósito⁽¹⁷³⁾ (regular o irregular) del supuesto contemplado, sin que altere esta conclusión la existencia de unos deberes de administración a cargo del acreedor (la compra y posterior venta de Deuda Pública, con el abono subsiguiente de principal e intereses) o la atribución al acreedor de un derecho de retención, característico del depósito. En cuanto a la primera cuestión⁽¹⁷⁴⁾, los actos en que se concreta la “administración” que funda la naturaleza de “depósito administrado” no tienen entidad independiente para, por sí solos, determinar la existencia de un “depósito”: también hay actos idénticos en la comisión bursátil, y no por eso se convierte en un depósito; ello sin perjuicio de que la obligación de administración puede devenir principal, pero nunca llegar al extremo de eliminar la existencia del deber de custodia sin desnaturalizar por completo el depósito⁽¹⁷⁵⁾. La segunda cuestión⁽¹⁷⁶⁾ puede resolverse constatando que la existencia de un derecho de retención sobre el objeto a favor del acreedor contractual (en este caso, el depositario) no es característica exclusiva del depósito (y, por tanto, no determina por sí sola el tipo negocial), sino que sucede en otros contratos (tales como la prenda⁽¹⁷⁷⁾, el contrato de obra⁽¹⁷⁸⁾ o el

(173) Sobre la transcendencia de la finalidad de custodia en la caracterización del depósito, *vid.* GULLÓN BALLESTEROS, *Curso de Derecho Civil. Contratos en especial. Responsabilidad extracontractual*, Madrid, 3.^a ed. (reimpr. 1972), pp. 318-319.

(174) VALPUESTA GASTAMINZA (“Los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones: algunos aspectos contractuales”, *RDBB*, n.º 76, 1999, pp. 39-63) califica como “depósito administrado” el caso que se analiza (*ibidem*, p. 60).

(175) Tampoco hay la “doble disponibilidad” característica del depósito de dinero (GARRIGUES, *Contratos bancarios*, *cit.*, pp. 367-368); y la figura del depósito deja sin explicación la finalidad de la transformación del objeto que se deposita (dinero en Deuda Pública, y luego torna a ser dinero), lo que carece de sentido incluso en un depósito administrado: ¿qué es lo que se administra?

(176) DÍAZ RUIZ (“Contratos sobre tipos...”, *cit.*, pp. 261-262) plantea el tema del derecho de retención, que obliga, a juicio de este autor, a pensar en la presencia de la categoría del depósito en la figura analizada, que sería “...atípica, mixta de depósito y de comisión...” y “tiene concomitancias con la *fiducia cum creditore*” (*ibidem*, p. 261). Ese planteamiento del problema coincide, a grandes rasgos, y con alguna salvedad, con el de MADRID PARRA (*Contratos y Mercados...*, *cit.*, p. 68).

(177) Cfr. art. 1871 del CC.

(178) Cfr. art. 1600 del CC.

mandato)⁽¹⁷⁹⁾, en los que el objeto puede experimentar un desplazamiento posesorio⁽¹⁸⁰⁾.

d) El dinero (y el producto de la inversión de éste) pasa a propiedad del acreedor (es decir, el MEFF), que es el titular de dichos fondos (y, consecuentemente, de la Deuda Pública en que se invirtieron)⁽¹⁸¹⁾. La circunstancia de atribuirse al deudor los réditos mediante el reconocimiento de su condición de “beneficiario final”⁽¹⁸²⁾, y la meticulosa identificación y control de dicha inversión⁽¹⁸³⁾, hacen pensar en el carácter fiduciario⁽¹⁸⁴⁾ de la expresada titularidad del MEFF, y, por ello, plantean la consideración como fiducia⁽¹⁸⁵⁾ de la *datio* contemplada⁽¹⁸⁶⁾, que sería una suerte de *fiducia cum creditore*⁽¹⁸⁷⁾ o venta

(179) Cfr. art. 1730 del CC.

(180) *Vid.*, sobre esta cuestión, DEL POZO CARRASCOSA, *El derecho a retener en prenda del depositario*, Barcelona, 1989, *passim*.

(181) Cfr. art. 20.2 del RMEFF.

(182) Cfr. art. 20.4 del RMEFF: “MEFF no será el beneficiario final...”.

(183) Cfr. art. 19.3 del RD 1814/91.

(184) *Vid.* MADRID PARRA, *Contratos y Mercados...*, *cit.*, p. 68; DÍAZ RUIZ, “Contratos sobre tipos...”, *cit.*, p. 261-262.

(185) La forma primitiva de garantía romana es la *fiducia*: el *pactum fiduciae*, cuyo tratamiento judicial (se le otorgaba una *persecutio* o *petitio*, y no una *actio*) caracteriza el Derecho del Principado (*vid.* JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, Oxford, 1988, pp. 221-255). Puede describirse como el contrato real (realizado mediante *mancipatio* o *in iure cessio* del bien dado en garantía por el deudor), que transmite la propiedad del bien al acreedor con la obligación por parte del adquirente de volver a transferir la propiedad de la cosa al enajenante cuando la deuda sea satisfecha; esta obligación se contraía en virtud de una *stipulatio* simultánea. Si el *accipiens* era un amigo o persona de confianza, se denominaba *fiducia cum amico*; la que recibía el acreedor de otra obligación cuyo cumplimiento garantizaba la cosa dada en aparente propiedad, con el deber de restituirla cumplida la deuda, se llamaba *fiducia cum creditore*. *Vid.* D’ORS, *Derecho Privado Romano*, 9.^a ed., Pamplona, 1997, pp. 526-529. La figura de la fiducia, con indudable *genus* en su antecedente romano, es muy frecuente en los Mercados de Derivados, y, en general, en la contratación de éstos, incluso OTC, con la precisa finalidad de garantía. *Vid.* un resumen de los problemas jurídicos que plantea, por todos, en HUDSON, *Credit Derivatives*, Londres, 1999, pp. 160-167.

(186) Sobre los negocios fiduciarios en Derecho español, *vid.* GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Madrid, segunda edición (reimpresión, 1991); y DE CASTRO, *El negocio jurídico*, *cit.*, pp. 379-342; *vid.* también, FUENTESECA, *El negocio fiduciario en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Barcelona, 1997; DÍEZ-PICAZO, *Dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, pp. 25-65; JAREÑO y DELRIEU, “La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución”, Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9118; GÓMEZ GALLIGO, “Titularidades Fiduciarias”, *Actualidad Civil*, n.º 33, 1992, pp. 533-557.

(187) *Vid.* DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol II, pp. 809-811.

(*rectius*, transmisión) realizada con finalidad de garantía⁽¹⁸⁸⁾. Me parece que la figura sólo explicaría parte del proceso (la adquisición de los valores de Deuda Pública), porque la fiducia está en la causa de la transmisión⁽¹⁸⁹⁾, pero deja sin justificación la retención del producto de la venta de los valores, que solo puede ampararse en un derecho de retención cuya inserción en la fiducia resulta muy forzada (sería una especie de fiducia *longa manu*); por otra parte se trata de una institución que carece de reconocimiento legal explícito (otra cosa es su admisibilidad)⁽¹⁹⁰⁾ en Derecho español, sin que sus contornos resulten suficientemente definidos como para abonar esa calificación⁽¹⁹¹⁾.

e) El análisis del propósito perseguido por las partes al hacer entrega el deudor de los fondos quizás revele elementos decisivos de su naturaleza⁽¹⁹²⁾: los sujetos pretenden que el deudor siga siendo el *dominus* del dinero entregado, aunque éste se transmita aparentemente (fiducia) al acreedor, pero esta transmisión se realiza con la finalidad de hacer más sencilla la ejecución por el acreedor del derecho que titula, es decir, el desplazamiento obedece a una finalidad de garantía; el dinero así dado queda sujeto al poder directo de disposición del deudor, que puede incluso transformarlo en determinados activos en los que se reproducirá la función de garantía, de modo que, satisfecha la obligación garantizada, el dinero retorna a su primitivo titular.

f) El conjunto de consideraciones expresadas llevan a la caracterización como prenda de la figura analizada, puesto que la *datio* del objeto con finalidad de garantía y la atribución al acreedor del poder de disposición sobre dicho objeto, que puede satisfacer su derecho ejecutándolo directamente sobre él,

(188) *Vid.*, sobre esta cuestión, MARTÍNEZ SANCHÍS, “La prohibición de comiso y la venta a carta de gracia”, *Revista Jurídica del Notariado*, abril-junio 1992, pp. 325-330; INFANTE RUIZ, “La causa de la venta en garantía y su extinción”, *RDPatr.*, 1999, n.º 3, pp. 453-458.

(189) La causa de la transmisión es la fiducia, y la de ésta, la garantía: *vid.* DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, p. 796.

(190) Los negocios fiduciarios son admisibles, en principio, si consta la expresa voluntad de las partes “sobre el carácter fiduciario del negocio a celebrar”, en palabras de DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, p. 809. Esta es la opinión también del TS: *vid.* STS 25-II-1988 (RA 1305); 8-III-1988 (RA 1607); 19-V-1982 (RA 2580); 6-IV-1987 (RED 2721); 7-V-1991 (RA 3583) y 30-I-1991 (RA 349).

(191) Es indudable la existencia de una fiducia en la figura contemplada, pero hay, además, otros elementos que escapan del régimen de ésta, y que vedan la posibilidad de entera calificación como fiducia del supuesto analizado.

(192) Esta es la opinión de DE SIMONE (*Los negocios irregulares*, Madrid, 1956, p. 270), quien asegura que la más importante causa de formación de los distintos tipos negociales está dada por los intereses o necesidades a que responden, los cuales, al caracterizar la función práctico-social que desempeñan, justifican la autonomía de un tipo respecto a otro.

proporcionan un modelo teórico en el que predominan con función esencial los elementos de la institución de la prenda⁽¹⁹³⁾.

Se trata de una prenda irregular⁽¹⁹⁴⁾ cuyo objeto es dinero⁽¹⁹⁵⁾, y cuyos especiales caracteres (entre los que destaca la existencia de un “mandato de

(193) Cfr. art. 1863 a 1873 del CC. Los elementos esenciales de la prenda se dan en el supuesto contemplado dado: su accesoriadad respecto de la obligación que garantiza (art. 1857 del CC); su carácter mobiliario (art. 1864 del CC); el traslado posesorio (art. 1863 del CC); su origen negocial (art. 1863 del CC); y la adquisición por el acreedor de los derechos típicos del titular de un derecho real de prenda: retención sobre la cosa dada (1866.1.º del CC) y enajenación de ésta si el crédito garantizado no se satisface (1858 del CC). También adquiere el acreedor el derecho de preferencia sobre otros acreedores no prendarios, que le otorga expresamente la DA 6.ª 4 de la Ley 37/98; esta DA 6.ª releva de la exigencia de que la prenda conste en documento público (ex 1865 del CC) (vid. ap. 2. DA 6.ª de la Ley 37/1998), con lo que las notas que caracterizan el tipo se cumplen enteramente. El que el acreedor adquiera *ab initio* la titularidad aparente de la cosa pignorada (fiducia) autoriza la calificación de prenda fiduciaria, pero no desnaturaliza el carácter prendario de la figura.

(194) La prenda irregular de dinero queda constituida mediante el “traslado posesorio de la suma dineraria (saldo de la cuenta) al acreedor pignoraticio (banco). Este queda facultado para imputar la garantía a la obligación garantizada en caso de incumplimiento, y en otro caso, sobre él pesa la obligación de restitución del *tantundem*” (FINEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Barcelona, 1994, p. 25). Sobre los problemas que plantea la prenda irregular (y la propia admisibilidad de la figura), vid. un resumen en CANO RICO, “La prenda de dinero bancario. La pignoración de saldos y depósitos bancarios”, CDC, n.º 25, 1998, pp. 175-231, y la bibliografía que este autor cita.

(195) Es una prenda irregular de dinero, pero no del derecho de crédito a ser reembolsado del dinero que se dio. Lo que se pignora es el dinero que se entrega con finalidad de garantía, y no el derecho de crédito sobre dinero entregado previamente con finalidad de depósito remunerado (es el caso de la prenda de IPF, conceptualmente distinto). El planteamiento y actual *status quaestionis* de la polémica sobre la naturaleza jurídica de ambas figuras, y el cambio de tendencia de la Sala 1.ª del TS al respecto, manifestado en las célebres tres Sentencias de 1997 y 1999 (STS 19-IV-1997; 7-X-1997 y 13-XI-1999) (en las que fue ponente GULLÓN BALLESTEROS) puede verse en MARTÍN OSANTE, “Comentario” a la Sentencia de 13 de noviembre de 1999, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, n.º 53, 2000, pp. 523-543. Vid., también, en general, sobre esta cuestión, SALINAS ADELANTADO, “La nueva Doctrina del Tribunal Supremo sobre la prenda de saldos: historia de una rectificación”, *La Ley*, 1998-2, pp. 1943-1946; sobre las diferencias entre la prenda irregular y la prenda de derechos de crédito, vid. JORDANO FRAGA, “Prenda regular, prenda irregular y prenda de crédito. Sobre la pignorabilidad de una imposición a plazo fijo (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de julio de 1989)”, *ADC*, 1990, pp. 305-327; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Naturaleza jurídica de las imposiciones a plazo; compensación, derecho de prenda”, *RDBB*, n.º 30, 1988, pp. 441-450; FINEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas...*, cit., *passim*; FUGARDO ESTIVILL, “La prenda de imposiciones bancarias a plazo fijo. Comentario a las Sentencias del Tribunal Supremo de 19 de abril y 7 de octubre de 1997”, *CDC*, n.º 25, 1998, pp. 265-295; EIZAGUIRRE, “Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia: una contribución a la dogmática de los títulos-valores”, *RDBB*, n.º 25, 1987, pp. 179-207; BONARDELL LENZANO, “Contrato de afianzamiento general y de cobertura de riesgos. Pignoración de saldos de depósitos bancarios. Inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta”, en VV.AA., *Derecho del Mercado Financiero*, cit., vol. II, pp. 305-342.

gestión” a favor del acreedor⁽¹⁹⁶⁾ que produce la extensión de la garantía al producto de la inversión del dinero dado) no desvirtúan la finalidad de garantía que entraña la *datio* de fondos y su conformación con las reglas generales de la prenda.

Esta opinión se refuerza al contemplar la atención que el supuesto analizado ha merecido en la Ley 37/1998, en cuya DA Sexta, ap. 5, se establece la regulación de esta figura, cuyos aspectos esenciales⁽¹⁹⁷⁾, pese a incluir la expresión “depósitos en efectivo”, autorizan su consideración como prenda⁽¹⁹⁸⁾.

Es, por todo ello, una prenda especial fiduciaria irregular, con mandato de gestión y derecho de retención legal, regulada en la DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998 y la normativa del Mercado que le es de aplicación.

2.2.2. De la segunda hipótesis

Las anteriores consideraciones sirven también para calificar como prenda fiduciaria irregular de dinero, con regulación legal, el supuesto contemplado, cuyos rasgos de identidad con la primera hipótesis (se trata de la primera fase de ésta, es decir, el ingreso del dinero, que queda inmovilizado en la cuenta del acreedor, y no se destina a la adquisición de repos, sino que se devuelve sin más al cumplir su función de garantía, o se ejecuta la obligación garantizada sobre él por compensación)⁽¹⁹⁹⁾, permiten mantener la indicada calificación.

(196) El conjunto de actuaciones del acreedor que sustancia la inversión y desinversión de los fondos recibidos es denominado “mandato de gestión” en la DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998.

(197) La DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998 califica los “depósitos en efectivo, con o sin mandato de gestión”, como “garantías”, cuya “ejecución” “se hará por simple compensación”, y, si se trata de la “ejecución” del instrumento de Deuda Pública en que la garantía dineraria se invirtió, mediante “subasta con intervención de notario o corredor de comercio y citación del deudor y del propietario del bien, valor o derecho dado en garantía si no fueran la misma persona, siguiéndose en lo demás el procedimiento previsto en el párrafo primero del artículo 1872 del Código Civil” (cfr. DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998). *Vid.* nota 193 anterior: es obvio que, pese a denominar “depósito” a la figura, la citada DA alude a una “prenda”.

(198) En la prenda irregular analizada se da el llamado “mecanismo de sustitución” “entre dos masas fungibles idénticas”, que alcanza la transformación que eventualmente pueda experimentar el objeto prendario (inversión del dinero en Deuda). Por esta razón se habla de “prenda de capitales”, “en el sentido de que la función de garantía se realiza no sobre una cosa concreta, susceptible de ser objeto del derecho real de prenda, sino de su valor” (SIMONETTO, *Los contratos de crédito*, traducción de Juan Martínez Valencia, Barcelona, 1958, p. 427). Sobre la *nutzungslehre* que justifica en la Doctrina alemana la prenda irregular, *vid.* la bibliografía citada por SIMONETTO, *ibidem*, p. 425.

(199) Esta hipótesis responde a la pura figura de prenda irregular fiduciaria especial.

3. Otras prestaciones de garantía

En el RD 1814/1991 se mencionan otras posibles prestaciones de garantía ⁽²⁰⁰⁾, que eventualmente pueden concretarse en las que decida la CNMV ⁽²⁰¹⁾. Entre ellos cabe destacar la posibilidad de que las garantías consistan en la fianza personal ⁽²⁰²⁾ que otorgue un tercero al deudor, siempre que no se trate de fianza dada por Miembro a un Cliente ni la concedida a un Miembro deudor “por Entidades pertenecientes a su mismo grupo” ⁽²⁰³⁾; también es posible que otro Miembro ceda parte de su “límite operativo diario” (LOD) (es decir, de su derecho a celebrar transacciones) al deudor de las garantías, que de este modo cubrirá las exigencias de garantía por las que haya sido requerido ⁽²⁰⁴⁾.

⁽²⁰⁰⁾ El art. 19.1.a) cita las “cuentas a la vista, depósitos en metálico, etc. . . , cuya titularidad ostentarán los miembros y clientes que constituyan las garantías”. Como se ha visto, la titularidad (aparente, al menos) la ostenta el acreedor; lo que quiere decir esta norma es que la titularidad real la mantendrá el dador de la garantía.

⁽²⁰¹⁾ Se otorga a la CNMV un derecho de elección en la prestación de garantía.

⁽²⁰²⁾ Las Circ. 9/98 MEFF RV y 21/99 MEFF RF prevén la posibilidad de constituir garantías mediante “aval bancario a primer requerimiento”, pero, en relación con los excesos de “límite operativo diario” y ampliación de límites de posición abierta, *vid.* nota 204 *infra*. Es la *performance bond* característica de los Mercados anglosajones.

⁽²⁰³⁾ Cfr. art. 19.2 del RD 1814/1991.

⁽²⁰⁴⁾ La facultad de celebrar transacciones en el Mercado ha de ejercitarse dentro de los límites que impone la Autoridad de éste, en cuanto a volumen de transacciones y precios de modo que existe un “límite operativo diario” y un “límite de posiciones abiertas”. La normativa del Mercado prevé la posibilidad de que un Miembro, al no consumir enteramente su facultad de obligarse o “límite operativo”, pueda ceder el exceso no utilizado a otro Miembro que lo precise, de manera que la propia facultad de negociación adquiere un valor económico y se torna objeto de negocio jurídico: es el llamado “préstamo de límites”, en cuya configuración se inserta una fianza personal bancaria que garantiza eventualmente el cumplimiento de las obligaciones resultantes. Cfr. Circ. 9/98 MEFF RV, arts. 2, 3, 5 y 6; y Circ. 21/99 MEFF RF, Anexos V y VI. El modelo de fianza bancaria es el siguiente:

“Muy Sr. nuestro:

Les emitimos la presente en relación a la ampliación del Límite Operativo Diario y Límite a la Posición Abierta (cuando se trate únicamente de una ampliación de Límite Operativo Diario, mediante aval bancario o de una ampliación de Límite a la Posición Abierta deberá omitirse lo que no proceda) un préstamo de Límite Operativo Diario o de un Préstamo a la Posición Abierta, deberá omitirse lo que no proceda) de (datos del Miembro).

De acuerdo con lo establecido en la Circular 21/99 de 23 de julio de 1999, o Circular que en el futuro la sustituya a los mismos efectos, MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A. (en adelante ‘MEFF RENTA FIJA’) ha establecido que la ampliación del Límite Operativo Diario y del Límite a la Posición Abierta, podrá tener lugar mediante aval bancario a primera demanda.

IV. FUNCIÓN DE LAS GARANTÍAS EN LOS SUPUESTOS DE INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES

1. Consideraciones Generales

El incumplimiento de las obligaciones nacidas del contrato de futuros financieros ha de entenderse dentro del sistema de funcionamiento del Mercado, que establece un modelo de regulación de las soluciones posibles a las crisis que plantea el incumplimiento de sus obligaciones por algún participante. Este modelo se configura como una sucesión de actuaciones, que se inician con la mera desatención de la obligación de garantizar, la cual conduce a la extinción anticipada de todas las transacciones vigentes del sujeto incumplidor, activándose por la Cámara el “cierre” de *todas* sus posiciones, y no sólo de aquella en la que tuvo lugar el incumplimiento (efecto *cross-default*)⁽²⁰⁵⁾.

En virtud de lo anterior, por la presente nos comprometemos frente a MEFF RENTA FIJA de forma incondicional e irrevocable a pagar la cantidad de hasta (...) euros a primer requerimiento contra la presentación por Vds. de la declaración del incumplimiento, la cuantía reclamada y la cuenta corriente donde debe efectuarse el pago correspondiente. El pago se efectuará mediante abono, valor no más tarde de (dos días) hábiles siguientes al de la fecha del requerimiento, en la cuenta corriente indicada en el requerimiento.

[Nombre del avalista] renuncia expresamente a los beneficios de división, orden y excusión y con renuncia a la oposición de cualquier clase de excepción cualquiera que sea su naturaleza.

El aval es válido desde el momento de su recepción por Uds., sin necesidad de aceptación expresa. El aval que mediante este documento se otorga únicamente podrá cancelarse por notificación escrita de nuestra parte y surtirá efecto sólo una vez hayan transcurrido treinta días naturales a contar desde la recepción por Vds. de la notificación antedicha. En cualquier caso, seguirá en vigor respecto de los incumplimientos por transacciones realizadas antes de la notificación de resolución del presente aval a primer requerimiento.

Para notificaciones que deban realizarse las partes de conformidad con este aval a primer requerimiento, se efectuarán a las respectivas direcciones que se indican a continuación.

[Nombre del avalista]

(.....)

(.....)

(205) La expresión *cross default*, de no fácil traducción al español [ALCARAZ y HUGHES (*Diccionario de términos jurídicos...*, cit., p. 109) la traducen como “cancelación simultánea” contemplando más el efecto de la *cross-default clause* que la causa de tal peculiar eficacia extintiva], se ha consagrado entre los protagonistas del tráfico financiero para aludir al efecto que provoca el incumplimiento de una obligación en las demás relaciones obligatorias que un deudor mantenga frente a una o varias personas, que pueden o no estar vinculadas entre sí, estableciéndose generalmente dicho efecto del incumplimiento por vía convencional, mediante la llamada *cross default clause*. La *cross-default clause* es muy frecuente en la contratación bancaria, especialmente en las operaciones de crédito de cierta envergadura o abordadas con intervención de pluralidad de agentes financieros, y responde a una función preventiva; en

La reacción del Ordenamiento ante el acto de contravención de la obligación que significa su incumplimiento incluye como elemento necesario la atribución al acreedor perjudicado de un conjunto de facultades o acciones para preservar o realizar forzosamente su interés insatisfecho (o en peligro de insatisfacción)⁽²⁰⁶⁾. El cierre “forzoso” de posiciones se incardina en el sistema general de medios de tutela del derecho de crédito lesionado⁽²⁰⁷⁾, pues revela la atribución al acreedor de una facultad de extinción anticipada de la relación

definitiva, como observa KURZ (“New form in the Loan agreement”, *Euromoney*, febrero 1981, p. 56) con ella se pretende evitar el retraso en el ejercicio de sus acciones por parte de los Bancos cuando el deudor ha sido ya objeto de otros procedimientos judiciales. En su origen, la cláusula podía alcanzar a cualquier incumplimiento contractual cometido por el deudor (en alguna modalidad, incluso de obligaciones no pecuniarias), hubiera determinado o no un procedimiento judicial contra éste, y en relación con cualquier sujeto acreedor, no sólo los protagonistas de la obligación cuyo vencimiento se anticipa (*vid.* YOUARD, “Why Cross-Default Clause won’t go away” *Euromoney*, julio 1981, p. 170), lo que hizo dudar razonablemente en algún caso de su admisibilidad, dada la patente desproporción de la medida de tutela que la *cross-default clause* actúa y el interés verdaderamente lesionado. *Vid.* el estudio de las distintas modalidades de dicha cláusula en DE GISPERT PASTOR, *Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español*, Barcelona, 1986, pp. 290-294; *vid.* también, sobre el funcionamiento de la figura, EDWARDS, “Tied in knots”, *Euromoney*, diciembre 1995; y sobre su aplicación en los Mercados organizados, MINTO, “London Stock Exchange. The Big Fizzle?”, *Euromoney*, 1998. *Vid.*, sobre su generalización en la contratación bancaria, FLAQUER RIUTORT, *El contrato de crédito subasta*, Barcelona, 1992, pp. 433-437.

⁽²⁰⁶⁾ *Vid.* sobre la diferente naturaleza y alcance de los medios de tutela del derecho de crédito lesionado, por todos, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 673-698.

⁽²⁰⁷⁾ La relación obligatoria nacida del contrato de futuros financieros se extingue por medio de los fenómenos a los que el Ordenamiento atribuye ese efecto de terminación; la normativa del Mercado reconoce explícitamente como modo de extinción de las relaciones obligatorias nacidas de las transacciones que en éste se concierten el pago o cumplimiento regular y el llamado “cierre de posiciones”, y ello con independencia de la vigencia de otros modos extintivos en su caso, por aplicación de la doctrina general. El “cierre de posiciones” es el acto de extinguir la relación obligatoria nacida del contrato formal de Mercado mediante el ejercicio (por su titular, o por la Cámara de Compensación), de la facultad de anticipar la terminación de dicha relación obligatoria, lo que tiene lugar tras comunicación dirigida a la Cámara (o previo incumplimiento de las obligaciones del titular, si es ésta la que cierra las posiciones), y una vez verificada la consiguiente compensación, en el proceso de liquidación del Mercado, entre los derechos de crédito resultantes de las relaciones obligatorias que con ello se extinguen. El cierre de posiciones es un desistimiento unilateral *sui generis*, de configuración legal, mediante el cual el sujeto puede abandonar la relación obligatoria que lo vincula con la otra parte. Esta facultad de terminación anticipada del contrato experimenta un desplazamiento desde su titular incumplidor al acreedor, caso que aquél desatienda alguna de sus obligaciones, mediante el recurso al expediente de concesión de un mandato, contenido en la “orden firme e irrevocable” de llevar a cabo dicha actuación, a favor del MEFF en este sentido por el indicado sujeto al tiempo de contratar, siempre que previamente se produzca el incumplimiento que es *species facti* de la expresada atribución.

obligatoria (*rectius*, de todas las relaciones obligatorias) ⁽²⁰⁸⁾ que le vinculan con el deudor que ha incumplido con alguna de sus obligaciones. Esta facultad de extinción anticipada se inscribe entre los fenómenos de resolución de la relación obligatoria, puesto que hace terminar ésta con anticipación a su término y por ejercicio de alguna clase de derecho o facultad del perjudicado por el incumplimiento ⁽²⁰⁹⁾.

El cierre de posiciones constituye un único *modo extintivo* anticipado de las relaciones obligatorias resultantes del contrato de futuros financieros (y, en general, de los contratos formales de Mercado). El supuesto normal del cierre tiene lugar en ejercicio del derecho de desistimiento que asiste al sujeto; el llamado “cierre de posiciones forzoso” responde al peculiar mecanismo que desencadena la atribución (vía mandato irrevocable) al acreedor de la indicada facultad de cierre que en origen solo al deudor (es decir, al titular de las posicio-

(208) El efecto *cross-default* muestra la intercomunicación o interdependencia económica de todas las relaciones jurídicas de cada protagonista del Mercado, lo que es congruente con la peculiar naturaleza de éste: A) Todas las relaciones jurídicas posibles derivadas de las transacciones celebradas en el Mercado se mantienen con el MEFF [cfr. art. 3.3.e) del RMEFF], de modo que la intercomunicación subjetiva se produce *necesariamente*: el conjunto de relaciones de un Miembro o Cliente se reduce siempre a dos sujetos: el MEFF y el Miembro o Cliente de que se trate. B) Los procesos de liquidación y constitución de garantías contemplan a cada sujeto como una referencia unitaria; de manera que la determinación del *quantum* de la prestación de garantía variable se consolida en una cifra por sujeto, y el *quantum* de la prestación principal produce por *netting* una *obligación única* para cada titular. C) Por último, el sistema de cuentas se basa en la consideración de cada protagonista (Miembro o Cliente) como titular de la cuenta y, consiguientemente, de las distintas posiciones abiertas, que se contemplan siempre en relación con la cuenta de cada sujeto. Con estos antecedentes el efecto *cross-default* parece una consecuencia necesaria del funcionamiento del Mercado, además de una exigencia de su seguridad jurídica y económica.

(209) Concebida la resolución del contrato en un sentido amplio, supone generalmente la extinción anticipada de la relación obligatoria que de éste nace, como resultado de la actuación de algún derecho o facultad que en este sentido se atribuye al perjudicado. Pero, pese a que el modelo teórico de la resolución contractual obedece al sistema que es propio de las relaciones obligatorias sinalagmáticas, y que disciplina con función de paradigma el art. 1124 del CC, ni todas las resoluciones contractuales pueden ampararse en dicho precepto, ni, por otra parte, el fenómeno resolutorio exige como presupuesto una relación sinalagmática *stricto sensu*. Es cierto que la norma contenida en el art. 1124 del CC se ha convertido en un verdadero modelo general de la resolución que parece trasciende su ámbito de aplicación originario (las relaciones obligatorias sinalagmáticas), pero no agota las posibilidades de resolución contractual, ni, por tanto, permite que se reconduzcan a su aplicación todos los supuestos de extinción anticipada por resolución. *Vid.*, sobre esta cuestión, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 707-708.

nes) corresponde, pero ambas modalidades revelan un solo modo extintivo de la relación obligatoria ⁽²¹⁰⁾.

El cierre actuado por el MEFF ha de descansar en el presupuesto de hecho (verdadera *species facti* del ejercicio de la facultad de cierre forzoso mediante actuación del mandato irrevocable conferido al acreedor) del previo incumplimiento del deudor, por lo que el examen de su procedencia en cada caso habrá de incluir la valoración de la concurrencia de los requisitos del incumplimiento que habilitan el expresado mecanismo de cierre; por otra parte, el cierre ejecutado por la Cámara puede revestir la forma de reacción ante el incumplimiento de la obligación de garantizar ⁽²¹¹⁾ o ante el incumplimiento de la obligación principal ⁽²¹²⁾. Se trata de un mismo “modo extintivo”, pero que, al obedecer a distintos presupuestos de hecho, configura distintas causas de extinción de la relación obligatoria, y, en consecuencia, remite a diferentes tratamientos de sus fundamentos normativos ⁽²¹³⁾, sin que sea posible recurrir sin más al expediente de aplicación generalizada del art. 1124 del CC ⁽²¹⁴⁾.

2. La naturaleza jurídica de la facultad de cierre ejecutada por el MEFF por incumplimiento de la obligación de garantizar

La extinción anticipada de la relación obligatoria nacida del contrato de futuros financieros por incumplimiento de la obligación de garantizar es una medida de tutela preventiva del crédito ⁽²¹⁵⁾, y encuentra acomodo en los supuestos que prevé el art. 1129 del CC; particularmente, en sus apartados 2.º y

(210) También naturalmente se extinguen mediante el cumplimiento regular las obligaciones nacidas del contrato.

(211) Cfr. art. 23.2 del RMEFF: “El mero hecho del incumplimiento de suministro de Garantía se entenderá como una orden de liquidación de todos los contratos registrados en la Cuenta, por lo que MEFF RV procederá a cerrar en el Mercado dichos contratos por cuenta del Miembro o Cliente que incumpla”.

(212) Cfr. arts. 6.1.m) y 8.5.6 del RMEFF.

(213) Son distintas causas de extinción, porque los incumplimientos que la justifican afectan a distintas obligaciones (a la de garantizar y a la principal) y, consecuentemente, habilitan distintos medios de tutela.

(214) Como hace, en general, la doctrina, que funda en el art. 1124 del CC la resolución del contrato de futuros financieros, tanto por incumplimiento de la obligación de garantizar como por incumplimiento de la obligación principal: *vid.* DÍAZ RUIZ, *Contrato sobre tipos...*, *cit.*, pp. 289-291; IGLESIAS PRADA, *El contrato de futuros...*, *cit.*, p. 255.

(215) *Vid.*, sobre esta cuestión, DIEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 675-677.

3.º⁽²¹⁶⁾. Se trata de un caso de vencimiento anticipado legal de la obligación, al incumplir el deudor el deber de otorgamiento de garantías a que se comprometió mediante alguna clase de promesa o acto jurídico, o al que venía obligado por disposición de carácter general⁽²¹⁷⁾, de manera que se sanciona la omisión de la prestación de garantías, que adquiere carácter esencial en el negocio constitutivo⁽²¹⁸⁾, otorgando al acreedor el remedio resolutorio para preservar su interés ante riesgo de lesión del derecho de crédito⁽²¹⁹⁾.

El tipo legal del art. 1129.2.º del CC exige la configuración de un incumplimiento definitivo, que en el RMEFF se establece con carácter automático⁽²²⁰⁾, revelando el término esencial presente en la obligación de garantizar, lo

(216) Dice el art. 1129 del CC: “Perderá el deudor todo derecho a utilizar el plazo: 1.º Cuando, después de contraída la obligación, resulte insolvente, salvo que garantice la deuda. 2.º Cuando no otorgue el acreedor las garantías a que estuviere comprometido. 3.º Cuando por actos propios hubiesen disminuido aquellas garantías después de establecidas, y cuando por caso fortuito desaparecieran, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras nuevas e igualmente seguras”.

(217) Vid. DÍEZ-PICAZO, “El pago anticipado”, *RDM*, n.º 73, julio-septiembre 1959, p. 76; MONTES PENADES, “De las obligaciones a plazo”, en *Comentarios al Código Civil y a las Compilaciones Forales*, cit. (Dir. ALBALADEJO), tomo XV, vol. 2.º, p. 135.

(218) En la estructura de la relación obligatoria, la *datio* de garantías puede ser esencial, pues el acreedor es posible que haya concedido el plazo en función precisamente de las garantías ofrecidas, o resultar esencial por las peculiares exigencias de funcionamiento del Mercado de Futuros y la propia economía del contrato, como ocurre en el caso contemplado.

(219) DÍAZ RUIZ (*Contratos sobre tipos...*, cit., p. 289) e IGLESIAS PRADA (*El contrato de futuros...*, cit., p. 255) consideran que la resolución por vencimiento anticipado a causa de incumplimiento de la obligación de garantizar se funda en el art. 1124 del CC. No es posible sostener esa afirmación, no sólo por la patente procedencia de la aplicación del art. 1129-2.º y 3.º del CC expresados, sino, sobre todo, porque el supuesto de hecho analizado no permite su acomodo en la disciplina del art. 1124 del CC, al no haber reciprocidad de ninguna clase en la obligación de garantizar, que se impone a uno solo de los sujetos (el que no es el MEFF) del contrato, y que no reviste carácter de contraprestación o concausa que funde el sinalagma genético característico de las obligaciones “recíprocas”. El art. 1124 del CC no regula *todos* los fenómenos resolutorios posibles en la contratación privada; el caso que nos ocupa es prueba de ello, y se inserta en la categoría general de extinciones anticipadas de la relación obligatoria por actuación de facultad legal. Vid., sobre esta cuestión, un resumen general en CLEMENTE MEO-RO, *Los supuestos legales de vencimiento, anticipado de las obligaciones*, Valencia, 1991, *passim*.

(220) Dice el art. 23.2 del RMEFF: “El mero hecho del incumplimiento de suministro de Garantía se entenderá como una orden de liquidación de todos los contratos registrados en la Cuenta, por lo que MEFF RV procederá a cerrar en el Mercado dichos contratos por cuenta del Miembro o Cliente que incumpla”.

que no excluye el examen valorativo de la conducta del deudor conforme a las reglas del incumplimiento, dada la gravedad de la sanción que éste merece y la consecuente necesidad de control ordinamental de su actuación. Aunque con carácter general parece que el incumplimiento generador de este remedio resolutorio exige su imputabilidad al deudor⁽²²¹⁾, en el caso del contrato de futuros financieros me parece que la terminante redacción de los preceptos que disciplinan la materia y la presencia del término esencial en la obligación de garantizar abonan la tesis de que abarca incluso los supuestos de caso fortuito y configura un incumplimiento definitivo objetivado que se actúa por la mera insatisfacción del interés del acreedor⁽²²²⁾.

El art. 1129.3.º del CC da cobertura a los casos de desaparición de las garantías o alteración significativa sobrevenida de éstas (particularmente posible cuando consisten en prenda de acciones cotizadas), fundando igualmente en tales supuestos la facultad de extinción anticipada que se otorga al acreedor (es decir, al MEFF)⁽²²³⁾.

(221) Esta es la opinión, con matices, de DÍEZ-PICAZO (“El pago anticipado”, *cit.*, p. 76); en *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 335-336, aun cuando considera que “ha de tratarse de un incumplimiento voluntario o culposo”, sin embargo entiende que “para valorar la culpa será preciso analizar la diligencia o falta de diligencia con la que el deudor asumió el compromiso de constitución de una garantía, que después resulta imposible” (*ibidem*, p. 335). Este módulo sería perfectamente aplicable al contrato de futuros, ya que al emitir la orden, dado el carácter objetivo del sistema de determinación del *quantum* de garantías, y la notoriedad de su exigencia, se conoce sin duda razonable que hay que aportar garantías por un cierto importe a determinar en función de la evolución del activo subyacente. No obstante, creo que en el contrato de futuros se excepciona esta regla general, y pese a no excluirse el examen valorativo de la conducta del deudor (y del acreedor, al que se le imponen deberes constitutivos en la prestación, tales como la comunicación del *quantum*), el incumplimiento objetivamente considerado produce la resolución por mero transcurso del término.

(222) BELTRÁN DE HEREDIA Y CASTAÑO (*El cumplimiento de las obligaciones*, Madrid, 1956, p. 278) considera que “como nada dice la ley al respecto, debe suponerse que comprende tanto la hipótesis de no prestar las garantías prometidas, por acto voluntario de no querer otorgarlas, como la hipótesis de no otorgarlas por no poder hacerlo”. Este es el supuesto contemplado en el contrato de futuros financieros, y es también el caso previsto en el apartado 3.º del art. 1129 del CC.

(223) *Vid.*, sobre esta cuestión, MORENO QUESADA, “El vencimiento anticipado del crédito por alteración de sus garantías (art. 112.9.º del CC)”, *ADC*, tomo XXIV, fascículo II, abril-junio 1971, pp. 429-479.

3. Las actuaciones posteriores al cierre de posiciones forzoso

A) Las operaciones de liquidación tras el cierre

El cierre forzoso de todas las posiciones ⁽²²⁴⁾ del sujeto incumplidor provoca la realización de las consiguientes operaciones de liquidación ⁽²²⁵⁾, que desembocarán en el establecimiento de un saldo final, al que se refiere el art. 23.4 RMEFF ⁽²²⁶⁾ y que admite la calificación de “obligación única” ⁽²²⁷⁾. Si dicho saldo fuera favorable al sujeto, se pondrá a su disposición; si resultara negativo, el MEFF procederá a la ejecución forzosa de las garantías; en caso de resultar éstas insuficientes ⁽²²⁸⁾, a la reclamación del derecho de crédito a los responsables (mediante la ejecución de sus garantías); o, como actuación final, recurrirá al auxilio de los Tribunales ⁽²²⁹⁾.

B) La ejecución forzosa de las garantías

El régimen de ejecución forzosa de las garantías constituidas con arreglo a las disposiciones del Mercado resulta de la aplicación de la DA 6.^a, ap. 3, 4 y 5, en relación con ap. 1, de la Ley 37/1998, y ello en relación con los arts. 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15 y 16 de la Ley 41/1999, con los siguientes rasgos fundamentales:

a) La prenda de valores cotizados se ejecutará de acuerdo con el procedimiento previsto en el art. 29.6 RMEFF, que disciplina el procedimiento de ejecución de dichas prendas, cuyos rasgos esenciales responden al modelo ge-

(224) Hay un llamado “plazo de reacción”, que es el tiempo que necesita el MEFF para cerrar todas las posiciones de un sujeto: cfr. art. 2.º del RMEFF.

(225) Vid. la descripción de este proceso en CUENCA GARCÍA, *Régimen jurídico de las opciones...*, cit., pp. 290-291.

(226) “Si, como consecuencia de las Transacciones de Cierre realizadas por MEFF RV a raíz de un incumplimiento, resultara un saldo favorable al Cliente o Miembro, MEFF RV lo pondrá a su disposición. Si, por el contrario, resultara un saldo negativo, MEFF RV aplicará el importe de las Garantías, devolviendo el importe sobrante, si lo hubiere, al Cliente o Miembro”.

(227) En el sentido que a dicha expresión da el art. 9 de la Ley 41/1999.

(228) Cfr. art. 23.5 del RMEFF: “Si la ejecución de las Garantías correspondientes fuese insuficiente para cubrir el saldo negativo resultante de las Transacciones de cierre, MEFF RV se hará cargo en primera instancia frente a terceros implicados, pero podrá en todo caso dirigirse contra el responsable, Cliente o Miembro, o ambos, según correspondan las responsabilidades de acuerdo al presente Reglamento”.

(229) Cfr. arts. 23.5 y 29.3 del RMEFF.

neral establecido en los artículos 322 a 324 del CCom⁽²³⁰⁾, siendo suficiente a estos efectos “la acreditación de los documentos que prevean, en su caso, las normas de ordenación y disciplina del Mercado al regular la creación de la prenda para acreditar la existencia de la garantía pignoratícia y de la cantidad adeudada”⁽²³¹⁾. Estos preceptos son aplicables a la prenda de acciones cotizadas y a la de instrumentos de Deuda Pública, que han de considerarse integrados en la rúbrica general de la dicha DA 6.^a de la Ley 37/1998, ya que los dados en

(230) Es decir, el procedimiento (extraordinariamente rápido) de ejecución del préstamo con garantía de valores, del que se releva de la exigencia de que la obligación incumplida conste en escritura pública o póliza intervenida, bastando las formalidades de constitución específicas de la prenda de valores del Mercado de Futuros. *Vid.* la descripción del procedimiento, y su aplicación a los valores anotados en cuenta, en DÍAZ MORENO, *La prenda de anotaciones en cuenta, cit.*, pp. 429-431.

(231) Cfr. DA 6.^a, ap. 3 de la Ley 37/1998. Téngase en cuenta que, en virtud de los apartados 1 y 2 de dicha DA, las prendas mencionadas podrán constituirse en documento privado, “debiendo la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicar la correspondiente inscripción cuando tenga constancia del consentimiento del que aparezca como titular en el citado registro y de la entidad a cuyo favor se constituya la prenda” [DA 6.^a, 2.a) de la Ley 37/1998], o, “mediante manifestación unilateral del que aparezca como titular en el registro contable, incluso realizada por medios telemáticos” [DA 6.^a, 2.b) de la Ley 37/1998]. El art. 29.6 del RMEFF dispone la ejecución de la prenda con arreglo a las siguientes normas: “Las prendas (...) se ejecutarán en caso de que el Cliente o Miembro no cumpla completamente y en debido tiempo cualquiera de las obligaciones incurridas en el Mercado frente a MEFF, tanto relativas a pagos o entregas originados en relación con los Contratos como a las de pago de comisiones o gastos. Para la ejecución de la prenda, MEFF podrá entablar, a su elección, cualquiera de los procedimientos que legalmente le asisten, sean los judiciales ordinarios, declarativos o de ejecución, sea el extrajudicial previsto en la Disposición Adicional 6.^a de la Ley 37/1998 de 16 de noviembre de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, y sin que la utilización de una vía le impida acudir a cualquiera de las restantes en tanto su crédito no haya sido satisfecho en su integridad. Si se efectuara la ejecución de la prenda conforme al procedimiento establecido en la Disposición Adicional 6.^a arriba mencionada en relación con los artículos 322 a 324 del Código de Comercio, se atenderá al siguiente procedimiento a efectos de determinar la cantidad adeudada y proceder a la ejecución:

a) Producido el incumplimiento, MEFF liquidará la Cuenta del Cliente o Miembro incumplidor, cerrando todos los Contratos registrados en dicha Cuenta y, tras efectuar las oportunas compensaciones de las pérdidas y las ganancias producidas, emitirá un certificado del saldo resultante teniéndose la cantidad especificada en dicho certificado por líquida y exigible a todos los efectos y, en particular, a los de acreditar la cantidad adeudada a efectos de lo previsto en el apartado 3 de la mencionada Disposición Adicional Sexta.

b) Dicho saldo y la explicación de las partidas que dan lugar al mismo serán notificados al Cliente o Miembro incumplidor. Si es un Miembro, la notificación se la hará MEFF directamente; si es un Cliente, MEFF no notificará al Miembro Liquidador a través del cual el Cliente incumplidor mantiene las posiciones que la prenda garantiza para que el Miembro lo notifique al Cliente. En ambos casos, si el saldo fuera negativo, la notificación incluirá el requerimiento para su pago inmediato. Si el saldo fuere positivo, se pondrá a disposición del Cliente o Miembro incumplidor.

prenda son “valores admitidos a negociación en Mercados Secundarios” (lo es el de Deuda Pública) ⁽²³²⁾ y “representados mediante anotaciones en cuenta” ⁽²³³⁾.

b) Si la garantía consiste en la entrega de efectivo en las modalidades previstas en la normativa del Mercado, la ejecución se lleva a cabo “por simple compensación” ⁽²³⁴⁾, que se insertará en la disciplina general de la compensación del Mercado de Futuros, amparándose en todo caso en la facultad que, respecto de todos los derechos y obligaciones resultantes de las transacciones del Mercado (y de las tarifas y comisiones aplicables a éstas), atribuye a la Sociedad Rectora el art. 20.6 RMEFF ⁽²³⁵⁾.

c) El requerimiento de pago mencionado deberá ser atendido antes de las 10:00 horas del día hábil siguiente al día en que se hizo el mismo. Si llegado ese momento no hubiese sido efectuado el pago en la cuantía y forma requeridas, y sin necesidad de ulterior requerimiento, se entenderá definitivamente vencida e incumplida la obligación y podrá MEFF proceder como se establece en los apartados siguientes.

d) MEFF procederá a la ejecución de la prenda o prendas que el Cliente o Miembro tuvieran constituidas en la medida necesaria para cubrir el saldo adeudado más los gastos razonablemente previsibles de la ejecución. Para ello, en caso que el deudor tuviera constituidas varias prendas o la prenda comprendiera varios valores, MEFF, teniendo en cuenta la liquidez de unos y otros y las condiciones del mercado en el momento, determinará discrecionalmente cuáles ejecuta con prioridad (sin perjuicio de que, si lo estima oportuno, consulte con la Comisión de Supervisión y Vigilancia a este respecto) con el objetivo de realizar la ejecución sin dilación pero intentando maximizar el producto de la enajenación de los valores.

e) A estos efectos, MEFF solicitará la enajenación de los valores pignorados a la sociedad o entidad rectora del mercado en que los mismos sean negociados o estén admitidos. La solicitud irá acompañada de lo siguiente: (i) original del certificado del saldo a que se refiere el apartado a) que antecede, (ii) copia de la notificación con requerimiento de pago mencionada en el párrafo b) anterior, (iii) certificado acreditativo de la inscripción de la prenda, (iv) cuando la prenda esté documentada mediante contrato escrito de prenda, original del mismo.

f) Con el efectivo obtenido de la anterior ejecución se procederá a pagar cualesquiera gastos generados por la misma, además de los propios de la transacción en mercado, y el resto se aplicará al pago del saldo deudor frente a MEFF. Si hubiera un remanente, se entregará al propietario de los valores cuya prenda se ha ejecutado.”

⁽²³²⁾ Cfr. art. 31.2.b) de la LMV.

⁽²³³⁾ Cfr. arts. 2; 31.2.b); 55 y, sobre todo, 57 de la LMV, que específicamente califican como “valores” los negociados en el Mercado de Deuda Pública.

⁽²³⁴⁾ Cfr. DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998. *Vid.* sobre esta cuestión; DÍAZ RUIZ, “Los otros Mercados...”, *cit.*, p. 24, y “El régimen de las garantías...”, *cit.*, pp. 110-111.

⁽²³⁵⁾ Que dice literalmente: “MEFF RV podrá compensar, conforme a las reglas generales del Derecho, las cantidades líquidas, vencidas y exigibles que le adeuden los Clientes o los Miembros con las cantidades que adeude al Cliente o Miembro en cuestión por virtud de Primas, Liquidaciones Diarias de Pérdidas y Ganancias o Liquidaciones a Vencimiento, así como con las cantidades que haya recibido de los mismos por virtud de las Garantías que los mismos deben constituir conforme a lo dispuesto en el presente Reglamento”.

c) Las demás garantías se ejecutarán de acuerdo con su particular régimen aplicable. Si no existe un procedimiento de ejecución especialmente previsto por la Ley “se ejecutarán por medio de subasta con intervención de notario o corredor colegiado de comercio ⁽²³⁶⁾ y citación del deudor y del propietario del bien, valor o derecho dado en garantía si no fuera la misma persona, siguiéndose en lo demás el procedimiento previsto en el párrafo primero del art. 1872 del Código Civil, sin que el procedimiento de ejecución antedicho pueda ser suspendido o interrumpido salvo por mandato judicial y, en este caso, el juez deberá exigir, a quien haya instado la suspensión, garantía bastante y específica para cubrir los daños y perjuicios que de la misma pudieran derivarse” ⁽²³⁷⁾.

C) Referencia a las situaciones concursales del titular de las garantías y su incidencia en el régimen de ejecución de éstas

Entre las alteraciones particularmente significativas de la situación del deudor (o del tercero) titular de las garantías dadas en el contrato de futuros están sin duda las que producen las declaraciones concursales o “procedimientos de insolvencia” ⁽²³⁸⁾ instados contra (o por) éste, cuya inmediata y decisiva repercusión en el contrato ⁽²³⁹⁾, y, particularmente, en el régimen de garantías (y, consecuentemente, en la seguridad jurídica que la constitución de éstos proporcionaba) justificó la atención del legislador contemplando precisamente los supuestos de incidencia de la situación concursal del titular en la ejecución de

⁽²³⁶⁾ Los Corredores de Comercio han sido integrados en el “Cuerpo Único de Notarios” en virtud de la DA 24 de la Ley 555/1999, de 29 de diciembre de 1999, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.

⁽²³⁷⁾ Cfr. DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998. Sobre la ejecución de prenda de anotaciones en cuenta, *vid.* además del estudio de DÍAZ MORENO citado (nota 194 anterior), SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, pp. 377-454; ESPINA, *Las anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pp. 567-572; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, *Valores mobiliarios anotados...*, *cit.*, pp. 289-291.

⁽²³⁸⁾ El art. 12 de la Ley 41/1999 establece una noción legal de “procedimiento de insolvencia” que puede resultar útil en el contexto en que se analizan los efectos de las situaciones concursales sobre las garantías. Es la siguiente: “...se considera procedimiento de insolvencia la quiebra y la suspensión de pagos, así como cualquier medida de carácter universal, prevista por la legislación española o de otro Estado, para la liquidación de una entidad o para su reorganización, que pretenda tener por efecto la suspensión de los órdenes de transferencia, o de los pagos que pueda o deba realizar el participante, o la imposición de limitaciones sobre los mismos”.

⁽²³⁹⁾ La insolvencia del sujeto (comprador o vendedor) de la operación a plazo determinaba la ineficacia del contrato en el RD de 1831 (*vid.* OLIVENCIA, *Contratos a plazo*, *cit.*, p. 238).

las garantías afectos al cumplimiento de obligaciones derivadas de la contratación de un Mercado Secundario Oficial ⁽²⁴⁰⁾.

El régimen actual se induce fundamentalmente del art. 59.8 y 59.9 de la LMV, en relación con la DA 6.^a 4 y 5 de la Ley 37/1998 y arts. 12, 14 y 16 de la Ley 41/1999, y presenta los siguientes rasgos fundamentales ⁽²⁴¹⁾:

a) El art. 59.8 de la LMV proclama con carácter general la afectación exclusiva de las garantías al cumplimiento de las obligaciones nacidas de las transacciones del Mercado, de manera que “no responderán por obligaciones

⁽²⁴⁰⁾ Hasta llegar a la Ley 41/1999, cuya incidencia en este régimen ha sido a mi juicio decisiva, es posible advertir un proceso legislativo de progresivo reforzamiento de los privilegios de la Sociedad Rectora con la finalidad de asegurar el funcionamiento y la solvencia del Mercado. La adaptación de la legislación española a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (89/646/CEE) tuvo lugar sustancialmente en la Ley 3/1994, de 14 de abril de 1994, cuyo título incluyó una frase final que proclamaba que dicha Ley “introduce otras modificaciones relativas al sistema financiero” [Ley de 14 de abril de 1994, n.º 3/1994, “Entidades de Crédito-Comunidad Europea. Adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria e introduce otras modificaciones relativas al sistema financiero” (BOE de 15 de abril de 1994)]. Ciertamente fue así, y entre éstas conviene destacar su Disposición Adicional Séptima, que declaró el derecho absoluto de separación a favor de las Sociedades Receptoras de los Mercados de Futuros y Opciones, “respecto de los valores y efectivos en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros o clientes hubieren constituido o aceptado en favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los mercados”, y para el caso que tales Miembros o Clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. En caso de quiebra de un Miembro o Cliente de los Mercados, la impugnación de la aceptación de valores y efectivo constituidos como garantía de tales operaciones, por alcanzar a la concreta operación contemplada la retroacción del art. 878 del CCom, sólo será posible mediante acción ejercitada por los Síndicos de la quiebra “en la que se demuestre la existencia de fraude” en la afectación expresada. Es decir, se reforzó considerablemente la posición de la Sociedad Rectora en estos casos, en los que puede afirmarse que quedaba al margen de la retroacción regular, por cuanto el éxito de la impugnación, de alcanzarse, tendría lugar por otra razón (el fraude, en este caso de acreedores) que está desde luego más próxima a la disciplina de las acciones revocatorias o paulianas (*vid.* art. 1111 del CC y 879 y ss. del CCom) que al instituto de los absolutos efectos retroactivos de la declaración de quiebra. Recogiendo sin duda el espíritu de esas normas, la reforma operada por la Ley 37/1998 en la LMV sancionó el derecho absoluto de separación, respecto de los valores y efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieren constituido o aceptado a favor de las sociedades rectoras de los Mercados de Futuros y Opciones Financieras, en caso de procedimiento concursal al que se vea sometido el Miembro o el Cliente, según prescribe el actual art. 59.9 de la LMV.

⁽²⁴¹⁾ *Vid.*, sobre esta cuestión, en general, CUENCA GARCÍA, *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 293-298; DÍAZ RUIZ, “Los otros Mercados ...” *cit.*, pp. 23-24; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Opciones normalizadas...” *cit.*, pp. 328-329; VALPUESTA GASTAMINZA, *Los Mercados Secundarios...*, *cit.*, pp. 61-63.

distintas de las referidas operaciones, ni frente a personas o entidades diferentes de aquellas en cuyo favor se constituyeron” (242).

b) En ejecución de ese principio, y para el caso de procedimientos de insolvencia del titular de las garantías, se concede a la Sociedad Rectora del Mercado un “derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieren materializadas las garantías que los Miembros y Clientes hubieran constituido o aceptado a favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los Mercados” (243). Este derecho de separación se ampara en la naturaleza de la garantía, a la que explícitamente concede *en todos los casos* la DA 6.^a 4 de la Ley 37/1998 el carácter de garantía prendaria, al atribuir a la Sociedad Rectora “los mismos privilegios que el artículo 1926 del Código Civil confiere a los acreedores pignoratícios respecto de los bienes, valores o derechos en que se materialicen o recaigan las garantías otorgadas en su favor por los Miembros o inversores en dichos Mercados, cualesquiera que sean los referidos bienes, valores y derechos y las formalidades de su constitución, siempre que éstas se hayan ajustado a la legislación aplicable y normas particulares de cada Mercado” (244).

c) La Sociedad Rectora puede ejercitar una verdadera *separatio ex iure domini* respecto de las garantías dadas por Miembros incurso en procedimiento de insolvencia, a los que, al admitir sin reserva la calificación de “participan-

(242) Cfr. art. 59.8 de la LMV.

(243) Cfr. art. 59.9 de la LMV. El art. 14.1 de la Ley 41/1999 concede idéntico derecho de separación al “ente gestor o su agente de liquidación (...) [de un sistema de pagos] respecto a las garantías constituidas por el propio participante o por un tercero, a su favor”. Aunque ciertamente del texto del art. 59.9 de la LMV puede deducirse que alcanza su regulación a las garantías que constituya un tercero (ya que dice “las garantías que los Miembros y Clientes hubiesen constituido o aceptado”), el art. 14.1 de la Ley 41/1999, de plena aplicación al Mercado de Futuros, despeja cualquier duda interpretativa, al señalar explícitamente el supuesto, que no es infrecuente en la práctica.

(244) El privilegio que el art. 1926 del CC concede al acreedor pignoratício es un “privilegio especial” que se antepone a cualesquiera otros en relación con el bien sobre el que recae, excluyendo de modo absoluto a cualquier otro crédito por el valor hasta donde alcance el que corresponde al titular del privilegio. Si concurre con otros de igual naturaleza, se observarán las reglas dispuestas en el propio art. 1926 del CC, que establece un régimen de prelación, es decir, de solución del conflicto de concurrencia por medio de un orden legal. *Vid.*, sobre este tema, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos...*, *cit.*, vol. II, pp. 775-777. La disciplina resultante del CC, por otra parte, no excluye la atribución por Ley de otros privilegios crediticios, como el que corresponde a los créditos salariales: *vid.*, sobre este tema, RÍOS SALMERÓN, *Los privilegios del crédito salarial*, Madrid, 1984.

te del sistema” que se deduce de la Ley 41/1999 ⁽²⁴⁵⁾, les resulta de plena aplicación las disposiciones de dicha Ley, que sancionan la absoluta impugnabilidad e irreivindicabilidad de los bienes dados en garantía en tales casos, de modo que “ni la constitución o aceptación de las garantías a que se refieren (...) ni el saldo de las cuentas o registros en que se materialicen serán impugnables en el caso de medidas de carácter retroactivo vinculadas a los procedimientos de insolvencia” ⁽²⁴⁶⁾; “las garantías tampoco estarán sujetas a reivindicación en los términos previstos en el art. 324 del Código de Comercio para los valores pignorados” ⁽²⁴⁷⁾. La plena aplicación de la Ley 41/1999 al Mercado de Futuros ⁽²⁴⁸⁾ provoca la derogación tácita en este particular (es decir, solo por lo que respecta a los Miembros concursados) ⁽²⁴⁹⁾ del último párrafo del art. 59.9 de la LMV ⁽²⁵⁰⁾.

d) Por lo que respecta a las garantías dadas por el Cliente sometido a procedimiento de insolvencia ⁽²⁵¹⁾ es de plena aplicación el último párrafo del art. 59.9 de la LMV, de manera que el derecho absoluto de separación de la Sociedad Rectora alcanza a las garantías dadas por el Cliente quebrado, salvo que resulte eficaz la impugnación sustanciada mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra “al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del art. 878 del Código de Comercio (...) en la que se demuestre la existencia de

⁽²⁴⁵⁾ En la noción de “participante” del sistema de pagos que es posible inducir del art. 2 de la Ley 41/1999 no se integra el Cliente o Inversor particular del Mercado de Futuros, puesto que se ciñe al agente profesional cuya figura coincide con el Miembro del Mercado. Ello provoca que las disposiciones de dicha Ley 41/1999 en relación con las garantías han de entenderse limitadas a las garantías de los Miembros, y no las que den los Clientes (otra cosa naturalmente serán las garantías que preste el Miembro *por* el Cliente, a las que sí alcanza dicha Ley).

⁽²⁴⁶⁾ Sobre la retroacción de la quiebra *vid.*, en general, VIGUERA, “La masa de bienes de la quiebra”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, *Derecho Mercantil, cit.*, vol. II, pp. 646-653.

⁽²⁴⁷⁾ Cfr. art. 14 de la Ley 41/1999.

⁽²⁴⁸⁾ Cfr. art. 8.º h) de la Ley 41/1999, que explícitamente señala al Mercado de Futuros y Opciones como destinatario de esta disposición.

⁽²⁴⁹⁾ Al no referirse a los Clientes la citada norma de la Ley 41/1999 ha de entenderse vigente para aquéllos el último párrafo del art. 59.9 de la LMV. Comparto esta opinión de GÓMEZ SANCHA, “La Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores”, *RDBB*, n.º 77, 2000, pp. 225-239, p. 236.

⁽²⁵⁰⁾ Sobre las acciones de reintegración de la masa de bienes en la quiebra *vid.* ROJO, “Introducción al sistema de reintegración de la masa de la quiebra”, *RDM*, n.º 151, 1979, pp. 37-100; MASSAGUER FUENTES, *La reintegración de la masa en los procedimientos concursales*, Barcelona, 1986, pp. 33-93.

⁽²⁵¹⁾ *Vid.* nota 250 anterior.

fraude en la constitución o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de Mercado”⁽²⁵²⁾.

e) No obstante el procedimiento de insolvencia, y con entera independencia de éste, las garantías dadas por el Miembro o Cliente se ejecutarán por el procedimiento establecido en el art. 322 del CCom⁽²⁵³⁾ o el que proceda de acuerdo con su naturaleza⁽²⁵⁴⁾. El sobrante, en su caso, se destinará a la masa de la quiebra⁽²⁵⁵⁾.

f) El régimen establecido alcanza a las garantías dadas por extranjeros en el MEFF⁽²⁵⁶⁾, a las que será de aplicación la legislación española “en cuanto a sus efectos jurídicos reales”⁽²⁵⁷⁾.

(252) Vid. sobre el derecho de separación, en general, ARIAS VARONA, *El derecho de separación en la quiebra*, Pamplona, 2001, pp. 129-205.

(253) Cfr. art. 14.4 de la Ley 41/1999.

(254) Cfr. DA 6.ª 5 de la Ley 37/1998.

(255) Cfr. arts. 59.9 de la LMV y 14.6 de la Ley 41/1999.

(256) Cfr. art. 15.2 de la Ley 41/1999.

(257) Cfr. art. 15.2 de la Ley 41/1999.

CRÓNICA

LÍNEAS GENERALES DEL RÉGIMEN DEL COMITÉ DE AUDITORÍA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO

Catedrático de Derecho Mercantil

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. INCLUSIÓN DEL TEXTO RELATIVO AL COMITÉ DE AUDITORÍA EN LA TRAMITACIÓN DE LA LEY EN EL CONGRESO Y SU MODIFICACIÓN EN EL SENADO.
- III. REFERENCIAS AL COMITÉ DE AUDITORÍA EN EL MOVIMIENTO DE “CORPORATE GOVERNANCE”.
- IV. OBLIGATORIEDAD PARA LAS SOCIEDADES COTIZADAS DE LA CONSTITUCIÓN DEL COMITÉ DE AUDITORÍA.
- V. NATURALEZA JURÍDICA DEL COMITÉ.
- VI. COMPOSICIÓN. REFERENCIA A SU PRESIDENTE.
- VII. COMPETENCIA DEL COMITÉ.

1. Información a la Junta General.

2. Propuesta sobre el nombramiento de los auditores.

RDBB núm. 89 / Enero-Marzo 2003

- 3. Conocimiento y supervisión de los servicios de auditoría interna de la sociedad.**
- 4. Relaciones con los auditores externos.**

VIII. FUNCIONAMIENTO DEL COMITÉ DE AUDITORÍA.

IX. INCIDENCIA DEL INCUMPLIMIENTO POR PARTE DEL COMITÉ DE AUDITORÍA DE SUS FUNCIONES RESPECTO AL PROCESO DE ELABORACIÓN DE LAS CUENTAS ANUALES.

- 1. Formulación de las cuentas por el Consejo de administración.**
- 2. Revisión de las cuentas por los auditores de cuentas.**
- 3. Aprobación por la Junta General.**

X. REFERENCIA A LA RESPONSABILIDAD DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ Y LA DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.

- 1. Responsabilidad de los miembros del Comité de auditoría.**
 - 2. Responsabilidad de los consejeros ajenos al Comité de auditoría.**
-

I. INTRODUCCIÓN

El artículo 47 de la Ley 44/2002, titulado “Comité de auditoría”, añade una disposición adicional decimoctava a la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores, con la siguiente redacción:

“Comité de auditoría.—Las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores deberán tener un Comité de Auditoría, el cual deberá tener mayoría de consejeros no ejecutivos nombrados por el Consejo de Administración, debiendo elegirse su Presidente entre los consejeros no ejecutivos, el cual deberá ser sustituido cada cuatro años, pudiendo ser reelegido una vez transcurrido un plazo de un año desde su cese. El número de miembros, las competencias y las normas de funcionamiento de dicho Comité se fijarán estatutariamente, y deberá favorecer la independencia en su funcionamiento. Entre sus competencias estarán, como mínimo, las siguientes:

1. Informar a la Junta General de Accionistas sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia.
2. Propuesta al Consejo de Administración para su sometimiento a la Junta General de Accionistas del nombramiento de los auditores de cuentas

externos a los que se refiere el artículo 204 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

3. Supervisión de los servicios de auditoría interna en el caso de que exista dicho órgano dentro de la organización empresarial.

4. Conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la sociedad.

5. Relaciones con los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas de auditoría”.

II. INCLUSIÓN DEL TEXTO RELATIVO AL COMITÉ DE AUDITORÍA EN LA TRAMITACIÓN DE LA LEY EN EL CONGRESO Y SU MODIFICACIÓN EN EL SENADO

En el proyecto de Ley presentado por el Gobierno en el Congreso de los Diputados no se hacía referencia a la regulación del Comité de Auditoría ⁽¹⁾. Fue en el trámite del proyecto en el Congreso, cuando se introdujo una enmienda por parte del Grupo Popular (enmienda 162), que proponía la redacción de un nuevo artículo que estableciera la obligatoriedad por parte de las sociedades cotizadas de tener un Comité de Auditoría. En el fundamento de la enmienda se decía: *“La configuración, estructura y funciones de los Comités de Auditoría recoge los caracteres habituales de estos órganos sugeridos por los informes internacionales tratando de conjugar la operatividad y efectividad más precisa”*. Su texto, sustancialmente de estructura similar al que fue el definitivo, contenía no obstante algunos aspectos de cierta importancia, como eran los siguientes: 1.^a El Comité debía informar a la Junta General de la sociedad sobre lo que estimara más conveniente ⁽²⁾; 2.^a Modificaba el régimen vigente de la LSA, confiando a dicho Comité la propuesta a la Junta del nombramiento de los auditores, mientras que conforme a ese régimen se entiende que tal propuesta corresponde a los administradores, que en el caso de las sociedades cotizadas su configuración es, por regla general, por medio del Consejo de

(1) BOCG 8-3-2002, núm. 69-1

(2) Decía *“1.—Informar a la Junta General de Accionistas”*.

administración⁽³⁾; 3.^a Se confiaba al Comité la “*dirección*” de los servicios de auditoría interna. El texto de la enmienda originaria presentada por el Grupo Popular fue recogido sin modificaciones por el aprobado por el Congreso y que pasó al Senado⁽⁴⁾.

En la tramitación del proyecto de Ley en el Senado se introdujeron dos enmiendas —de redacción prácticamente idéntica— presentadas por el grupo parlamentario de Convergència i Unió⁽⁵⁾ y el Grupo Popular⁽⁶⁾, que reproducían un texto completo del artículo, si bien se limitaban a proponer las modificaciones que pasarían a constituir el texto definitivo de la Ley, en cuanto que el deber del Comité de informar a la Junta general no se dejaba a su iniciativa, sino que se limitaba a “*las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materia de su competencia*”; se limitaban igualmente las facultades del Comité en el sentido de que la propuesta que hiciera sobre el nombramiento de los auditores al Consejo de Administración, conservando éste la facultad prevista en el artículo 204 de la LSA de ser quien propusiera su nombramiento a la Junta general. Por otro lado, se alteró de forma importante la función del Comité, en el sentido de que, en lugar de tener la “*dirección*” de los servicios de auditoría interna, se le confiaba simplemente su “*supervisión*”. También puede hacerse notar, que se formuló en el Senado una enmienda por el Grupo Socialista, que fue rechazada, de que el Comité de auditoría estuviera “*compuesto en su totalidad por consejeros independientes*”⁽⁷⁾.

Se ha de destacar que a pesar de la identidad de las dos enmiendas que prosperaron, la del grupo del Convergència i Unió contenía un primer párrafo en la “*justificación*” de la enmienda que omitió la del Grupo Popular. En ese párrafo, el primero de los grupos discutía la oportunidad de regular esta materia mediante normas imperativas y no por medio de la autorregulación, al tiempo que en cierto sentido ponía en cuestión la justificación de la enmienda presentada en el Congreso⁽⁸⁾. Pero, dejando al margen ese párrafo, las dos enmiendas que prosperaron contenían unos párrafos idénticos, redactados con una mani-

(3) Decía “2.—*Propuesta de nombramiento a la Junta General de Accionistas de los auditores...*”.

(4) BOCG, Senado, Serie II, 24-6-2002.

(5) Núm. 205.

(6) Núm. 243.

(7) Todas estas enmiendas se publicaron en el BOCG, Senado, Serie II, núm. 86 de 17-9-2002.

(8) Hacía referencia a la proposición no de ley aprobada por el Congreso el 16 de abril de 2002, de constituir una Comisión que estudiara la vigencia del “Código de buen gobierno”, BOCG, Congreso, Serie D, de 22-4-2002.

fiesta imprecisión técnica, y tendían hacia la limitación de ciertas facultades del Comité de auditoría que contenía el texto aprobado por el Congreso.

III. REFERENCIAS AL COMITÉ DE AUDITORÍA EN EL MOVIMIENTO DE “CORPORATE GOVERNANCE”

La constitución de un Comité de auditoría en el seno del Consejo de administración, con unas funciones a las que haremos mención más adelante, se inserta como una comisión necesaria, entre otras, en el movimiento de “*Corporate Governance*”, que se ha difundido como consecuencia de las deficiencias del régimen de gestión y de funcionamiento de las grandes sociedades, en las que se produce, tras la difusión del fenómeno de la disociación entre la propiedad y la gestión en las grandes sociedades anónimas, una concentración de poder en manos de un reducido grupo de administradores que carecen de un control adecuado por parte de un accionariado cada vez más numeroso y disperso y, en definitiva, desinteresado en participar directamente en la Junta general.

Este amplio movimiento reformista nacido en el mundo anglosajón, y calificado como se ha dicho con los términos de “*Corporate Governance*”, se ha denominado en ocasiones de “gobierno corporativo” o “gobierno societario”, y se ha extendido, según es notorio, por todo el mundo y ha dado lugar a la enunciación de un conjunto de reglas tendentes al “buen gobierno” societario dictadas por organizaciones privadas nacionales e internacionales que se han recogido en “códigos”, teniendo como una de sus finalidades esenciales la de revitalizar los órganos de la sociedad, de forma principal el Consejo de administración y, dentro de lo posible, la Junta general.

Siguiendo esta línea, la mayoría de estos “códigos”, junto a otras normas, han recomendado la constitución de varias comisiones, siendo una de ellas el “Comité de auditoría”, como un organismo dentro del consejo de administración de las sociedades cotizadas, en los ordenamientos que siguen un sistema de organización de la administración *monista*, pues en los que adoptan el sistema *dualista* sitúan el Comité de auditoría en el órgano de vigilancia. Comité de auditoría al que se confieren por ese movimiento de “*Corporate Governance*” unas misiones específicas, que pueden calificarse como internas e instrumentales que sirven de ayuda o auxilio del propio Consejo de administración, relativas al aspecto de revisión del proceso de elaboración de los documentos contables de la sociedad. Comité que en ocasiones no aparece con esa función exclusiva, sino asociado con otras misiones, como acontece, por ejemplo, cuando el Comité se denomina de “cumplimiento y auditoría” o incluso de forma más amplia como Comité de “control interno de la gestión”.

Normas de gobierno corporativo referidas, como se ha dicho, normalmente a las sociedades cotizadas, que se adoptan por ellas dentro de su poder de

autorregulación, siguiendo de forma más o menos estricta los “códigos” que dictan organizaciones independientes de muy distinta naturaleza o comisiones creadas por la propia Administración pública, que se cuidan de resaltar que sus recomendaciones carecen de carácter de fuerza imperativa o vinculante, aun cuando con frecuencia los órganos de supervisión de los mercados de valores exigen a las propias sociedades que hagan público si las cumplen o expliquen el porqué no adoptan en todo o en parte las normas del “Gobierno Corporativo”. Códigos que se completan con frecuencia con otras disposiciones que surgen de la propia sociedad al ejercer su poder de autorregulación para su mejor gobierno. En estos casos la delimitación de las funciones del Comité de auditoría, como otras comisiones, es fruto de la autonomía de la voluntad de los órganos de la sociedad, tanto sea de la Junta general que las incorpora a los estatutos sociales o no, o bien sea, como sucede de forma más frecuente, si las adopta el Consejo de administración.

Estas normas o principios sobre la “gobernanza societaria” (por usar una expresión arcaica de nuestro lenguaje de raíz latina, que se compagina con la inglesa de “*governance*” y que ha resucitado por ejemplo la Unión Europea al referirse a la “Gobernanza europea”) son elaborados también por organizaciones públicas internacionales. Así cabe citar los “*Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*”, aprobados en 1999, en la cumbre de Ministros de los Estados miembros celebrada los días 26-27 de mayo de ese año ⁽⁹⁾, o el texto sobre “*Transparency and Disclosure Requirements for Corporate Governance*” de la UNCTAD aprobado en Ginebra del 25-27 de septiembre de 2002.

Normas contenidas en esos códigos que, como se ha dicho, no son vinculantes para las sociedades, si bien se pretende su adopción imponiendo las autoridades que controlan los mercados de valores el mandato de “cumplir o explicar” (“*comply or explain*”), con la esperanza de que el juicio de las fuerzas del mercado las haga eficaces. Es preciso hacer notar que la experiencia europea parece haber demostrado que estas normas alcanzan una eficacia real limitada, por lo que los legisladores las tratan de completar con normas imperativas. Es más, puede pensarse que el movimiento de “*Corporate Governance*” en ciertos aspectos —más o menos amplios— han de considerarse como una etapa que ha de servir en gran medida para la evolución de nuestro Derecho de sociedades, lo que no implica que se vislumbre la desaparición plena de tal movimiento.

Una recomendación prácticamente general de los Códigos de “gobernanza corporativa” ha sido, conforme ha quedado apuntado, la constitución de una

⁽⁹⁾ Que el 15 de noviembre de 2002 han acordado el estudio de su eventual revisión, que ha de estar concluida en el 2004.

“comisión de auditoría” dentro del órgano de administración, como lo demuestra el examen comparativo de los existentes dentro de la Unión Europea⁽¹⁰⁾, como los de los países que están fuera de ella⁽¹¹⁾.

La Comisión Europea en su recomendación sobre “*la independencia de los auditores de cuentas en la UE: principios fundamentales*”⁽¹²⁾ estudia con detalle el establecimiento de los principios fundamentales para salvaguardar la independencia de los auditores, y efectúa algunas alusiones incidentales a los “Comités de auditoría”, si bien declara que ha de abordar en el futuro, entre otras, cuestiones como las “Normas Internacionales de Auditoría (NIA)”, y el papel de los Comités de auditoría (Cdo. 14).

IV. OBLIGATORIEDAD PARA LAS SOCIEDADES COTIZADAS DE LA CONSTITUCIÓN DEL COMITÉ DE AUDITORÍA

La obligatoriedad de la constitución del Comité de auditoría establecida por el artículo 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, para las sociedades cotizadas en Bolsa, es una clara manifestación dentro de nuestro ordenamiento del proceso al que hemos hecho referencia a la evolución del sistema de autorregulación propio de la “gobernanza societaria” o corporativa.

El informe redactado por la Comisión especial para el estudio de un Código ético de los consejos de administración de las sociedades cotizadas, que dio lugar al llamado Código Olivencia, se refiere de forma expresa a la “Comisión de Auditoría”, la cual debía tener como una de sus misiones fundamentales el “evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad, velar por la independencia del auditor externo y revisar el sistema de control interno”⁽¹³⁾, para lo cual enunciaba como necesario que obtuviera un conjunto de competencias que enumera en el apartado 11.1, y que se concretaron en la “recomendación” 22 de dicho Código. Pues bien, el régimen contenido en el artículo 47 es una manifestación concreta del fenómeno apuntado anteriormente de que determinadas normas de los códigos del “gobierno corporativo” pasan de ser una recomendación a las sociedades como instrumento de su autorregulación, a convertirse en normas imperativas. Régimen del “Comité de auditoría” que tras la reforma de nuestro ordenamiento se encuentra no simplemente en el artículo

(10) V. el estudio de WEIL, GOTSHAL & MANGES, *Comparison of Corporate Governance Codes: European Union*, y sus anexos, 2002.

(11) V. la *Encyclopaedia about Corporate Governance*.

(12) DOCE n.º L 191, de 19-7-2002, p. 22.

(13) Ap. 3.6.

cuyo texto ha quedado transcrito, sino que se ha de completar con normas estatutarias, que han de determinar, al menos, el número de sus miembros, su funcionamiento y su competencia⁽¹⁴⁾. Manifestación de la evolución de ciertos aspectos de las normas de “*Corporate Governance*” que no puede calificarse como exclusiva de nuestro ordenamiento, sino que se ha producido en otros, que han establecido la obligatoriedad de la constitución de un Comité de auditoría⁽¹⁵⁾.

El artículo 47, del que nos estamos ocupando, establece la obligación de constituir ese Comité a “las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores”. Es decir, esencialmente las sociedades cotizadas en Bolsas de Valores, si atendemos al texto del artículo 46 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, que fija el objeto de las Bolsas, como mercados secundarios⁽¹⁶⁾, y declara la exclusividad de la negociación en ellas de determinados valores, entre los que se ha de incluir las acciones y obligaciones que emitan las sociedades.

Llama la atención el hecho de que una norma de organización de la sociedad, como es la constitución y el funcionamiento del “Comité de auditoría”, en lugar de insertarla de la Ley de Sociedades Anónimas, haya encontrado su acomodo en una disposición adicional de la Ley de Mercado de Valores. Ciertamente que la técnica legislativa corriente nos tiene acostumbrados a que las “disposiciones adicionales” de cualquier ley tengan capacidad, o sean usadas por el legislador, para regular cualquier materia. También ha podido pensarse que pueden existir otras sociedades emisoras de obligaciones que no sean anónimas, como las comanditarias por acciones, las cooperativas⁽¹⁷⁾, o las de garantía recíproca⁽¹⁸⁾, pero al margen de que tales supuestos de emisión pública de obligaciones sean excepcionales, su régimen sustantivo aplicable viene a ser en estos casos el de las sociedades anónimas⁽¹⁹⁾. Quizá la inclusión de este régimen del Comité de auditoría de la Ley del Mercado de Valores se daba al propósito de reservarse el Gobierno el poder reglamentario para completar el

(14) V. final del primer apartado del artículo.

(15) Sirva como ejemplo el *audit comitee* creado por la SEC en su Reglamento de 14 de junio de 2001, regulado por la *Securities Exchange Act 1934*, sec. 10, A (m) (1) tal como ha quedado enmendada por la Ley *Sarbanes-Oxley* de 30 de julio de 2002.

(16) Con remisión a su artículo 63.4.

(17) V. letra e) del artículo 21.2 de la Ley 27/1999.

(18) Artículo 3.º de la Ley 1/1994.

(19) Artículo 282 y ss. de la LSA.

régimen de ese Comité ⁽²⁰⁾ y el propósito de confiar a la CNMV la vigilancia del cumplimiento de las normas sobre dicho Comité.

A pesar de estas consideraciones, entendemos que la regulación del Comité de auditoría debería haberse insertado en la LSA, y más concretamente en las normas que se ocupan del régimen del Consejo de administración, con el fin de establecer una adecuada coordinación de las funciones del propio Consejo con las del Comité, sin olvidar la intervención que éste tiene de forma directa en la Junta general y de sus relaciones con los auditores sociales (llamados por esta disposición “externos”). Que el régimen del Comité estuviera insertado en el régimen de la sociedad anónima, no sería impedimento para que en su caso pudiera extenderse la aplicación de sus normas a otros tipos de sociedades, en el supuesto hipotético de que emitieran obligaciones que se cotizaran en una Bolsa de Valores. También se ha de decir que, a nuestro juicio, el régimen del Comité de auditoría que se encuentra en el artículo 47 de la Ley 44/2002, que parece inspirado en la reforma de la *Securities Exchange Act 1934*, ofrece determinados defectos técnicos que podrían haberse evitado.

V. NATURALEZA JURÍDICA DEL COMITÉ

El “Comité de auditoría” cuando es fruto de la autorregulación de la sociedad ha de calificarse, a nuestro juicio, como una simple comisión de carácter interno, que completa el funcionamiento del Consejo de administración, pero adquiere otro carácter cuando interviene la ley y crea tal Comité al que asigna determinadas funciones. En este supuesto, que es en el que nos encontramos tras la entrada en vigor de la Ley 44/2002, nos hallamos ante un “órgano” —sirva esta expresión aun siendo conscientes de sus perfiles difusos dentro de la teoría general de las personas jurídicas— que tiene una función de vigilancia, aun con una competencia muy limitada, de ciertas actividades del propio Consejo de administración. Ahora bien, entiendo que el Comité de Auditoría, por ser un órgano cuya competencia deriva de la ley y no del Consejo de administración, no podemos calificarlo, a mi juicio, como un “órgano delegado” del propio Consejo.

Frente a estas indicaciones, las enmiendas presentadas en el Senado por el grupo de Convergència i Unió y el Grupo Popular mantenían, con una idéntica justificación, la concepción del Comité de auditoría como “órgano delegado”, al decir que “la Comisión de Auditoría, como todas las Comisiones Delegadas, son órganos de actuación del Consejo, no órganos paralelos al mismo, integrados por miembros nombrados por la Junta General al margen del Consejo y que

(20) Ver disposición final 2.^a de la Ley 44/2002.

presenten directamente propuestas a la Junta también al margen del Consejo” (21). Este párrafo, de redacción no muy afortunada no sólo por lo que dice sino cómo lo dice, quiso en realidad modificar el texto original del texto aprobado por el Congreso (tras la enmienda 162 del Grupo Popular), que confería el nombramiento del Comité de auditoría a la Junta general en lugar de ser el Consejo de administración el órgano competente para hacerlo. Pero pasaba desapercibido para los enmendantes la diferencia que existe, entre el supuesto previsto en el artículo 141 de la LSA cuando es el Consejo el que delega ciertas facultades propias en una comisión o a alguno de sus miembros, y el caso en que es la ley quien crea un órgano al que asigna una determinada competencia.

En efecto, si la expresión metafórica de órgano puede aplicarse al Comité de auditoría, a nuestro juicio resulta equivocado estimar que es un órgano “delegado” y de la “actuación del Consejo”. El Comité de auditoría no recibe una delegación del Consejo para supervisión o vigilancia de los servicios de auditoría interna o de control de los sistemas contables seguidos por la sociedad, que en definitiva han sido organizados por la dirección de la misma y, de forma mediata, por el propio Consejo de administración, sino que tales funciones de supervisión o vigilancia las recibe el Comité de la ley y de los estatutos. La lectura del artículo 47 de la Ley 44/2002 nos muestra que se atribuye al Comité una competencia complementaria de la del Consejo, pero que en buena medida *quiere servir para vigilar la actuación de los mecanismos contables por él creados*, de forma que las funciones del Comité se escinden en cierto modo de las del Consejo, como son, por ejemplo, la realización de una propuesta al Consejo de los auditores externos, el informe a los accionistas, la supervisión de los servicios de auditoría interna de la sociedad, etc. Nos hallamos, por consiguiente, con funciones propias del Comité de auditoría que en gran medida se refieren a una labor previa de control y vigilancia de la contabilidad sobre la que ha de informar al propio Consejo, pero que es una tarea diversa de la que éste ha de hacer, cual es el registro de las operaciones de la sociedad, destacando en esa labor la formulación de las cuentas anuales, que han de mostrar una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de cada ejercicio. Se trata, por consiguiente, de un Comité que ha de efectuar una tarea de vigilancia referente a la llevanza de la contabilidad social, que corresponde en última instancia al Consejo de administración como un medio del cuidado del patrimonio de la sociedad. De manera tal, que el Comité ha de considerarse como un medio de ayuda o auxilio del Consejo, cuya actividad en cierto modo vigila.

(21) BOCG, Senado II, 17.902, p. 163, justificación de la enmienda 205 de Convergència i Unió y p. 191, de la enmienda 243 del Grupo Popular.

Esta concepción de Comité de auditoría como un órgano de vigilancia, de ámbito ciertamente limitado pero referido a la labor del Consejo de administración de la sociedad, es una de las razones que se alegan a favor de que su composición esté formada exclusivamente por miembros del Consejo de los llamados “externos” o no ejecutivos. Sin embargo, la pretensión que trata de fundamentar esa pretensión de excluir a los consejeros ejecutivos del Comité de auditoría para incrementar su independencia y eficacia en su labor de vigilancia respecto a éstos, sobre los que se dice debe pesar la labor de la dirección de la llevanza de la contabilidad, nos hace pensar en la contradicción en que se incurre al querer otorgar una función de vigilantes a quienes, como miembros del Consejo de administración, han de ser responsables de igual modo que los ejecutivos (pues la firma de las cuentas anuales ha de ser de todos los miembros del Consejo de las que responden de manera conjunta). Siendo esto así, seguramente sería más efectivo que los miembros del Comité de auditoría fueran ajenos al Consejo de administración, bien constituyendo un órgano independiente, o bien insertando el Comité en el Consejo de vigilancia amplio, como acontece en el llamado sistema *dualista*. Sistema que ha de formar parte, aun cuando sea sólo en un cierto modo marginal, de nuestro ordenamiento, en el caso de la sociedad anónima europea domiciliada en España, que de acuerdo con el Reglamento (CE) 2157/2001 del Consejo de 8 de octubre de 2001, opte por el sistema de administración *dual*.

VI. COMPOSICIÓN. REFERENCIA A SU PRESIDENTE

El artículo 47 remite a los estatutos la determinación del número de miembros que han de componer el Comité de auditoría, y previamente nos ha indicado que “deberá tener mayoría de consejeros no ejecutivos nombrados por el Consejo de administración, debiendo elegirse su Presidente entre consejeros no ejecutivos”.

La Ley se ha apartado del criterio seguido en general por los Códigos de “gobierno corporativo” que indican que el Comité de auditoría debe estar formado exclusivamente por consejeros no ejecutivos⁽²²⁾. Se ha de notar, sin embargo, que el Informe Winter considera que no es necesario en Europa mantener esa regla de que los miembros de este Comité de auditoría sean todos ellos “no

(22) Basta citar, a modo de ejemplo, la recomendación 8 del Código Olivencia que establecía que la comisión de auditoría debía estar compuesta “exclusivamente por consejeros externos”; criterio seguido por el Informe Aldama, de forma similar a la *Securities Exchange Act 1934*, sec. 10, A (m) (1), enmendada por la *Ley Sarbanes-Oxley* de 30 de julio de 2002, que exige que todos los miembros del Comité de auditoría deben ser “independientes” conforme a los criterios que establece.

ejecutivos”⁽²³⁾. Siguiendo en esta línea el artículo 47 de la Ley 44/2002 establece que la mayoría de los miembros del Comité han de ser “no ejecutivos” y que su presidente ha de pertenecer a este grupo.

Por consiguiente cualquier miembro del Consejo, dentro de los parámetros indicados, puede formar parte, en principio, del Comité de auditoría, sin que se exija una calificación especial para formar parte del mismo. Sin embargo, parece que no debe existir inconveniente para que el Comité en determinados supuestos pueda servirse de la ayuda de expertos externos a la sociedad, tal como aconsejan en general los Códigos de buen gobierno⁽²⁴⁾.

La duración en el cargo del miembro del Comité de auditoría ha de ir vinculada, en principio, a la de consejero, en el sentido de que su cese como tal por cualquier causa ha de implicar al propio tiempo la de miembro del Comité, sin que su reelección como consejero lleve consigo, sin más, su continuidad en el cargo de miembro del Comité de auditoría, lo que no impide que el Consejo, una vez reelegido como consejero, pueda nombrarle de nuevo miembro de ese Comité. Por otro lado, se ha de tener en cuenta que los estatutos podrán fijar, al determinar en el régimen del Comité una duración distinta a la del cargo de consejero, de forma que siendo el límite legal de la duración de este cargo el plazo de cinco años (artículo 126 de la LSA), podrá señalarse uno inferior no sólo para la condición de consejero, sino también para la de miembro del Comité.

Esto, no obstante, surgen algunas dudas sobre el régimen que el artículo 47 ha querido otorgar al Presidente del Comité de auditoría, cuando establece que “deberá ser sustituido cada cuatro años, pudiendo ser reelegido una vez transcurrido un plazo de un año desde su cese”. De esta norma resulta claro que el Presidente no puede tener un nombramiento que supere los cuatro años y que puede ser reelegido siempre que haya transcurrido al menos el “plazo de un año desde su cese”. Pero la claridad de estas normas desaparece cuando se observa que la ley parte de la declaración de que el Presidente del Comité —que como sabemos ha de ser un consejero no ejecutivo— “deberá ser sustituido cada cuatro años”, pues esta frase nos da a entender que pasados los cuatro años se ha de nombrar un nuevo Presidente, que en principio podría tener una duración similar a la de su antecesor, es decir, cuatro años. Sin embargo, esto sólo es posible si el cargo como consejero del nuevo Presidente no caduca antes de los cuatro años. En todo caso, la ley ha querido —mediante una norma que cierta-

(23) *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 2002*, cap. III, 4.2.

(24) En el Código Olivencia, así resulta del apartado 6.2 del Informe, y la recomendación 14.

mente no facilita la rotación en el cargo de Presidente del Comité— que el antiguo Presidente no pueda ser reelegido hasta que transcurra el plazo de un año desde su cese y siempre, claro está, que conserve su condición de consejero no ejecutivo.

Aun respetando la norma indicada, entendemos que si se quiere fomentar la independencia del Comité de auditoría (pretensión que se enuncia por el propio artículo 47, cuando dice que los estatutos deberán “favorecer la independencia en su funcionamiento”), nos parece conveniente que los estatutos deberían contener una cláusula que estableciera que un consejero no ejecutivo solo podrá ser reelegido como presidente una vez tras el cese de su sucesor.

VII. COMPETENCIA DEL COMITÉ

La Ley enuncia determinadas funciones del Comité de auditoría que pueden completarse por los estatutos sociales, al decir que “entre su competencia estarán, como mínimo, las siguientes”. Competencia que se concreta en un conjunto de funciones, las cuales, como se ha dicho, proceden de la ley y no tienen su origen en una delegación del Consejo.

1. Información a la Junta General

En la redacción primitiva de este precepto, conforme fue aprobado por el Congreso de los Diputados, se decía sin más que el Comité de auditoría tenía la facultad de “informar a la Junta General de Accionistas”. De esta forma se dejaba al Comité la iniciativa de informar a la Junta general de los asuntos que tuviera por conveniente, lo cual habría de completarse tanto con la información referida al eventual encargo que hubiera recibido de la propia Junta en el momento de su nombramiento (ya que en esa redacción primitiva del artículo se preveía que el nombramiento del Comité correspondía a la Junta general, no al Consejo), como a la información que fuera solicitada por los accionistas con motivo de la celebración de la reunión de la Junta.

Las enmiendas introducidas en el Senado, al margen de eliminar la facultad de designación del Comité por la Junta y transferir esa designación al Consejo de administración (lo que, como se ha dicho, está en la línea general de los Códigos de “gobierno corporativo”, cuando el sistema de administración es *monista*) limitó las facultades de información de Comité a la Junta al restringirlas a las preguntas planteadas por los accionistas. En efecto la ley dice, en su apartado primero, que el Comité de auditoría ha de “Informar a la Junta General de Accionistas sobre las cuestiones que *en ella* planteen los accionistas en materias de su competencia”. La redacción de este párrafo, al referirse a “su competencia”, acusa las deficiencias propias de todo el artículo 47 de esta Ley.

Antes de detenernos en la interpretación de este párrafo, se ha de indicar que este precepto amplía el derecho de información del accionista en la Junta General, al que se refieren principalmente el artículo 112 de la LSA y otros preceptos, en los que el deber de información pesa sobre el Consejo de administración en pleno, aun cuando su Presidente tenga determinadas funciones relativas a considerar, en determinados supuestos, si la información requerida por el accionista sobre los asuntos comprendidos en orden del día, se han de proporcionar o no. Aquí nos hallamos ante una información que ha de suministrar el Comité de auditoría a los accionistas; es decir, un órgano distinto al Consejo.

Entrando en la interpretación del párrafo del artículo 47 transcrito, parece claro que el Comité de auditoría ha de limitarse a informar sobre las cuestiones planteadas por los accionistas en la Junta general, careciendo el Comité, como se ha dicho y salvo que los estatutos digan lo contrario, de una facultad de iniciativa sobre la información que han de suministrar a la Junta. Limitación que se refiere, según se desprende del texto de la ley, a las preguntas formuladas en el curso de la propia Junta (el texto dice “en ella”), lo que no impide que tenga que informar sobre las cuestiones planteadas a lo largo del ejercicio al Comité o antes de la celebración de Junta a condición de que se reiteren en ella.

Otra limitación de la información que ha de suministrar el Comité en la Junta que establece ese apartado de la ley se refiere, mediante una dicción equívoca, a las cuestiones que en ella planteen los accionistas “en materias de su competencia”. Porque no queda claro ni qué “materias” son éstas, ni a qué “competencia” se alude. La redacción de la frase podría hacer pensar que se trata de materias que fueran competencia de los accionistas. Pero tal interpretación no parece lógica y carece de sentido; seguramente la interpretación de esa frase se ha de referir por un lado a la competencia de la Junta general de que se trate —que viene delimitada por los asuntos comprendidos dentro del orden del día— y, por otro y de modo principal, en relación con la competencia del propio Comité de auditoría en tanto en cuanto haya intervenido en ellos. Así, por ejemplo, si la Junta general ha de deliberar sobre la gestión social, la aprobación de las cuentas del ejercicio anterior, la aplicación del resultado, o la autorización de la enajenación de parte del activo social, el Comité de auditoría podrá informar sobre el control que ha efectuado en torno a la preparación y formulación de los documentos contables, así como de las observaciones o sugerencias que ha efectuado en torno a ellos, o sobre las valoraciones que se han realizado de los activos que quieren transmitirse. Pero resulta manifiesto que el Comité de auditoría en cualquier caso no podrá informar sobre asuntos ajenos a su competencia.

2. Propuesta sobre el nombramiento de los auditores

Los auditores de cuentas de la sociedad, denominados por el artículo 47 como auditores “externos”, son nombrados, conforme establece la LSA, normalmente por la Junta General, pero también esa ley prevé los casos en los que los auditores son nombrados por el Registrador Mercantil o el Juez⁽²⁵⁾. El artículo 47 ha querido limitarse al supuesto del artículo 204 que se ocupa del nombramiento de los auditores de cuentas por la Junta General de la sociedad. El artículo 47 parte del supuesto normal de que corresponda a los administradores de la sociedad la redacción del orden del día de la Junta general⁽²⁶⁾, y por consiguiente el incluir dentro de él, como uno de los asuntos sobre los que ha de deliberar la Junta, el nombramiento de los auditores. La LSA no indica que los administradores hayan de ser los que hagan la propuesta del nombramiento de un determinado auditor, aun cuando es normal que sean ellos quienes hagan tal propuesta a la Junta, pero nada impide —en línea de principio— que tal propuesta pudiera proceder de un grupo de accionistas, cuando hubieran solicitado la convocatoria conforme al artículo 100 citado.

El texto del artículo 47 aprobado por el Congreso de los Diputados y que se envió al Senado alteraba esa práctica diciendo que correspondía al Comité de auditoría la “*propuesta de nombramiento a la Junta General de accionistas de los auditores de cuentas externos a que se refiere el artículo 204*” de la LSA⁽²⁷⁾. Ese texto, que según sabemos fue alterado en el Senado, como consecuencia de las enmiendas a las que ya nos hemos referido de Convergència i Unió y del Grupo Popular, en el sentido de indicar que debía corresponder al Comité de auditoría la “*propuesta al Consejo de administración para su sometimiento a la Junta General de Accionistas del nombramiento de los auditores de cuentas externos a los que se refiere el artículo 204 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre*”. Lo que implica no solamente que se privó al Comité de una facultad extraordinaria, sino que se reconoció legislativamente que el Consejo de administración ha de hacer necesariamente la propuesta a la Junta General del nombramiento de los auditores, ciertamente tras haber recibido la del Comi-

(25) Artículos 204 a 206.

(26) Artículo 97 de la LSA, aun cuando excepcionalmente esos asuntos puedan estar determinados por la solicitud de los accionistas minoritarios, en el supuesto que regula el artículo 100.

(27) Núm. 2 de los puntos referentes a la competencia del Comité de auditoría.

té de auditoría, si bien la redacción del artículo da a entender que tal propuesta resulta vinculante para el Consejo ⁽²⁸⁾.

3. Conocimiento y supervisión de los servicios de auditoría interna de la sociedad

El artículo 47, al detallar las facultades que, como mínimo, ha de tener el Comité de auditoría, declara en su apartado tercero que se ha de ocupar de la “*supervisión* de los servicios de auditoría interna en el caso de que exista dicho órgano dentro de la organización empresarial”, para indicar en el apartado siguiente que el Comité ha de tener “conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la sociedad”. Estos dos apartados están íntimamente vinculados y parece que es previo referirnos a este segundo, relativo al conocimiento por el Comité del proceso y de los sistemas de control interno de la información financiera de la sociedad, ya que tal proceso y sistema estará vinculado con frecuencia a la existencia de una auditoría interna de la sociedad, cuya supervisión (el texto originario aprobado en el Congreso decía “*dirección*”) corresponde, si existe, al Comité de auditoría ⁽²⁹⁾.

Aparte de reiterar que en el Senado se degradó también en este punto la importancia del Comité de auditoría al transformarlo de *director* en simple *supervisor* de los procesos de auditoría interna, se ha de indicar que este Comité habrá de conocer si los sistemas de planificación y llevanza de la contabilidad son controlados internamente por inspectores, interventores, o auditores internos, así como el funcionamiento de los mecanismos de control de los servicios encargados de la contabilidad social. La ordenación de esta cuestión no corresponde al Comité de auditoría, sino a la dirección o *management* de la sociedad. La misión esencial del Comité, conforme nos indica la ley, es precisamente la supervisión de los servicios de auditoría interna o similares que existan de la organización empresarial, por lo que, como quedó indicado anteriormente, apuntamos que nos encontrábamos ante un órgano de vigilancia de competencia muy limitada.

Las “recomendaciones” de la Comisión Europea sobre el control de calidad de la auditoría legal externa y sobre su independencia se ocupan, entre otras

(28) La *Securities Exchange Act 1934*, sec. 10, A (m) (1), enmendada por la *Ley Sarbanes-Oxley* de 30 de julio de 2002, declara que corresponde al Comité de auditoría el nombramiento, la determinación de la remuneración y la supervisión de los auditores externos.

(29) Esta orientación, con amplios poderes, se sigue por la *Securities Exchange Act 1934*, sec. 10, A (m) (1) tras la enmienda realizada por la *Ley Sarbanes-Oxley* de 30 de julio de 2002.

cuestiones, de la relación de los auditores externos con los sistemas de auditorías internas y, por supuesto, con su cliente la sociedad auditada, poniendo especial cuidado en mantener la independencia del auditor externo, la cual, entre otros extremos, se ha de manifestar en principio en que debe rechazar la función de supervisar la labor de los auditores internos, bien de forma directa o indirecta⁽³⁰⁾. Esta labor del supervisión de los auditores internos —o de los mecanismos de control interno de la actividad contable en el seno de la sociedad— corresponde al Comité de auditoría, si bien las relaciones entre los auditores externos o legales con relación al Comité de auditoría, dentro de una preocupación por la independencia de los primeros (cuestión de la que nos ocupamos a continuación), ofrecen aspectos a los que se refiere genéricamente el artículo 47, cuya concreción en la realidad de la práctica societaria dependerá de la estructura del control interno de la contabilidad dentro de cada sociedad.

4. Relaciones con los auditores externos

La Ley 44/2002, en el apartado quinto del artículo 47, declara que son competencia del Comité de auditoría las “relaciones con los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas de auditoría”. Se trata por consiguiente de una enunciación extraordinariamente amplia, que, a su vez, puede incrementarse y modelarse por los estatutos de la sociedad.

Me parece que a estos efectos es de interés tener presente las normas inglesas de auditoría de 1995⁽³¹⁾, que se ocupan de marcar una guía en las relaciones entre los auditores externos y el trabajo de la auditoría interna. Se dice en esas normas que esta auditoría tiene como finalidad el realizar en beneficio de la sociedad una actividad establecida por los *managers* y administradores con el objeto de revisar la contabilidad y el control de los servicios internos. Y los auditores externos tienen la responsabilidad exclusiva de elaborar el informe de auditoría que se ha de redactar de acuerdo con las normas técnicas y los criterios de la auditoría externa, siendo por consiguiente esa responsabilidad

⁽³⁰⁾ *Recomendación de la Comisión, de 15 de noviembre de 2000, sobre el control de calidad de las auditoría legal en la Unión Europea: requisitos mínimos*, DOCE n.º 91, 31-3-2001, p. 91; y *Recomendación de la Comisión, de 16 de mayo de 2002, independencia de los auditores de cuentas en la UE: Principios fundamentales*, DOCE n.º L 191, 19-7-2002, p. 22.

⁽³¹⁾ *Las Statements of Auditing Standard, “SASs”*.

por completo independiente de la labor de la auditoría interna, aun cuando la hayan conocido y tenido en cuenta. Por consiguiente, tales normas insisten —tras señalar la finalidad y los objetivos de la auditoría interna— que éstos son fijados por los *managers* y los directores y que difieren de los auditores externos, los cuales, según se ha dicho, han de operar con independencia a la hora de realizar su labor y de redactar su informe (SAS 500.1).

Sin perjuicio de esa independencia, los auditores externos pueden tener en cuenta y valorar los trabajos realizados por los auditores internos, e incluso en aspectos que sea posible establecer una cierta coordinación con la labor que realizan éstos, valorando su alcance, así como una comunicación de los resultados obtenidos siguiendo las normas técnicas de auditoría⁽³²⁾.

La *Recomendación de la Comisión Europea de 16-5-2002*, antes citada, insiste en el mantenimiento de la independencia de los auditores externos y señala, entre otros factores que pueden lesionar esa independencia, su participación en la auditoría interna de la sociedad auditada proporcionándole algunos servicios de auditoría, la preparación y puesta en práctica de sistemas de tecnología de información financiera, o cuando cualquier empleado de los auditores actúe en la resolución de un conflicto o litigio a favor de su cliente. Por otro lado esa *Recomendación* observa que en la relación entre la auditoría interna y el auditor externo cuando aquélla informa a un órgano de control y no a la propia dirección, ya que en tal caso “la función de la auditoría interna desempeña un papel complementario de la función de la auditoría legal”⁽³³⁾. Con relación a esta observación, se ha de indicar que, en el caso que estamos estudiando, tal papel complementario sólo puede entenderse que se cumple, en tanto en cuanto la Comisión de auditoría opere como un verdadero órgano de control que mantiene su independencia respecto al pleno del Consejo de administración.

El artículo 47 declara que corresponde al Comité de auditoría, en todo caso y sin perjuicio de facilitar las tareas de comunicación de los auditores internos con los externos, la vigilancia de la independencia de éstos con relación a la sociedad.

VIII. FUNCIONAMIENTO DEL COMITÉ DE AUDITORÍA

El funcionamiento del Comité viene determinado no sólo por las normas contenidas en el artículo 47, sino también por lo establecido respecto a ese

(32) SAS 2-4.

(33) Ap. 7.2.4.

funcionamiento en los estatutos sociales, los cuales, según ha quedado indicado, deben favorecer la independencia del Comité de auditoría. Independencia que ha de tener no solamente, conforme a lo expuesto en el apartado anterior, respecto a los auditores externos, sino a los demás los órganos sociales; es decir, el Consejo de administración y la Junta general.

Los miembros del Comité de auditoría, como consejeros, tienen la facultad de acceder en general a los documentos de la sociedad que interesen o afecten al propio Consejo y al propio tiempo el deber de informarse sobre ellos con el fin del cumplimiento de la diligencia con que han de operar en la gestión social. A tal efecto se ha de recordar que es una de las obligaciones propias del Consejo de administración la rendición de cuentas ante la Junta general. Junto a este deber genérico de diligencia que afecta al pleno del Consejo, pesa sobre los miembros del Comité de auditoría el específico de informarse de modo particular sobre los métodos que la sociedad ha organizado, relativos a la gestión financiera y contable de la compañía. Este deber de información es individual de los miembros que componen el Comité. Se ha de entender que los miembros del Comité de auditoría podrán servirse de los expertos, por cuenta de la sociedad, que estimen necesarios⁽³⁴⁾.

La actuación del Comité, que ha de estar formado al menos por tres consejeros (en tal caso, uno ejecutivo y dos no ejecutivos), se debe manifestar de forma colegiada mediante acuerdos que han de reflejar su parecer relativo a la formulación de los documentos contables que ha de elaborar la sociedad, en especial el propio Consejo de administración. Parecer del Comité que se ha de concretar normalmente en informes, que deben constar por escrito, y en los que aparecerá, en su caso, la opinión discordante de alguno de los socios con la mayoría.

La labor del Comité de auditoría ha de efectuarse con anterioridad a la formulación de tales documentos por el Consejo de administración o alguno de sus delegados. Siendo obligatoria la constitución del Comité de auditoría en las sociedades cotizadas, su labor se ha de realizar a lo largo de toda la vida de la sociedad, en cuanto que su actuación ha de ser previa no solamente con anterioridad a la formulación por parte de los administradores de las cuentas anua-

⁽³⁴⁾ En este sentido la *Securities Exchange Act 1934*, sec. 10, A (m) (1), enmendada por la *Ley Sarbanes-Oxley* de 30 de julio de 2002, completada por la regla propuesta por la SEC, anteriormente indicada, aclara que la sociedad emisora “deberá proveer al Comité de auditoría los fondos apropiados”.

les ⁽³⁵⁾, sino de la información trimestral y semestral que han de remitir a la CNMV para su publicación ⁽³⁶⁾.

Se ha de entender que la labor del Comité de auditoría ha de ser previa a la formulación por el Consejo de las cuentas anuales, que han de pasarse a informe de los auditores de cuentas y con posterioridad a la aprobación, en su caso, de la Junta General, porque carecería de sentido que los miembros del Comité de auditoría hubieran de emitir su informe con posterioridad a haber firmado las cuentas como miembros del Consejo (artículo 171.2). De igual forma ha de entenderse que es previa la actuación del Comité de auditoría al cumplimiento de las obligaciones de información que ha de cumplir la sociedad periódicamente conforme a lo establecido por la normativa del mercado de valores.

Respecto a la información que el Comité de auditoría ha de realizar ante la Junta General entendemos que normalmente se ha de efectuar de forma oral, ya que esa información depende de las preguntas formuladas por los accionistas durante la celebración de la Junta, si bien podrá efectuarse mediante la lectura de un escrito si los accionistas han formulado preguntas o cuestiones antes de la celebración de la Junta y las han reiterado en ella. Ha de entenderse que tal información se ha de efectuar, en principio, por el Presidente del Comité, el cual podrá delegar en alguno de sus miembros el efectuar las respuestas cuando estime que es la persona adecuada para responder a lo que se haya planteado por algún accionista.

IX. INCIDENCIA DEL INCUMPLIMIENTO POR PARTE DEL COMITÉ DE AUDITORÍA DE SUS FUNCIONES RESPECTO AL PROCESO DE ELABORACIÓN DE LAS CUENTAS ANUALES

La ley, al regular el Comité de auditoría, omite toda referencia a las consecuencias que puedan derivarse respecto al proceso de aprobación de las cuentas anuales por el incumplimiento por su parte de las funciones que tiene atribuidas.

Como se sabe, la LSA ha previsto un proceso o procedimiento con relación a la aprobación de las cuentas anuales de la sociedad: Son formuladas por los administradores, que deben firmarlas como manifestación de que hacen propio

⁽³⁵⁾ Que se ha de efectuar en el plazo máximo de tres meses contados a partir del cierre del ejercicio, artículo 171.1 de la LSA.

⁽³⁶⁾ Conforme a lo previsto en el artículo 35 de la LMV y disposiciones reglamentarias complementarias.

su contenido que se presume conocen ⁽³⁷⁾; deben ser objeto de revisión por parte de los auditores de cuentas (los llamados “externos”) que han de emitir un informe sobre ellas ⁽³⁸⁾, y han de ser aprobadas por la junta general, lo que culmina el proceso ⁽³⁹⁾. De forma que sólo si existe el acuerdo de la Junta General de aprobar las cuentas sociales puede decirse concluido ese proceso y cabe deliberar sobre el destino de los resultados del ejercicio, en cuanto que con la aprobación de las cuentas anuales por la Junta se entiende que se ha producido una determinación del patrimonio social y, por consiguiente, del resultado del ejercicio. De ahí que la LSA declare que la Junta General “resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio con el balance aprobado” ⁽⁴⁰⁾.

Sin detenernos, por no ser la ocasión, en el significado de esas distintas fases de dicho proceso de elaboración de las cuentas anuales, que son necesarias en todas las sociedades cotizadas a los efectos de la validez de su aprobación, interesa aludir a la eventual incidencia de la actuación del Comité de auditoría en el mismo. Porque de lo expuesto anteriormente ha quedado claro que el Comité ha de intervenir en la fase previa a la formulación de las cuentas por el Consejo de administración; en la propuesta al Consejo para el nombramiento de los auditores, y en la Junta General para responder a las cuestiones planteadas por los accionistas. Estos hechos podrán tener una trascendencia a los efectos de la responsabilidad de los miembros del Comité, cuestión que hemos de dejar para más adelante. Nos interesa ahora ocuparnos, aun cuando sea de forma sucinta, de la incidencia de la actuación (o falta de ella) del Comité de auditoría en el mencionado proceso de aprobación de las cuentas anuales.

1. Formulación de las cuentas por el Consejo de administración

La formulación de las cuentas anuales es una obligación de los administradores, a las que han de unir el informe de gestión y la propuesta de aplicación del resultado del ejercicio ⁽⁴¹⁾. Aun cuando pesa sobre ellos esta obligación, es lo cierto que en las grandes sociedades, y dentro de ellas las sociedades cotizadas, dada la complejidad de la contabilidad compuesta por millones de asientos, se lleva esa contabilidad por personas ajenas al Consejo de administración, que se agrupan en una sección o dirección general de contabilidad. No obstante, la ley, tanto para sociedades grandes como pequeñas, considera que la llevanza de

⁽³⁷⁾ Artículo 171.

⁽³⁸⁾ Artículo 203.1.

⁽³⁹⁾ Artículo 212.

⁽⁴⁰⁾ Artículo 213.1.

⁽⁴¹⁾ Artículo 171.1 de la LSA.

la contabilidad es un deber que han de cuidar directamente los administradores, aun cuando ellos no sean los empresarios, pues quien tiene esa calificación es la sociedad. No obstante, resulta aplicable a los administradores la norma prevista en el artículo 25.2 del Código de Comercio que establece que la “contabilidad será llevada directamente por los empresarios o por otras personas autorizadas, sin perjuicio de la responsabilidad de aquéllos”. En el caso de la sociedad ese deber recae sobre sus órganos —en especial, los administradores encargados de la gestión y representación de la sociedad— pero aun cuando confíen el cumplimiento de ese deber a personas ajenas a ellos, son responsables de la actuación de éstas.

El hecho de la complejidad de la contabilidad en las grandes sociedades y la intervención de personas ajenas a la administración de la sociedad en la llevanza de la contabilidad, ha motivado el establecimiento de unos sistemas de control, en garantía de los interesados, de modo especial, los propios administradores y los accionistas de la sociedad. Sistemas de control que parten del momento anterior a la formulación de las cuentas anuales por los administradores, que en realidad es un proyecto de lo que han de ser las cuentas anuales, si examinamos esa formulación en su proceso de aprobación. Sistemas de control o vigilancia de la contabilidad social que son diseñados y organizados por los directores de la sociedad y, en definitiva, por los propios administradores, que se concretan en el nombramiento de inspectores, interventores y auditores internos. El establecimiento por la ley con relación a las sociedades cotizadas de la obligación del nombramiento de un Comité de auditoría para la supervisión de los sistemas internos de auditoría, en el caso de que existan, permite pensar que el Comité ha de cumplir necesariamente sus funciones. Surge así la obligación del Comité de auditoría de efectuar una función de vigilancia, como comisión auxiliar de primer orden para el Consejo de administración, a la hora de formular las cuentas anuales.

La falta del nombramiento del Comité de auditoría por parte de la sociedad cotizada o, en el caso de que esté nombrado este Comité, la ausencia de emisión de informe sobre las cuestiones que son de su competencia, antes de la formulación de cuentas por el Consejo de administración, o bien que éste no tome en consideración las observaciones realizadas por el Comité que puedan influir en la corrección de las cuentas anuales, etc., son hechos que, a nuestro juicio, no vician de por sí el proceso de aprobación de las cuentas, siempre, claro está, que el Consejo de administración adopte el acuerdo de formularlas (aun cuando sea por mayoría con el voto en contra de los miembros del Comité de auditoría) y que, tras su revisión por los auditores externos, las cuentas sean aprobadas por la Junta General y estén redactadas con claridad y muestren la imagen fiel del patrimonio de la sociedad, la situación financiera de la misma y los resultados

del ejercicio, de conformidad con la ley ⁽⁴²⁾. La infracción de las normas sobre el Comité de auditoría en lo que se refiere a la formulación de las cuentas por parte del Consejo de administración puede dar origen a responsabilidad administrativa e incluso civil de los administradores, pero entendemos que no inciden en dicho proceso de elaboración de las cuentas anuales.

Por otro lado, se ha de observar que la Sala 1.^a del Tribunal Supremo ha declarado que conforme a la vigente LSA “la formulación de las cuentas anuales no se configura como un acuerdo confiado al Consejo de Administración dentro de su ámbito de competencias, sino como una propuesta debida y necesaria para iniciar la secuencia formulación-verificación-aprobación que culmina con el verdadero acuerdo en esta materia, reservado a la junta general de accionistas” ⁽⁴³⁾. Afirmación que, a nuestro juicio, es cierta en el sentido de que las cuentas anuales sólo pueden imputarse a la sociedad cuando, tras el proceso al que nos hemos referido, se ha producido su aprobación por la Junta. Pero nos parece discutible sentencia que, por otro lado, parece mantener la tesis, a nuestro juicio discutible, de que el acuerdo del Consejo de administración de formulación de las cuentas anuales no sea impugnabile conforme lo establecido en el artículo 143 de la LSA.

2. Revisión de las cuentas por los auditores de cuentas

La revisión de las cuentas anuales formuladas por los administradores ha de ser efectuada por los auditores de cuentas, cuya intervención viene impuesta para las sociedades cotizadas tanto por la LSA ⁽⁴⁴⁾, como por la Ley de Auditoría de Cuentas ⁽⁴⁵⁾ y por la LMV ⁽⁴⁶⁾. Es cuestión pacífica, entre los autores y la jurisprudencia, que la falta de informe de los auditores, cuando es necesario como sucede en el caso de las sociedades cotizadas, es una causa de nulidad del acuerdo de aprobación de las cuentas por la Junta general. Pero este informe ha de ser efectuado por los auditores de cuentas nombrados por la Junta General. Dado que el artículo 47 considera que es competencia del Comité de auditoría la propuesta al Consejo de administración para su sometimiento a la Junta General de accionistas del nombramiento de los auditores de cuentas, cabe cuestionarse qué sucede si el Consejo de administración omite esa propuesta del Comité, y propone, sin ese trámite, el nombramiento de determinados audi-

⁽⁴²⁾ Artículo 172 de la LSA.

⁽⁴³⁾ STS 5 de julio de 2002, FD 2.º, RJ 2002, 8223.

⁽⁴⁴⁾ Artículo 203.

⁽⁴⁵⁾ DA 1.^a

⁽⁴⁶⁾ Artículo 32.

tores. Entendemos que en tal supuesto se produce un vicio de procedimiento que debe afectar a la actuación de los auditores, ya que incide en la validez de su nombramiento.

Por otro lado se ha de indicar que el artículo 47 establece como una de las funciones del Comité de auditoría —junto a otras y de forma nada clara— las “relaciones con los auditores externos” (que la LSA denomina simplemente como “auditores de cuentas”) lo que comprende cualquier cuestión “relacionada con el proceso del desarrollo de la auditoría de cuentas”. Nos parece claro que uno de los principios esenciales en la operatoria de estos auditores de cuentas es su independencia respecto a la sociedad auditada. De manera que en su informe deberán operar conforme a su criterio técnico, sin interferencias ajenas y, por consiguiente, del Comité de auditoría. El cual, no obstante, podrá hacer las observaciones que estime por conveniente al informe de los auditores externos, pero sin que éstos estén obligados a tener en cuenta tales observaciones si estiman que no tienen fundamento o que se apartan de las normas técnicas de auditoría.

Lo anterior no impide decir que los auditores “externos” habrán de valorar que el Comité de auditoría es una comisión auxiliar del Consejo de administración y que ejerce una labor de supervisión sobre los sistemas de control interno de la sociedad. Los auditores de cuentas, que están obligados a recoger en su informe las menciones que vienen detalladas en el artículo 2.º de la Ley 19/1988 de auditoría de cuentas y en los artículos 208 y 209 de la LSA, habrán de incluir, en su caso, dentro de ellas las observaciones que estimen relevantes que haya efectuado el Comité de auditoría, pero que su simple omisión afecte a la validez de su informe.

3 Aprobación por la Junta General

El Comité de auditoría ha de informar en la Junta General sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materia de competencia del Comité y dentro de los temas que afecten al orden del día de la Junta, que delimita a su vez su competencia. Cuando la ley nos dice que el Comité debe informar en la Junta General “sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia”⁽⁴⁷⁾, según he apuntado anteriormente, está delimitando el deber de información del Comité con relación a su competencia, que, a su vez, está constreñida por la de la propia Junta General.

Al deber de información del Comité corresponde un derecho a la información del accionista. Ciertamente el derecho de información del accionista, cuyo

(47) Ap. 1.º

contenido procede de varios preceptos de nuestro ordenamiento, ha encontrado una cierta ampliación en este punto con la obligatoriedad, dentro del régimen de las sociedades cotizadas, de la constitución del Comité de auditoría y la imposición del deber de informar a los accionistas en la Junta General, que se ha de enmarcar dentro de la amplitud de las obligaciones de transparencia que se impone a estas sociedades. Sin embargo, si en algunos aspectos el incumplimiento de esos deberes, cuando vienen recogidos en las normas que regulan el mercado de valores, tienen como consecuencia esencial la imposición de sanciones de carácter administrativo, en este caso incumplimiento del deber de información del Comité de auditoría a los accionistas, incide en el régimen material o sustantivo de la sociedad anónima. Por consiguiente, el incumplimiento de ese deber podrá dar lugar, en tanto adquiera una cierta entidad, a la nulidad del acuerdo de aprobación de las cuentas anuales, en cuanto la omisión de los informes requeridos por los accionistas pueda incidir en la conformación de la voluntad de la Junta.

X. REFERENCIA A LA RESPONSABILIDAD DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ Y LA DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

1. Responsabilidad de los miembros del Comité de auditoría

Por el hecho de ser los miembros del Comité de auditoría administradores debe serles aplicable, en principio, el régimen de responsabilidad de los administradores establecido en la LSA. No nos encontramos en el lugar oportuno para examinar la compleja y amplia problemática de la relación existente entre el régimen general de responsabilidad previsto en la LSA⁽⁴⁸⁾, a las comisiones delegadas, en sentido estricto, y a las comisiones como el caso del Comité de auditoría, que aun cuando integrado exclusivamente por administradores, entendemos que no puede calificarse como “comisión delegada”, sino como una comisión interna dentro del Consejo que ha de realizar determinadas funciones de control o vigilancia que están enunciadas como mínimas por la ley, y que se pueden completar por los estatutos sociales.

Parece que debe estar fuera de cuestión que los miembros del Comité de auditoría, en cuanto forman parte del Consejo de administración, serán responsables de los acuerdos y actos lesivos del pleno del Consejo cuando actúen como miembros del mismo. El problema se plantea en forma especial al referirnos al régimen de la responsabilidad de los miembros que integran el Comité de

(48) En especial, en sus artículos 133-135.

auditoría por los actos lesivos que son realizados simplemente por éste; es decir, cuando el acto o acuerdo lesivo deriva de los acuerdos del Comité, que opera de forma aislada. Acto que puede resultar lesivo por omisión del Comité, como cuando omite el poner de manifiesto determinadas deficiencias en el proceso de auditoría interna de la sociedad. La *Securities Exchange Act 1934* ⁽⁴⁹⁾ establece que el Comité de auditoría es directamente responsable por el nombramiento, las compensaciones o la supervisión de la actuación de los auditores externos.

La aplicación pura y simple en este caso del régimen del régimen general de responsabilidad de los administradores a la actuación del Comité de auditoría puede hacer surgir algún problema, en especial a la cuestión de si han de responder de forma solidaria en el caso de los acuerdos lesivos adoptados por el Comité. Aun cuando exista alguna interpretación en contra, entendemos que los miembros del Comité responderán de forma solidaria de los actos propios que sean dañosos para la sociedad, los socios o los acreedores sociales, conforme el apartado del artículo 133 antes mencionado. Responsabilidad que, siguiendo el régimen general, no debe afectar a los miembros del Comité que no hayan participado en la adopción y ejecución del acuerdo lesivo, y los que prueben que conociendo la existencia de ese acuerdo en el que no han intervenido, han hecho todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente al acuerdo (artículo 133.2).

2. Responsabilidad de los consejeros ajenos al Comité de auditoría

Los actos propios de la competencia del Comité de auditoría no proceden, en principio según ha quedado dicho, de una delegación de facultades del Consejo en el Comité, sino que están establecidos por la ley y los estatutos, lo que no impide que el Consejo pueda delegar algunas facultades de administración o representación en dicho Comité diversas de las que la ley o los estatutos le confieren (v.gr. la suscripción del contrato con los auditores, una vez designados por la Junta General). Respecto a este último caso, estaríamos ante unas facultades que el Consejo delega para que pueda realizarlas el Comité.

Dejando a un lado este último supuesto y centrándonos en la eventual responsabilidad del Consejo de administración por los actos que son de la competencia propia del Comité de auditoría, hemos de indicar que, a diferencia que lo que acontece en el caso de los consejeros delegados, no cabe hablar de responsabilidad por el deber de vigilancia y de intervención por parte de los miembros no ejecutivos del Consejo. Se debe recordar que en el caso de delegación por el Consejo de sus propias facultades en uno o más consejeros, aun

(49) Tras su modificación por la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002.

cuando el Consejo conserva sus facultades, los consejeros no delegados pueden responder de los daños que causen los consejeros delegados si aquéllos incumplen su deber de controlar la actuación de éstos.

Con relación a las funciones atribuidas por la ley al Comité de auditoría, no cabe hablar de ese deber de vigilancia por parte del resto de los consejeros ajenos al mismo, dada la independencia de la que goza (o al menos debe gozar) ese Comité. Si examinamos las funciones que la ley impone hemos de llegar a esa conclusión, ya que son ajenas a la actuación del propio Consejo y en buena medida limitan o controlan sus facultades. Así, por ejemplo, basta recordar que el Comité de auditoría tiene el deber de informar a los accionistas en la Junta General sobre las cuestiones que planteen en ella en materia de su competencia; el deber de presentar al Consejo de administración una propuesta para su sometimiento a la Junta General del nombramiento de los auditores de cuentas; la supervisión de los servicios de auditoría interna de la sociedad, organizados por la dirección de la misma, etc.

Ciertamente cabe que surja una responsabilidad del resto de los miembros del Consejo de administración por determinadas actuaciones respecto al Comité de auditoría, como puede suceder cuando omite el nombramiento del propio Comité, cuando una vez que éste haya sido nombrado interfiere en su independencia, cuando obstruye su labor no permitiendo que se asesore de expertos o de cualquier otro modo, cuando omite hacer la propuesta a la Junta General del nombramiento de los auditores externos, etc. Por otro lado el Consejo también podrá tener responsabilidad por la culpa *in eligendo* de los miembros del Comité de auditoría dado que son nombrados por él. En este punto pueden surgir cuestiones difíciles, ya que en la responsabilidad por hecho ajeno con frecuencia se mezcla o acumula la culpa *in eligendo* y la *in vigilando*. Pero entiendo que en el terreno de los principios los miembros del Consejo ajenos al Comité de auditoría deben responder por esta segunda culpa y no por la primera, ya que aquí se invierten las funciones: el Comité de auditoría debe vigilar el desarrollo de la auditoría interna y las cuestiones con ella relacionadas, que han sido programadas por la dirección y, en definitiva, por el propio Consejo de administración. El Comité de auditoría, según se ha indicado, es en cierto modo un órgano de vigilancia del operar del Consejo de administración en torno a los sistemas creados por él para el control interno de la corrección de la contabilidad social, al tiempo que han de cuidar de la independencia de los auditores externos, así como del desarrollo de la auditoría de cuentas.

La intervención del Comité de auditoría y de los auditores externos debe servir a los efectos de señalar y dejar constancia de los eventuales errores de las cuentas anuales, y su silencio debe ser origen de una responsabilidad especial de sus miembros. Mas ésta no llega a ser exculpatoria de la eventual de los miembros del Consejo de administración, los cuales al formular las cuentas

anuales, deben firmarlas con la finalidad de dar autenticidad de la declaración de ciencia o de saber que contienen las cuentas anuales, con indicación de la fecha en que se hubieren formulado, todo ello con el fin de que asumen responsabilidad por esa declaración⁽⁵⁰⁾. La práctica de la obligación de firmar las cuentas todos los miembros del Consejo de administración está extendida en la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea, de manera que tal obligación de diligencia afecta tanto a los administradores ejecutivos como a los no ejecutivos, sin que sea conveniente —según declara el Informe Winter— que lo firmen únicamente los ejecutivos, pues impediría la conveniencia de la responsabilidad colectiva de todos los miembros del órgano de administración, debiéndose evitar que lo firmen sólo los ejecutivos, pues en tal caso éstos “podrían tener un papel decisivo para determinar su contenido”⁽⁵¹⁾. La doctrina jurisprudencial consolidada de la Sala 1.^a del Tribunal Supremo se orienta en este sentido de hacer responsables a todos los administradores de la sociedad de las inexactitudes de las cuentas anuales, salvo prueba en contrario, que puede manifestarse mediante la falta de la firma en las cuentas⁽⁵²⁾.

(50) Artículo 171.2 de la LSA y 37.1.c) del Ccom; los administradores no han de firmar las cuentas por segunda vez una vez aprobadas por la Junta, como pudiera hacer creer una precipitada lectura del artículo 366.1.2.º del RRM.

(51) *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, cap. III, 4.3.

(52) SSTs, entre otras, de 23 de junio de 1973, RJ 1973, 2582; 7 de octubre de 1985, RJ 1985, 4625; 15 de octubre de 1992, RJ 1992, 7559; 16 de octubre de 1995, RJ 1995, 7554; 12 de junio de 1997, RJ 1997, 4768; en la Sala 2.^a la STS de 29 de julio de 2002, RJ 2002, 6357, llega a resultados diversos, con una interpretación errónea de los artículos de la LSA y del Ccom que cita.

BUENA FE Y CONTRATACIÓN BANCARIA DESDE EL FUTURO DERECHO CONTRACTUAL EUROPEO (DILIGENCIA Y RESPONSABILIDAD CONTRACTUALES POR ERROR EN EL ABONO EN CUENTA CORRIENTE BANCARIA) ⁽¹⁾

MANUEL CHAMORRO POSADA

*Abogado. Letrado de Caja España
Profesor de Contratos Bancarios ⁽²⁾*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. APROXIMACIÓN EMPÍRICA.

⁽¹⁾ Este artículo es un desarrollo de la comunicación presentada al II International Congress *Basis of a European Contract Law* organizado por el Departament de Dret privat de la Universitat de Lleida en la citada capital catalana los días 9 y 10 de mayo de 2002, aprovechando para agradecer, especialmente a los doctores Santiago Espiau y Antoni Vaquer, el trato atento y la exquisita organización tanto académica como logística del evento.

⁽²⁾ Universidad Francisco de Vitoria (Madrid) Instituto de Empresa (Madrid).

1. **Apropiación patrimonial.**
2. **Restablecimiento formal.**
3. **Reparación patrimonial.**

III. DESARROLLO DOGMÁTICO.

1. **Buena fe en general.**
2. **Buena fe en concreto.**

- A) Riesgo contractual.
- B) Error material.

IV. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo se pretende poner de manifiesto la virtualidad reequilibradora del principio general de la buena fe respecto de desequilibrios que en la experiencia jurídica puedan aflorar en la fase de ejecución contractual *in concreto* en Derecho bancario, sin incurrir para lograr tal objetivo en el desequilibrio contrario que, en ocasiones, provoca la tendencia legislativa y doctrinal reciente basada en la protección del consumidor *in genere*. Las reflexiones que dejamos esbozadas en el texto vienen a abonar la necesidad de un tratamiento legal diferenciado para el consumidor o usuario de servicios financieros —especialmente bancarios—, necesidad ésta de cuyo planteamiento dogmático reciente nos hacemos eco en sede de conclusiones.

Pero al mismo tiempo pretendemos con las líneas que siguen el poner de manifiesto la operatividad que, a efectos de resolver los conflictos del tipo del que aquí tratamos, presentan los trabajos prelegislativos que se están realizando en Europa y en concreto los “Principles of European Contract Law” preparados por la “Commission on European Contract Law” coordinada por los Profesores Ole Lando y Hugh Beale⁽³⁾. Principios éstos que, siendo de carácter general,

(3) La misma revisión de la legislación civil en el ámbito contractual debe impulsarse desde iniciativas estatales o autonómicas. Lamentamos que el desarrollo económico de España y su expansión empresarial internacional no vaya seguido de trabajos de revisión, por parte

tienen a nuestro juicio proyección adecuada al ámbito específico de la contratación bancaria ⁽⁴⁾.

Para dar cumplimiento a los dos propósitos enunciados, hemos dividido el estudio en dos partes diferenciadas: una primera de aproximación empírica, con la que pretendemos alcanzar el propósito enunciado en segundo lugar; y una segunda parte de desarrollo dogmático con la que se persigue dar cumplimiento al primero de nuestros propósitos.

II. APROXIMACIÓN EMPÍRICA

Hemos entendido razonable partir, para el análisis de las soluciones propuestas, del caso planteado por la experiencia jurídica y que ha suscitado nuestras reflexiones. Y a los efectos de la formulación sintética de su enunciado, nos ha parecido consecuente con nuestro propósito de suscitar reflexión acerca de los trabajos prelegislativos europeos de Derecho contractual, traer a colación el enunciado que se hace del mismo en el caso n.º 17 de los que plantean ZIMMERMANN y WHITTAKER ⁽⁵⁾ y que es el de error por exceso cuantitativo en el apunte de abono practicado en la cuenta corriente bancaria del beneficiario de la transferencia causante del apunte.

“Case 17: Bank miscrediting customer. CASE: Douglas owns a bank and Eugene is one of his long-term clients. One day Eugene notices that his bank

v. gr. de la Comisión General de Codificación, de nuestro ancestral derecho de la contratación —especialmente la financiera y de garantías—, aparte de intentos dirigidos desde intereses corporativos —no estrictamente empresariales— o territoriales. A tal fin los órganos prelegislativos estatales sí debieran permanecer atentos a lo que se está fraguando en corporaciones como la de los Registradores de la Propiedad o en territorios como el de Cataluña, que tanto puede y debe aportar a una agilización y pragmatismo de las soluciones legales para el tráfico económico tanto español como europeo. Aprovecho estas líneas para citar tanto al Profesor Carrasco Perera, quien tanto está haciendo por el Derecho de garantías en España, como al Profesor Badosa Coll, quien tanto está conociendo el distanciamiento del pre-legislador de Madrid respecto de las iniciativas legislativas actualizadoras que, con la adecuada voluntad política, sí toman cuerpo en Barcelona.

(4) Contratación bancaria tan necesitada de regulación coherente al menos en cuanto a los principios se refiere, y que —como ya hemos puesto de manifiesto en otro lugar— ha conocido orillamiento en la Ley **Financiera**, que se apropia del título para dotarle de un contenido relativo exclusivamente a las finanzas especulativas —también importantes—, sin contemplar la necesaria actualización de la regulación legal de la financiación productiva, que desde Europa ya se viene demandando —v. gr.— con la reciente publicación en el DOCE de 27 de junio de 2002 de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía **financiera**.

(5) ZIMMERMANN, R. y WHITTAKER, S. (eds.), *Good faith in European Contract Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000 (pp. 458-469).

account has been credited with \$8.000. He realises that this must be due to a mistake. Does he have to inform Douglas about the mistaken transfer?"

El carácter conflictivo del apunte reseñado viene dado por el error de que adolece en su origen, y que desvía de lo querido lo realmente actuado tanto en la cuantía de lo abonado, como incluso la identidad del destinatario del abono. En el primer caso se termina practicando el apunte de abono al cliente erróneamente por importe diferente del pretendido, y en el segundo caso, se practica el apunte en cuenta distinta de la que en principio, y en función de la identidad de su titular, se fijó o quiso fijar como destinataria del citado apunte.

Queda pues fuera de nuestro estudio el tratamiento jurídico de las consecuencias de un apunte erróneo de cargo en la cuenta del cliente —el cual plantea claramente un daño de cuya indemnizabilidad en una u otra forma no ofrece duda—, ni tampoco el error que el ordenante del abono puede haber tenido en cuanto a la causa del pago que con tal abono pretende realizar —lo que nos conduciría al asunto relativo a los parámetros cualitativos y temporales de la revocabilidad de las transferencias—. En nuestro caso el error en la declaración —y no en el consentimiento— tiene un origen puramente numérico (número de cuenta ⁽⁶⁾, número de unidades monetarias y tipo de cambio de

⁽⁶⁾ Respecto del fraude amparado en un error inducido consistente en la discordancia entre la persona del destinatario o beneficiario de la transferencia y el número de cuenta designado como destino de los fondos referente a la identidad, traemos a colación lo reseñado para los Estados Unidos al comentar el Artículo 4A del UCC, por WHITE, J. y SUMMERS, R.S., *Uniform Commercial Code: Payment Systems*, 4.^a ed., West Group, St. Paul, Min. 1995 (pp. 697 y ss.): "The drafters did devise a specific rule for a fraud that has cropped up in several cases. This is the so-called name/number discrepancy. In the two most prominent published cases, *Bradford Trust Co. v. Texas American Bank-Houston and Securities Fund Services, Inc. v. American National Bank and Trust Co. of Chicago*, thieves made arrangements with dealers in coins and jewels to pay for a purchase by an electronic funds transfer. The thieves somehow caused several banks to follow counterfeit electronic fund orders. In both cases these payment orders instructed the bank to may a payment in the name of the actual customer, but to the account number of their coin or jewel dealer. For example, in *Bradford Trust* the person named in the words was the account owner at Bradford, but the person whose account was identified by the numbers was the coin dealer with whom the thieves were doing business. When this message was received at the coin dealer's bank, the clerk apparently looked only at the number, deposited the money in the numbered account that belonged to the coin dealer and disregarded the fact that the name on the payment order ('true customer') was different from the name of the account ('coin dealer'). When the money showed up in the account of the coin dealer, the coin dealer released the coins and the thieves were gone. This fraud is succesful because the sending bank does not know the account number of its customer at the receiving bank. It is lulled by the fact that its own customer is sending money to himself elsewhere. On the other hand, the clerks at the receiving end apparently ignored the name; they match only the account numbers. If they were to compare the name on the incoming message (that is supposedly attached to the account number) with the name that is actually attached to that account number, they would see that something is wrong.

éstas⁽⁷⁾ y unas consecuencias meramente cuantitativas y necesariamente a favor —quiera sea formal o aparentemente— del designado beneficiario.

Because this name-number fraud had become so well known, it receives careful and explicit consideration in section 4A-207. Basically these rules come to the opposite conclusion as that indorsed by Bradford Trust. Under 4A-207(b)(1) an ignorant beneficiary's bank **may rely on the number** and may process the payment order mechanically or electronically without requiring that a person look at the verbal identification of the beneficiary. It need not even 'determine whether the name and number refer to the same person'. This conclusion is consistent with the idea that **typical funds transfers should be speedy, inexpensive and not labour intensive**. If it is not true already, soon the entire transaction —after it has mechanically entered into the system— will be completed without the intervention of human eyes or hands. Presumably, therefore, machines will be instructed to read the numbers and to credit the numbered account with the amount of the order in complete obliviousness to the name on the account and to any conflicting name on the order. By producing a certain law and standing who bears any loss, the drafters have done all that could be asked them.

If the bank 'knows' of the discrepancy, it is not protected by following the number alone. When does a bank 'know' that the name and number refer to different persons? Not often. Since 'to know' is to have actual knowledge, not notice, and since it is implausible that a bank would 'knowingly' make a large payment into a thief's account, this seems a small escape".

(7) Acerca del error causado por errónea aplicación del tipo de cambio nos permitimos reproducir un caso reciente extraído de la prensa española relativo a un ciudadano irlandés radicado en Tarragona: "EL BANCO COMETIÓ UN ERROR Y LOS 53 MILLONES SON UNA GRAN TENTACIÓN". EL IRLANDÉS DE L'AMPOLLA INSISTE EN RECLAMAR AL BANCO UNA INDEMNIZACIÓN.—David Hickey, el irlandés a quien un banco de su país ingresó en su cuenta 53 millones de pesetas por error, ha decidido encomendarse definitivamente a Santa Rita y, por poco que pueda, quedarse con el dinero. Hickey permanece bastante tranquilo en su casa en L'Ampolla mientras espera que los acontecimientos vayan transcurriendo. No sabe bien cómo va a acabar todo, pero si de algo está seguro este irlandés es de que el Bank of Ireland ha cometido un error con él y le debe compensar. Y si es regalándole los 53 millones de pesetas, mejor que mejor.

La casa de L'Ampolla en donde viven David Hickey y su esposa Terry era ayer un hervidero de visitas y llamadas. La obstinada negativa de David a devolver los 316.000 euros —cerca de 53 millones de pesetas— que el Bank of Ireland ingresó en su cuenta erróneamente han hecho famoso a este hombre de 49 años que ayer explicaba con absoluta tranquilidad su insólito caso.

"Es una gran tentación. Ellos —en referencia al Bank of Ireland— cometieron un error y soy yo el que tiene el dinero", dijo acerca de lo ocurrido. En la puerta de su casa, junto a su mujer, explicó con paciencia la historia de su inesperada fortuna. Esos 53 millones de pesetas que por obra y gracia del euro aparecieron en su cuenta bancaria. Cuando habla de su caso, David se aferra con uñas y dientes al "error" del banco, porque afirma que, aunque tenga que devolver el dinero, el banco debería compensarle económicamente por la equivocación. No obstante, dice que espera que al final se pueda quedar con los 53 millones de pesetas.

David Hickey recuerda que la policía irlandesa se presentó en casa de su familia en Irlanda para buscarlo, pero que en España no fue hasta el viernes pasado cuando se enteró de que la Guardia Civil andaba preguntando por él. Y, ni corto ni perezoso, se personó voluntaria-

Concretando aún más, nos centraremos aquí en el supuesto del error por exceso en el número de unidades monetarias acreditadas en la cuenta del beneficiario, caso respecto del cual dejamos planteados los siguientes interrogantes:

- (a) ¿puede el cliente beneficiario invocar que desconoce que se trata de un error y hacer suyo válidamente el dinero abonado en su cuenta?
- (b) ¿debe el cliente beneficiario poner en conocimiento de su entidad financiera el error que se ha producido en el abono en su cuenta?
- (c) ¿puede la entidad financiera proceder por sí y ante sí a corregir las consecuencias de su actuación errónea?
- (d) ¿puede legítimamente el cliente beneficiario pretender en todo caso una indemnización de su entidad financiera por causa del error por ella padecido con relación al apunte practicado en la cuenta corriente de aquél?

La perspectiva hacia el futuro no debe ser ahora sino la libre circulación de capitales en la Unión Europea, libertad ésta de la que el error que contemplamos es un corolario posible, no deseable pero —como veremos— previsible y claramente tratable en Derecho, a fin de que la meritada libertad no sufra quebrantos injustificados.

Pero prosiguiendo con la aproximación empírica que ahora iniciamos, pasamos a su desarrollo en los tres epígrafes siguientes que parten de los tres grupos en que pueden sistematizarse las cuatro preguntas planteadas. En el primero se parte de los hechos consumados, en el segundo de las exigencias éticas y en el tercero del abuso del derecho. Solamente el segundo planteamiento es el admisible, y el Derecho veremos cómo acude a preservar la actuación con arreglo a la buena fe y a privar de tutela a actuaciones que, bien por vía de hechos consumados o bien por vía de victimización del consumidor, puedan dar

mente el sábado ante la Guardia Civil de L'Ametlla de Mar. Pero como no le entendían —apenas habla español— le pidieron que volviera el lunes cuando habría un intérprete. “Pero por la tarde me paró la Guardia Civil en L'Ampolla”, recuerda mientras se apresura a afirmar que los miembros de la Benemérita se portaron “muy bien, muy agradables”. Luego David explica con una sonrisa de oreja a oreja que tuvo que declarar en los Juzgados de Tortosa, dejar sus huellas digitales y hacerse las correspondientes fotos. “Pero yo en España no he cometido ningún delito”, apunta, aunque sobre su cabeza penda una acusación de apropiación indebida que no parece quitarle el sueño. Sea como sea, que le quiten lo bailao a ese irlandés que dice sin sonrojarse que se ha gastado ya 12 millones de pesetas en “pasarle bien”. “En Irlanda, 12 millones es muy poco dinero”, dice. Y añade que, en compensación con el lío que ha armado el banco con los euros y las pesetas, esta cantidad que se ha gastado se puede considerar ‘una compensación’ por los dolores de cabeza causados”. (Fuente: DIARIO DE TARRAGONA de fecha 22 de noviembre de 2001).

lugar a apropiaciones o pretensiones desencadenantes de enriquecimiento injusto.

1. Apropiación patrimonial

En cuanto a la primera de las preguntas que dejamos planteada, sobre si puede el cliente beneficiario invocar que desconoce que se trata de un error y hacer suyo válidamente el dinero abonado en su cuenta, antes de ver las soluciones de los Principios de la Comisión Lando, veamos cómo el Derecho positivo español vigente provee de una doble solución negativa al interrogante planteado tanto desde el punto de vista del antecedente como del consecuente de la conducta sobre la que el interrogante se proyecta, solución que después veremos confirmada por los citados Principios.

En cuanto al antecedente, constituido por el apunte de abono en la cuenta, la solución negativa parte del régimen jurídico del Código de Comercio en lo relativo al contrato de comisión en el que la cuenta corriente bancaria se incardina, y que configura como requisito del derecho del cliente al resultado de la cuenta (o saldo) el carácter “justificado” del mismo (artículo 263 del Ccom). Es decir, la eficacia jurídica del apunte contable en la fijación del saldo exigible/apropiable se desvanece de raíz desde el punto y hora en que le es exigible al cuentacorrentista el conocimiento de la existencia —en este caso inexistente— de justificación del apunte mismo. En lo relativo al consecuente, constituido por el mantenimiento o no de la apropiación de los fondos expresados por el saldo mediante la retirada de los mismos —por hipótesis permitida por la entidad bancaria con base en la apariencia de legitimidad del saldo—, es clara la existencia de error y de total ausencia de justificación del traspaso patrimonial, circunstancias ambas que están en el supuesto de hecho de la norma del artículo 1895 del Código Civil, cuya consecuencia jurídica no es sino la procedencia en Derecho de la obligación de restitución de lo recibido.

En este punto, y partiendo —como así hacemos— de una operación de transferencia bancaria, se torna de aplicación a los efectos de revelar la existencia de error y de manifestar la inimputabilidad del mismo a la entidad financiera, la doctrina de que la titularidad formal de la cuenta no implica la propiedad de los fondos. La propiedad de los fondos es por hipótesis ajena y anterior a la relación bancaria, con lo que entra dentro de lo razonable⁽⁸⁾ un lapso temporal

(8) La razonabilidad ha merecido un enunciado positivo en sede contractual en los PRINCIPLES OF EUROPEAN CONTRACT LAW citados, Art. 1:302, según el cual: “Under this Principles reasonableness is to be judged by what a **person acting in good faith** and in the same situation as the parties would consider to be reasonable. In particular, in assessing what is reasonable the nature and purpose of the contract, the circumstances of the case **and the**

hasta la manifestación a la entidad de la divergencia entre apariencia —saldo de la cuenta— y realidad —ajenidad de parte del saldo respecto del titular de la cuenta—, normalmente por manifestación por el banco del ordenante o por el ordenante mismo. Además, la restitución por parte del cliente que se haya aprovechado de la errónea apariencia desprendida por el saldo de la cuenta de su titularidad, en base al apunte de abono erróneo, es presupuesto necesario para el restablecimiento debido del derecho de propiedad del ordenante cuyos fondos no han seguido el curso deseado.

Entrando ya de lleno en el ámbito de los PRINCIPIOS cumple poner de relieve en primer lugar la exclusión de tutela jurídica de una pretendida eficacia del apunte de abono erróneo amparándose en un desconocimiento negligente por el cliente de la inexistencia de causa, según lo que para el contrato en su conjunto (arg. *a fortiori*) se deja dispuesto en el art. 4:103.1.a.ii) en lo relativo a la ineficacia contractual por error esencial⁽⁹⁾.

En segundo lugar la imposición jurídica de una conducta ética consistente en advertir la existencia de error se contiene en el art. 1:202, bajo el enunciado de un deber general de cooperación en orden a dar pleno efecto al contrato, pero pleno efecto (“full effect”) y no (arg. *a contrario*) un efecto más allá (“further effect”) del razonablemente comprensible dentro de lo convenido⁽¹⁰⁾.

Y en tercer lugar, la exclusión radical de tutela jurídica de mantenimiento en la propiedad, tras la apropiación indebida de fondos con causa en el apunte erróneo, se sanciona al mantener sin posible derogación convencional los mecanismos de tutela ante enriquecimiento injustificado (beneficio excesivo o ventaja injusta⁽¹¹⁾) en el art. 4:118.1⁽¹²⁾ de los Principios de la llamada Comisión Lando.

usages and the trades or professions involved should be taken into account” [LANDO, O. y BEALE, H. (eds.): *Principles of European Contract Law*, prepared by the Commission on European Contract Law, ed. Kluwer Law International, La Haya, 2000 —págs. 8 y 126 y ss.—]. Existe traducción española por ARROYO, E. en SCHULZE, R y ZIMMERMANN, R., *Textos básicos de Derecho Privado Europeo. Recopilación*, ed. Marcial Pons, Barcelona-Madrid, 2002.

(9) “FUNDAMENTAL MISTAKE AS TO FACTS OR LAW: (1) A party may avoid a contract for mistake of fact or law existing when the contract was concluded if: (a) ... (ii) the other party knew **or ought to have known** that the mistaken party, had it known the truth, would not have entered the contract or would have done so only on fundamentally different terms.”. *Principles...., op. cit.* —pp. 40 y 227 y ss.—.

(10) “DUTY TO CO-OPERATE: Each party owes to the other a duty to co-operate in order to give full effect to the contract”. *Principles...., op. cit.* —pp. 6 y 119 y ss.—.

(11) Así en la traducción de ARROYO I AMAYUELAS, E., en *Textos básicos..., cit.* —p. 471—.

(12) “EXCLUSION OR RESTRICTION OF REMEDIES: (1) Remedies for (...) unfair advantage-taking, cannot be excluded or restricted”. *Principles...., op. cit.* —pp. 50 y 284 y ss.—.

Con la cita que dejamos hecha del art. 1:202, damos además fundamentación con referencia a los Principios citados a una contestación afirmativa a la segunda de las cuatro preguntas que dejamos planteadas: el cliente sí debe, en cumplimiento del deber general de colaboración, poner en conocimiento de la entidad financiera la sospecha de error en el origen del abono que ha pasado de forma sorpresiva o inesperada a engrosar el saldo de su cuenta.

2. Restablecimiento formal

En cuanto a la tercera de las preguntas que dejamos planteadas acerca de si puede la entidad financiera proceder por sí y ante sí a corregir las consecuencias de su actuación errónea, la respuesta a la luz de los Principios de Derecho Contractual Europeo debe ser afirmativa, por cuanto se habilita a la entidad financiera para que excluya el cumplimiento formal de su deber de tener a disposición del cliente dinero por valor del saldo de su cuenta, en caso de que exista un impedimento razonablemente inevitable (art. 8:108.1⁽¹³⁾) y, en todo caso, tal error no es susceptible de anular ni afectar de otro modo al contrato por cuanto en el contexto de la cuenta corriente debe entenderse —razonablemente también (art. 1:302 —*cit. supra*—) el riesgo de error asumido por ambas partes [arg. art. 4:103.2.b)⁽¹⁴⁾].

3. Reparación patrimonial

En fin, en lo que se refiere al cuarto de los interrogantes que dejamos planteados, acerca de si puede legítimamente el cliente beneficiario pretender en todo caso una indemnización de su entidad financiera por causa del error por ella padecido con relación al apunte practicado en la cuenta corriente de aquél, cumple poner de manifiesto que a diferencia de la inderogabilidad convencional que los Principios dejan dispuesta en cuanto a remedios contra el enriquecimiento injustificado (art. 4:118.1 —*cit. supra*—) y que hemos traído a colación para fundamentar la inexorable perseguibilidad de la conducta apropiativa por parte del cliente tratada sub 2.1, los mismos Principios en el apartado siguiente

(13) “EXCUSE DUE TO AN IMPEDIMENT: A party’s non-performance is excused if it proves that it is due to an impediment beyond its control and that it could not reasonably have been expected (...) to have avoided or overcome the impediment or its consequences”. *Principles...., op. cit.* —pp. 74 y 378 y ss.—.

(14) “FUNDAMENTAL MISTAKE AS TO FACTS OR LAW: (...) (2) However a party may not avoid the contract if: (...) (b) the risk of the mistake was assumed...”. *Principles...., op. cit.* —pp. 40 y 227 y ss.—.

del mismo artículo (art. 4:118.2⁽¹⁵⁾) dejan abierta la posibilidad de exclusión convencional de remedios dirigidos a reparar las consecuencias —en caso de que existan— del error y de su desvanecimiento. Quede ahí esta trascendental diferencia, sin perjuicio de que, como tendremos ocasión de apuntar a continuación, en el caso que nos ocupa, no es que falte o pueda faltar por causa de pacto apoyatura legal para semejante pretensión reparadora, sino que tal apoyatura es inexistente por razón de la falta de sustrato ontológico de la pretensión reparatoria: en nuestra hipótesis, tomada de la vida real, no hay daño injusto que pueda fundamentar una pretensión de reparación.

III. DESARROLLO DOGMÁTICO

Esbozado en las líneas que anteceden el planteamiento más pragmático de los problemas que suscita el caso planteado, trataremos a continuación de dar una ubicación sistemática dentro del principio general de la buena fe, a nuestras reflexiones, a fin de que puedan servir de fundamento adicional a las conclusiones que con el presente trabajo hemos creído alcanzar.

1. Buena fe en general

A la vista del supuesto planteado, no hay inconveniente en la fijación de un supraconcepto general de buena fe, si bien tal fijación no debe hacer olvidar las siguientes circunstancias:

1.^a La multivocidad del concepto y de su aplicación en cada caso concreto, susceptible de ser invocado por las partes en defensa de intereses contrapuestos, con lo que su eficacia quedaría neutralizada y susceptible asimismo de poner en peligro la seguridad jurídica, en caso de aplicación no reflexiva por el Juez.

2.^a La dificultad de prueba y natural disputabilidad de elementos subjetivos en el tráfico jurídico-patrimonial así como la incoercibilidad de conductas determinadas, por lo que en aras de soluciones prácticas y eficaces en Derecho debe atenderse además y principalmente a la fiscalización de la justicia de los comportamientos contractuales por la justicia de los desplazamientos patrimoniales que pueden llegar a provocar. A estos efectos se muestra como mecanismo universal de restablecimiento del equilibrio patrimonial, y con él de las

(15) “EXCLUSION OR RESTRICTION OF REMEDIES: (...) (2) Remedies for mistake (...) may be excluded or restricted...”. *Principles...., op. cit.* —pp. 50 y 284 y ss.—.

posiciones jurídicas de los contratantes implicados en el ejercicio u omisión de derechos potestativos, el de la indagación acerca de la justificación jurídico obligacional de la atribución patrimonial en cada caso discutida —*ex ante* o *ex post*—, operativo mediante la vigencia de la *condictio* y de la *exceptio doli*.

3.^a La necesidad de imbricar las exigencias derivadas del ejercicio de los derechos y cumplimiento de las obligaciones conforme a las exigencias de la buena fe, en la regulación en Derecho de las instituciones contractuales que a nivel europeo ahora se acomete ⁽¹⁶⁾, con especial cuidado en cuanto al ejercicio de los derechos potestativos o de configuración jurídica que componen el haz de poderes que de cada institución o contrato puedan derivarse para cada contratante.

En el caso que nos ocupa, las reflexiones antedichas reconducen la sugerida —por ZIMMERMANN y WHITTAKER— presencia de una obligación de advertir el error impuesta al cliente (incoercible en sí misma: *nemo ad factum praecisise cogi potest*), a una radical falta de justificación del apoderamiento dinerario que, por causa o con ocasión de la omisión del cumplimiento de tal deber de advertir, el cliente beneficiario haya podido llegar a perpetrar ⁽¹⁷⁾; y sin que pueda en ningún caso invocarse, para justificar el apoderamiento dinerario, la apariencia de titularidad (nótese que meramente obligacional, cuyo objeto es el montante de su derecho de crédito al saldo contable erróneo, adelantándose o excluyendo su natural rectificación), so capa de la irrevindicabilidad jurídico-

⁽¹⁶⁾ Una compatibilización entre lo general y lo especial en el principio de buena fe negocial la encontramos en UNIDROIT, *Principios sobre los contratos comerciales internacionales*, Roma, 1995 (ed. español) —pág. 16— donde al comentar el artículo 1.7.(1) deja claramente sentado que “Existen muchas disposiciones que a lo largo de los presentes capítulos de los Principios, hacen referencia, directa o indirectamente, a la aplicación del principio de la buena fe y lealtad en los negocios. Véase, por ejemplo, los Arts. 2.3 (2)(b), 2.15, 2.16, 2.18, 2.20, 3.5, 3.8, 3.10, 4.1(2), 4.2(2), 4.6, 4.8, 5.2, 5.3, 6.1.36, 6.1.5, 6.1.16(2), 6.1.17(1), 6.2.3(3)(4), 7.1.2, 7.1.6, 7.1.7, 7.2.2(b)(c), 7.4.8 y 7.4.13. Esto refleja que la buena fe y la lealtad negocial es considerada una de las ideas fundamentales en las que se basan los principios. Al establecer en términos generales que cada parte debe conducirse de buena fe y con lealtad negocial, el inciso (1) de este artículo deja claro que, en ausencia de una disposición específica en los principios, las partes deben conducirse de acuerdo con la buena fe y observando la lealtad negocial a lo largo de la vida del contrato, incluso durante el proceso de su formación”.

⁽¹⁷⁾ Según el artículo 1895 del Código Civil español: “cuando se recibe alguna cosa que no había derecho a cobrar, y que por error ha sido debidamente entregada, surge la obligación de restituirla” (*condictio indebiti*).

real aplicada al bien ultrafungible que es el dinero⁽¹⁸⁾. La ausencia de causa del apunte de abono del que tal apariencia dimana⁽¹⁹⁾, debe en todo caso prevalecer sobre la pretendida virtualidad legitimadora de esta apariencia.

2. Buena fe en concreto

Centrada la buena fe que incide en el caso concreto aquí planteado, en el plano jurídico obligacional, cumple fijar los términos en los que se desarrolla la buena fe, el error material y la eventual responsabilidad.

Adelantamos —por las razones que luego diremos— que la responsabilidad en el caso planteado dimanaría, caso de existir daño, no del error en sí

(18) Apariencia de titularidad derivada del abono en la cuenta, que al carecer de rendición necesariamente justificada —arg. art. 263 del Código de Comercio y Sentencias del Tribunal Supremo (1.ª) desde 19-11-1869, 30-06-1871, 04-07-1887, 27-12-1940, 22-01-1957, 26-05-1966—, carece de carácter de “justa causa” del artículo 1901 del Código Civil español y de la virtualidad de suscitar la presencia de “buena fe” para una aplicación por otra parte remota del artículo 1160 *in fine* del Código Civil español. Respecto de este precepto se ha escrito (DE LOS MOZOS, J.L.: *El principio de la buena fe. Sus aplicaciones prácticas en el Derecho civil español*, ed. Bosch, Barcelona, 1965 —pp. 201 y 202—) que “en el caso del artículo 1160 (...) no se trata del pago de lo indebido, supuesto al que se refiere por otra parte el artículo 1895 Cc y que en el supuesto normal que prevé este precepto se verifica con cosa propia, sino la de pago de lo debido, aunque con cosa ajena (...) Por eso no pueden aplicarse al campo del artículo 1160, ni el principio general ni las excepciones del art. 464, como ha reconocido la Sentencia de 14 de noviembre de 1950 (...) Pues (...) la naturaleza de la cosa es diferente. Siendo curioso hacer notar, por otra parte, que según observa KASER, en el Derecho romano clásico dispensaron del requisito de la *iusta causa* a la entrega del dinero, con lo cual estamos en el precedente de un fundamento autónomo (*Das Geld im römischen Sachenrecht*, Tijdschr, 29 [1961], pp. 216 y ss.). Bien es verdad que toda esta temática y en relación con el problema de la *iusta causa traditionis* se oscurece en el Derecho posclásico, como el propio Kaser ha puesto de relieve, sobre todo BIDR 64 (1961) pp. 70 y ss.”.

(19) Sobre la causa de la transferencia *vid.* Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 10 de abril de 1995 —Ar. 3250— comentada en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n.º 67 (julio-septiembre 1997) —pp. 905 y ss.— por VÁZQUEZ PENA, M.J. Referencia al parámetro cuantitativo preciso amparado por la causa del apunte causado por la transferencia (la instrucción del ordenante) se encuentra en la Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de enero de 1997 relativo a las transferencias transfronterizas: Artículo 2 (f) (“...una cantidad de dinero...”); Artículo 2 (i) (“...cuyos fondos **correspondientes** se pongan a su disposición...”); Artículo 4 (información escrita al cliente tras la ejecución con expresión del **importe inicial**) y Artículo 5 (exigencia de **precisión** por el ordenante de las **características** —también cuantitativas— de las transferencias).

mismo, sino de la falta de diligencia en su desvanecimiento, especialmente por el cliente beneficiario ⁽²⁰⁾.

Y el fundamento de esta afirmación radica en la ubicación subjetiva de la buena fe en el contexto de la cuenta corriente bancaria. En esta figura contractual en cuyo marco la transferencia conoce el fin perseguido por el ordenante de la misma, el usuario del servicio bancario (“consumidor” a efectos legales) ostenta además la posición de acreedor. Es por ello que la buena fe y diligencia, en general necesariamente recíprocas, debe vigilar aquí especialmente el comportamiento del acreedor-usuario en orden a mantener en todo momento el necesario equilibrio. Al cliente-usuario le es exigible el mismo comportamiento diligente y leal que él, en otro contexto, exigiría a la entidad financiera.

Centrándonos en la peculiaridad de la apariencia que desprende un abono en cuenta, necesariamente claudicante, y que se concreta en la expresión “salvo examen”, cumple decir que nace de un uso bancario nacido de la celeridad y masificación de la operatoria bancaria ⁽²¹⁾ y que de ordinario tiene concreción a favor del cliente en los casos —diametralmente contrarios al que aquí nos ocupa— en los que eventuales errores de la entidad le puedan afectar. Es reiterada la doctrina jurisprudencial española ⁽²²⁾ y la doctrina sentada asimismo por el Servicio de Reclamaciones el Banco de España, acerca de la revisabilidad unilateral y *ad libitum* del cliente respecto de los apuntes practicados en su cuenta y durante un plazo prudencial desde la recepción de la información

⁽²⁰⁾ *Vid.* sobre las exigencias de la buena fe también para el usuario de los servicios financieros, en casos —a diferencia del presente— de operaciones activas en que el usuario es deudor, nuestro trabajo “Riesgo legal de la financiación y autonomía de la voluntad del financiado en los contratos bancarios”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n.º 85 (enero-marzo 2002) —pp. 185 y ss.—. Allí tratábamos de la modulación derivada del riesgo legal, y aquí el riesgo que nos ocupa es el llamado operativo.

⁽²¹⁾ WADSLEY, J. y PENN, G.A., *op. loc. cit.*, toman del caso *Lipkin Gorman v. Karpnale* en la Court of Appeal (1989) la referencia a que “the banker’s obligation is ‘largely automatic or mechanical’ ” con cita en nota de *Middle Temple v. Lloyd’s Bank & Skerbank* (1999) en la que con referencia a los cheques afirma que “about the practices of banks’ clearing departments where cheques are sorted and handled ‘**at ferocious speed**’ ”.

⁽²²⁾ Sentencias del Tribunal Supremo (Sala 1.ª) de 1 de junio de 1985 —Ar. 3270— y 14 de marzo de 1992 —Ar. 2182— entre otras.

relativa a los mismos ⁽²³⁾. Si al cliente bancario se le permite tal revisión libre, y en consecuencia instar eventualmente la rectificación de los apuntes en la cuenta, al menos igual facultad ⁽²⁴⁾ debe reconocerse a la entidad financiera que ha advertido un error en la práctica de los apuntes, algunos de ellos —caso de las transferencias— a instancia de terceros y a través de otras entidades.

A) Riesgo contractual

Se impone a la luz del caso que nos ocupa una distinción dentro del riesgo contractual que al lado del tradicional de pérdida de la cosa debida por caso

⁽²³⁾ Existe un amplio campo de actuación del principio general de la buena fe en Derecho español, a la vista del inmenso vacío normativo existente en estas materias. En concreto en lo que a la remisión de información al cliente bancario, reproducimos por su interés una parte de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Segovia de 6 de mayo de 1996 —Ar. C. 863— a cuyo tenor: “Se alega por el demandado la ineficacia de la cláusula 4.ª por abusiva. Pero la sentencia desestima el argumento con acertados razonamientos que deben aquí confirmarse. En efecto, se ha dicho en ocasiones que la forma en que se prevé la remisión de extractos al domicilio del cliente rompe el equilibrio contractual al cargar sobre éste el valor del silencio, y se ha aludido a la arbitrariedad que supone que el extracto se envíe sin constancia de su recepción. Pero como se ha puesto de manifiesto por cierto sector de la doctrina, para analizar esta cuestión no hay que desconocer las dimensiones que tiene la actividad comercial bancaria, y el elevadísimo número de cuentas, movimientos de cuentas y extractos que mensual y anualmente se abren y generan, y así no se puede olvidar que: a) redactar los contratos de modo que sólo con la constancia de la respuesta positiva del cliente a un cierto movimiento o saldo de ese movimiento pudiera ser éste válido **supondría sencillamente acabar con la actividad bancaria, que quedaría paralizada** tanto en las operaciones pasivas como en las activas, donde además el carácter de deudor del cliente hace de él, en principio, un sujeto poco dado a la colaboración, y b) cierto es que el ideal sistema de remisión de extractos pasaría por el conducto notarial o el correo certificado. Pero **el alto coste que el sistema generaría unido al hecho notorio de que en la mayoría de los extractos el cliente está de acuerdo con los movimientos por no ser éstos problemáticos en absoluto**, constituyendo un conjunto de información que simplemente pone al día el control de las cuentas por el cliente, hace que los conductos fehacientes no sean ni convenientes ni necesarios”. Vid. MOXICA ROMÁN, J.: *La cuenta corriente bancaria*, ed. Aranzadi, Pamplona, 1997, pp. 122 y 123.

⁽²⁴⁾ No admitirlo sería propiciar el “desequilibrio importante” de cuya erradicación se trata en Derecho de contratos mediante v. gr. el artículo 3 de la Directiva 93/13/CEE de 5 de abril de 1993 sobre las cláusulas abusivas en contratos celebrados con consumidores. La circunstancia (*quod plerumque accidit*) de que el desequilibrio venga de la parte predisponente con ocasión de la conclusión del contrato, no debe empecer a la presencia —generalmente con ocasión de la ejecución del contrato— de desequilibrios en sentido contrario; y la corrección de los primeros desequilibrios no debe en modo alguno originar o amparar los segundos. Uno de los corolarios tópicos de la buena fe es el que contiene el aforismo “**he who wants equity, must do equity**”. Vid. WIEACKER, F.: *El principio general de la buena fe (Zur rechtstheoretische Präzisierung des & 242 BGB* —trad. J.L. Carro—), ed. Civitas, Madrid, 1982 (p. 67).

fortuito o fuerza mayor, se diese carta de naturaleza jurídica al llamado riesgo operativo —en ocasiones como la del caso planteado, aislado e inocuo— llamado a tener cada vez mayor presencia en el Derecho vivo por razón de la tecnificación y complejidad de los sistemas técnicos empleados en las transmisiones y fijaciones de consentimientos y objetos contractuales ⁽²⁵⁾ (“a man who employs a banker is bound to the usage of bankers”).

El tratamiento jurídico de este riesgo no pasa necesariamente y por el hecho de su mera presencia por la imposición de obligación resarcitoria alguna ⁽²⁶⁾ aun no existiendo daño resarcible alguno, sino por la exigencia de diligencia en su minimización o subsanación, con lo que las actuaciones subsanadoras que se emprendan —tanto *ex ante* como *ex post*— no solamente no serán legítimas sino que serán además debidas para la integración de la diligencia exigida en cada caso concreto.

La ausencia de daño en el caso planteado supondrá, en fin, inexistencia de “consecuencias económicas” a los efectos de apreciar carácter abusivo en una eventual previsión contractual habilitante de la subsanación del error citado a la luz de la referencia contenida en el número 21 de la relación de cláusulas abusivas, reflejada en la Disposición Adicional Primera de la Ley 24/1984, de 19 de julio, redactada por la Disposición Adicional Primera de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación ⁽²⁷⁾.

⁽²⁵⁾ WADSLEY, J. y PENN, G.A., *The law relating to domestic banking*, Sweet & Maxwell, Londres, 2000, pp. 186 y ss. Después de dejar sentado a efectos de responsabilidad bancaria el prudente relativismo y apego a los hechos propios de los ingleses, añade que “However, there is some general guidance. An important factor in deciding what banks are impliedly bound to do is ordinary practice of banks: ‘a man who employs a banker **is bound to the usage of bankers**’”.

⁽²⁶⁾ En este sentido es clara la doctrina del Servicio de Reclamaciones del Banco de España. *Vid.* Memoria de 1999, p. 96: “el Servicio se ha pronunciado en numerosas ocasiones sobre la posibilidad de que las entidades incurran en sus actuaciones en errores de diversa índole, de tal modo que cuando los reconocen al formularse la correspondiente reclamación, **considera desproporcionado apreciar la concurrencia de una mala práctica bancaria [nota: sin que se aprecie aún en tal caso necesariamente y por tal motivo daño resarcible] por la mera comisión de un error aislado.** En efecto, las operaciones bancarias, al igual que el resto de las actividades humanas, no están exentas de verse afectadas por errores e incidentes de diversa naturaleza (...) en definitiva, a las entidades (no) les es exigible (...) que se allanen ante las pretensiones de los clientes cuando estimen que son desproporcionadas, **puesto que, en ningún caso, el error puede ser causa de un lucro injustificado**”.

⁽²⁷⁾ Se considerará abusiva y por tanto nula la cláusula predispuesta que prevenga “21. La transmisión al consumidor de las **consecuencias económicas** de errores administrativos que no le sean imputables”.

B) Error material

Se impone asimismo la adopción también a nivel supraestatal de un tratamiento específico (ya existente en los Derechos codificados ⁽²⁸⁾) del error material al margen del error contractual propiamente dicho y habilitante de su pacífica e inocua subsanabilidad.

Mientras el error contractual determina en su caso la ineficacia del consentimiento mismo origen del contrato, el error material debe producir simplemente la citada y debida subsanabilidad. El error material, a diferencia del contractual, no es de aparición puntual y trascendental con ocasión de cada contrato sino que continuamente es susceptible de aparecer con ocasión de cada proceso operativo contractual. Este error no responde a una representación errónea de la realidad objetiva o subjetiva de los elementos del contrato con ocasión de su celebración y en principio imprevisible, sino que responde a una actuación desajustada de sistemas operativos constantemente empleados y con la que *a priori* se ha de contar ⁽²⁹⁾.

A mayor abundamiento y para quienes a la vista de la presencia de la palabra riesgo piensen en su cobertura actuarial, reiteramos que la inexistencia de daño en el caso que nos planteamos de error por exceso en el apunte de abono, excluye la cobertura del evento por vía de seguro; seguro éste imposible que además sería fuente de enriquecimiento injustificado para el beneficiario y en todo caso no dejaría por ello de abonar la facultad de la entidad financiera de aminorar *ex post* las consecuencias del error —repetimos, en ningún caso dañosas en la hipótesis que planteamos—.

(28) Según el artículo 1.266.III del Código Civil español: “**El simple error de cuenta sólo dará lugar a su corrección**”; y con relación con el supuesto planteado añade el inciso final del artículo 1273 del propio Código Civil español: “La indeterminación en la cantidad no será obstáculo para la existencia del contrato, siempre que sea **posible determinarla sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes**”.

(29) MARTÍN DE AZPILICUETA, *Comentario resolutorio de cambios*, Salamanca, 1556 (ed. crítica CSIC, Madrid, 1965) quien después de tratar en el Cap. VII el cambio trayecticio bajo la rúbrica de “Cambio por letras” diciendo que “es un traspaso virtual del dinero por el cual quien quiera para otra tierra, dalo en esta (...) Dízese (cambio por letras) porque comúnmente por ellas se haze, aunque también se podría hacer por mensagero, o por su mesma persona, yendo alla y dando” (pp. 39-40), continúa en el Cap. X refiriéndose a la llevanza de cuentas bancarias en las que actualmente se domicilia el cambio trayecticio bajo el epígrafe “Cambio por guarda” diciendo que “Y el tal cambiador trabaja en **recebir**, tener en depósito y aparejado **el dinero** de tantos mercaderes, y **en escrevir, dar y llevar cuentas** con los unos y con los otros, **con harto embarazo, y a las vezes peligro de yerro de cuentas y de otras cosas**” (pp. 57-58).

IV. CONCLUSIONES

Primera.—Es exigible en línea de máxima la colaboración del cliente bancario en el desvanecimiento del error por exceso en el apunte de abono practicado en su cuenta corriente.

Segunda.—La tutela jurídica coactiva de tal deber se concreta en la EXCLUSIÓN respecto del CLIENTE (1.º) de pretensiones resarcitorias ajenas a todo daño, por la mera invocación de error material derivado de riesgo operativo; (2.º) de pretensiones restitutorias ajenas a toda causa de atribución patrimonial (*dolo facit qui petit quod redditurus est*⁽³⁰⁾) mediante la *exceptio doli*; y HABILITANDO a la ENTIDAD FINANCIERA (1.º) la rectificación pacífica y natural del error mediante su subsanación material; y (2.º) cauces recuperatorios eficaces en caso de fraude consistente en la disposición de lo indebidamente abonado antes de su rectificación, ora por la compensación de haber saldo en otras posiciones acreedoras del cliente, ora mediante el cargo en descubierto⁽³¹⁾, claro es, sin perjuicio de la persecución común del enriquecimiento injustificado (*condictio indebiti*) o eventuales apropiaciones indebidas⁽³²⁾.

Tercera.—En la codificación europea que se anuncia en cuanto al Derecho contractual, cumple poner de manifiesto la necesidad de una regulación de la buena fe más objetiva que subjetiva, más atenta a los corolarios o efectos que a

(30) PAULO, *Digesto* 44.4.8 pr. 50.17.173.3 y Sentencia Tribunal Supremo (1.ª) 1 de febrero de 1995 —Ar. 728— FJ 6: “...dando lugar por tanto a la posibilidad de comportamientos contrarios a la buena fe, como lo es exigir lo mismo que ha de ser restituido (*doli facit qui petit quod redditurus est*)”.

(31) Y penalización del mayor daño inherente al fraude cometido por el beneficiario, por la vía de exigir intereses de descubierto, arg. artículo 1896 del Código Civil español. La compensación se configura como carga exigible al banquero para poder posteriormente reclamar el saldo deudor ya en GAYO, *Instituciones* IV.64: “*Alia causa est illius actionis qua argentarius experitur; nam is cogitur cum compensatione agere, et ea compensatio verbis formulae exprimitur; adeo quidem, ut statim ab initio compensatione facta minus intendat sibi dare oportere...*”.

(32) Según el artículo 254 del Código Penal español de 1995: “Será castigado con la pena de multa de tres a seis meses el que, habiendo recibido indebidamente, por error del **transmisor**, dinero o alguna otra cosa mueble, niegue haberla recibido o, comprobado el error, no proceda a su devolución, siempre que la cuantía de lo recibido exceda de cincuenta mil pesetas”.

los presupuestos y, en fin, más atenta a las instituciones en concreto ⁽³³⁾ que —aunque también— a la generalidad del ordenamiento contractual.

Cuarta.—No debe perderse de vista la posible modulación que el concepto general de “consumidor” —con la tutela exorbitante que se le presta legislativamente—, quizá deba conocer alguna especificidad cuando del cliente bancario se trata ⁽³⁴⁾ a la vista de la situación de fuerza o superioridad o —en todo caso— no inferioridad, en que en ocasiones se encuentra en las relaciones jurídico-obligacionales con su entidad financiera.

⁽³³⁾ Atendiendo, como apuntaba con ocasión de su ponencia el Profesor Mathias STORME en el II Congreso de Lleida citando a Demogue, al “microcosmos” de cada institución, y en nuestro caso de la cuenta corriente bancaria en particular.

⁽³⁴⁾ *Vid.* en este sentido MICKLITZ, H.-W., “La nozione di consumatore nel §13 B.G.B.” (trad. G. De Cristofaro), en *Rivista di Diritto Civile*, septiembre-octubre 2001 —p. 640—: “...Il consumatore non si presta ad essere definito senza il concreto oggetto della tutela, e cioè senza la componente essenziale del diritto dei consumatori. Questa valutazione dovrebbe valere anche per il settore dei servizi finanziari, che pure aspirerebbe ad una collocazione peculiare di autonoma nell’ambito del diritto privato speciale dei consumatori”.

EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

MARIA ÀNGELS ORRIOLS SALLÉS

*Profesora de Derecho Administrativo
Universitat Autònoma de Barcelona*

SUMARIO

- I. ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN.
 - II. CONTENIDO MATERIAL: INDEPENDENCIA, ELUSIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERESES Y GARANTÍA DEL SECRETO PROFESIONAL.
 - III. NATURALEZA DEL CÓDIGO DE CONDUCTA: UN EJEMPLO DE *SOFT LAW*.
-

En fecha 24 de mayo de 2002 se publicó en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas el Código de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ⁽¹⁾. Tal y como se indica en el mismo

⁽¹⁾ 2002/C 123/06, DOCE C 123, pp. 9-10.

—firmado por los dieciocho integrantes del Consejo de Gobierno—, el 16 de mayo todos los miembros del supremo órgano rector de la autoridad monetaria de la Comunidad acordaron un memorándum de entendimiento sobre un código de conducta, respecto del cual se tuvo en especial consideración el Código de conducta del Banco Central Europeo dirigido a todos sus empleados⁽²⁾. Su aprobación deriva de la constatación de la especial responsabilidad que tienen en preservar la rectitud y el buen nombre del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE), así como la eficacia de sus operaciones, en virtud de lo cual deben velar por que su conducta se corresponda con esa especial responsabilidad. Como puede observarse, nos hallamos ante un instrumento de autorregulación mediante el cual los miembros del Consejo de Gobierno del BCE proceden a autoimponerse determinadas reglas de conducta.

I. ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN

El presente Código de conducta está destinado a todos los miembros del Consejo de Gobierno del BCE⁽³⁾, esto es, los seis miembros del Comité Ejecutivo (que incluyen al presidente y al vicepresidente del BCE) y los doce gobernadores de los Bancos centrales nacionales que forman parte del Eurosistema, es decir, de los Estados miembros que han accedido a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (todos excepto el Reino Unido, Dinamarca y Suecia). Asimismo, se aplica a sus sustitutos, nombrados con arreglo al art. 4.4 del Regla-

(2) Dicho Código fue elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo (2001/C 76/11, DOCE C 76, de 8-3-2001, pp. 12-15).

(3) El Tratado de la Unión Europea, firmado en 1992, procedió a la institucionalización de la Unión Económica y Monetaria, que ha supuesto la creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y un Banco Central Europeo (BCE). El SEBC, que carece de personalidad jurídica, está integrado por el BCE (organismo comunitario con personalidad jurídica propia) y los Bancos centrales nacionales (art. 107 TCE) y está dirigido por los órganos rectores del BCE, que son el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo (art. 107 TCE). Un análisis completo de la autoridad monetaria europea puede encontrarse en María Àngels ORRIOLS SALLÉS, "El Banco Central Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Régimen jurídico de la autoridad monetaria de la Comunidad Europea" (tesis doctoral, 2000), de próxima publicación.

mento interno del BCE ⁽⁴⁾. Cabe señalar que en el caso del Banco de España, el sustituto del gobernador debería ser normalmente el subgobernador ⁽⁵⁾.

Nótese bien que en lo que respecta los gobernadores (y a sus sustitutos), dicho Código les afecta en el ejercicio de sus funciones como miembros del BCE, de modo que, en principio, no alcanzaría al ejercicio de sus funciones como gobernadores de los Bancos centrales nacionales (ni tan siquiera en aquellas funciones que forman parte de las tareas del SEBC). Ahora bien, no es menos cierto que tal desdoblamiento funcional es, en la práctica, de difícil deslinde en muchas ocasiones. En otras palabras, con frecuencia es imposible discernir o delimitar si se actúa como miembro del Consejo de Gobierno del BCE o como gobernador, por lo que es inevitable constatar la *vis expansiva* del Código de conducta y su proyección a la esfera doméstica nacional. A título de ejemplo, una invitación para pronunciar una conferencia o una solicitud de colaboración académica cursadas a un gobernador nacional, o la recepción de regalos por su parte: ¿se dirigen al gobernador o al miembro del Consejo de Gobierno del BCE? No siempre se trata de una cuestión fácil de dilucidar.

En cualquier caso, dicho Código de conducta no afecta a otras “normas de conducta” —según se explicita— aplicables a los gobernadores de los Bancos centrales nacionales ni al Código de conducta del BCE que concierne a los miembros del Comité Ejecutivo del BCE (ap. 1), ni desde luego a normas internas imperativas, como por ejemplo las contenidas en la Ley de Autonomía del Banco de España (LABE). Obsérvese que los seis miembros del Comité Ejecutivo están sujetos a dos Códigos de conducta: el que es objeto de nuestro análisis y el antes citado Código de Conducta del Banco Central Europeo apli-

(4) En efecto, debe tenerse en cuenta que el art. 10.2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo permite que los miembros del Consejo de Gobierno que se encuentren en la imposibilidad de votar durante un período prolongado puedan designar a un sustituto que ocupe su lugar como miembro del Consejo de Gobierno, remitiendo su concreción al Reglamento interno.

(5) La Ley de Autonomía del Banco de España (LABE) dispone en su art. 19 que “El Subgobernador suplirá al Gobernador en los casos de vacante, ausencia o enfermedad, en cuanto al ejercicio de sus atribuciones de dirección superior y representación del Banco. (...)”. Se plantean dudas acerca de si lo que denomina atribuciones de “representación” del Banco incluyen su condición de miembro del Consejo de Gobierno del BCE; a la luz de las previsiones del art. 18 LABE deberíamos llegar a una conclusión negativa (aunque no parece ser ésta la interpretación que efectúa el art. 40 del Reglamento interno del Banco de España). En cualquier caso, con arreglo a los Estatutos del SEBC (y al Reglamento interno del BCE, al cual remiten dicho Estatutos), los gobernadores deben tener plena libertad para nombrar a sus sustitutos en el Consejo del Gobierno del BCE, sin que les puedan venir impuestos por otras instancias. Sin perjuicio de ello, parece lógico, que, al menos en el caso del Banco de España, el gobernador designe al subgobernador como su sustituto.

cable a todas las personas empleadas por el BCE⁽⁶⁾. Al tener este último un contenido más extenso y abordar cuestiones no incluidas en el primero, puede deducirse que los seis miembros del Comité Ejecutivo están sujetos a mayores obligaciones y a reglas de conducta en ciertos aspectos más estrictas que los gobernadores de los Bancos centrales nacionales.

II. CONTENIDO MATERIAL: INDEPENDENCIA, ELUSIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERESES Y GARANTÍA DEL SECRETO PROFESIONAL

El Código no contiene novedades espectaculares, pues el grueso de deberes y obligaciones de los miembros del Consejo de Gobierno se encuentra recogido en el Tratado, los Estatutos del SEBC y del BCE (en adelante ESEBC)⁽⁷⁾ o el Reglamento Interno del BCE. Todo lo más se limita a precisar algunas conductas concretas que considera o bien incompatibles o simplemente desaconsejables, así como a promover una serie de comportamientos. Si algo destaca es quizás una cierta falta de ambición en su objeto y la moderación de buena parte de sus contenidos, especialmente si se toman en consideración tanto algunas normas estatales que afectan a los gobernadores de los Bancos centrales nacionales como el mismo Código de conducta del BCE al que ya nos hemos referido.

Como cuestión preliminar, el Código declara los principios básicos (ap. 2) de la actuación de los miembros del Consejo de Gobierno, disponiendo que “observarán el máximo nivel de conducta ética” y que “deberán actuar con rectitud, independencia, imparcialidad y discreción y sin atender a su propio interés, y deberán evitar toda situación que pueda dar lugar a un conflicto de intereses”.

El apartado más extenso del Código es el consagrado a la “independencia”, la primera nota positiva del cual es que claramente la concibe en un sentido amplio, esto es, no sólo con respecto a los poderes públicos, sino también respecto de los intereses privados, con una referencia muy palmaria a los “grupos de presión”. En efecto, debe recordarse que uno de los elementos definitivos de la nueva Autoridad monetaria —en la línea de lo que hoy por hoy

(6) Este último está basado en los contratos laborales de los citados miembros del Comité Ejecutivo, en las condiciones de contratación del personal del BCE y en todos los textos que los desarrollan. Su contenido y extensión son mayores que el de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE.

(7) Incluidos en un Protocolo anejo al Tratado.

constituye el paradigma en la configuración institucional de la Banca central— reside en su independencia con respecto del poder político, y así lo preceptúa tajantemente el art. 108 TCE⁽⁸⁾. Ahora bien, es evidente que la no interferencia del poder político en la formulación y puesta en práctica de la política monetaria del BCE —objetivada en el mantenimiento de la estabilidad de precios—, no puede hacer ignorar que con mucha mayor razón deben reputarse inadmisibles las presiones provenientes de grupos de interés de cualquier clase (sector financiero y bancario, empresarios, trabajadores). En este sentido, la mayor parte de disposiciones preventivas están dirigidas precisamente a operar como “cortafuegos” respecto de las potenciales influencias de grupos de presión o intereses privados. Por ello, se indica sin ambages que “las relaciones con los grupos de presión se basarán en planteamientos compatibles con la independencia de los miembros del Consejo de Gobierno y con el principio de integridad”. Como puede observarse, no se niega la evidencia —esto es, la existencia de relaciones con grupos de presión—, simplemente se pretende sentar las reglas para que se desenvuelvan por cauces preestablecidos.

El Código precisa un conjunto de conductas consideradas incompatibles con el principio de independencia. Concretamente, se alude a la “solicitud, recepción o aceptación, de toda fuente ajena al SEBC, de cualquier clase de ventaja, recompensa, remuneración o regalo, en dinero o en especie, cuyo valor exceda de una cantidad ínfima o de los límites acostumbrados, y que guarde algún tipo de relación con la condición de miembro del Consejo de Gobierno” (ap. 3.3). Si algún reproche puede hacerse a tal previsión es la mención a toda fuente “ajena al SEBC”, lo que excluye las relatadas conductas cuando provengan de los quince Bancos centrales nacionales del Sistema, lo que podría constituir un medio de presión, habida cuenta de los intereses contrapuestos que, en ocasiones, puedan tener los distintos Bancos centrales nacionales con respecto a las políticas del BCE.

Otro grupo de conductas que el Código pretende encauzar debidamente son las que atañen a las actividades —remuneradas o no— no relacionadas con el SEBC, con mención concreta a las colaboraciones científicas o académicas (ap. 3.4). Por de pronto, es preciso recordar que el campo de dichas actividades ajenas está muy acotado, pues los seis miembros del Comité Ejecutivo desem-

(8) “En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano. Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones”. En el mismo sentido se expresa el art. 7 ESEBC.

peñan sus funciones con dedicación exclusiva, sin que puedan ejercer otra profesión, remunerada o no, salvo autorización excepcional del Consejo de Gobierno, como indica el art. 11.1 ESEBC. Por contra, los Estatutos, en su vocación no armonizadora, sino solo de convergencia en aspectos esenciales del régimen de los bancos centrales nacionales, nada disponen respecto al régimen de dedicación de los gobernadores, por lo que debemos atenernos a las normas nacionales, aunque la tendencia general es el de su dedicación exclusiva, como impone la lógica ⁽⁹⁾. El citado ap. 3.4 del Código de conducta, después de fijar el deber de velar para que las actividades no relacionadas con el SEBC, sean o no remuneradas, “no estorben sus obligaciones ni desprestigien al BCE”, se adentra en el terreno de las colaboraciones científicas o académicas de los miembros del Consejo de Gobierno —téngase presente que algunos de ellos provienen profesionalmente del mundo universitario y científico—, imponiéndoles el deber de aclarar que actúan a título personal y sin que sus opiniones sean las del Consejo de Gobierno o el BCE. Parece evidente que el peligro latente es que las colaboraciones científicas o académicas —por su propia naturaleza— puedan apartarse, contradecir o criticar la posición oficial o la práctica de la Autoridad monetaria, y minar indirectamente la credibilidad del BCE. En otras palabras, si por el momento el Banco no hace públicas las actas de sus reuniones ni el sentido de los votos de los miembros del Consejo de Gobierno, lo que de puertas hacia afuera permite contemplar al Banco como algo monolítico e ignorar las posiciones individuales de sus integrantes, lo cierto es que las opiniones disidentes de miembros del Consejo de Gobierno podrían ser expresadas indirectamente a través del cauce de sus colaboraciones científicas o académicas críticas con el enfoque del BCE. La precisión de que se efectuarán “a título personal” no sería obstáculo para los mercados extrajesen sus propias conclusiones.

Por último, el ap. 3.4 alude a una cuestión de extrema importancia —susceptible de agudizar algunos de los problemas que acabamos de apuntar—, como es la de las declaraciones públicas individuales de los miembros del Consejo de Gobierno sobre asuntos relacionados con el SEBC. En efecto, con ello se trata de evitar tanto la difusión de informaciones amparadas por el secreto profesional, como aquellas que puedan influir de alguna manera sobre la dinámica de los mercados. Asimismo, se pretende evitar la comunicación de informaciones contradictorias o divergentes con la posición oficial del BCE

⁽⁹⁾ Así lo prevé, por ejemplo, el art. 26 LABE, que somete al gobernador al régimen de incompatibilidades de los altos cargos, precisando que será incompatible con el ejercicio de cualquier profesión o actividad pública o privada salvo cuando sean inherentes a su condición o vengan impuestas por su carácter de representante del Banco.

(tal y como ya ha sucedido en alguna ocasión en la corta vida del BCE, con importantes declaraciones públicas de miembros del Consejo de Gobierno divergentes entre sí o con la posición oficial del Banco), lo que ha provocado que algunas instancias políticas hayan aludido a la necesidad de que el BCE hable “con una sola voz”. El propio BCE, en su documento “La política de comunicación del Banco Central Europeo”⁽¹⁰⁾, ha enfatizado que considera deseable hablar con una sola voz sobre la política monetaria única de la zona euro, reconociendo que para que su estrategia de comunicación sea eficaz, “el BCE, junto con los BCN [*Bancos centrales nacionales*], se esfuerza por lograr que la información que se ofrece al público sea coherente en toda la zona euro”⁽¹¹⁾. La preocupación que parece traslucir no es otra que la referida a eventuales divergencias entre los distintos Bancos centrales nacionales y sus respectivos gobernadores. En cualquier caso, el Código de conducta es muy prudente al respecto, limitándose a señalar que “en sus declaraciones públicas sobre asuntos relacionados con el SEBC, los miembros del Consejo de Gobierno tendrán debidamente en cuenta sus funciones y deberes en el Consejo de Gobierno” (ap. 3.4). Se deduce de estas previsiones la existencia, más allá de las obligaciones derivadas del secreto profesional, de un deber de sigilo, esto es, de reserva y discreción, en relación con aquellos asuntos o informaciones cuya difusión de un modo u otro pueda dañar o simplemente perturbar el normal funcionamiento del BCE.

Uno de los extremos más interesantes, ya que revela el carácter dual de la presencia de los gobernadores de los Bancos centrales nacionales, se encuentra en su apartado 3.2, que dispone lo siguiente: “Los miembros del Consejo de Gobierno actuarán en interés general de la zona euro. En las decisiones que adopten de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 10.3 de los Estatutos del SEBC y del BCE⁽¹²⁾, los gobernadores podrán también tener en cuenta el inter-

(10) *Boletín Mensual del BCE*, febrero de 2001, pp. 59-65.

(11) *Boletín Mensual del BCE*, febrero de 2001, p. 60.

(12) El art. 10.3 ESEBC establece lo siguiente: “En todas las decisiones que se adopten con arreglo a los artículos 28, 29, 30, 32, 33 y 51, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. La ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero”. Los indicados preceptos se refieren a cuestiones como capital del BCE (aumento, suscripción, desembolso, transferencias de acciones entre bancos centrales nacionales), clave para la suscripción de capital, transferencia de activos exteriores de reserva al BCE (proporción a recibir por el BCE, posesión y gestión de las posiciones de reserva), asignación de ingresos monetarios a los Bancos centrales nacionales (aplicación de los mismos, indemnizaciones que deban recibir) y asignación de los beneficios y pérdidas netos del BCE.

és como accionista de su Banco central correspondiente”⁽¹³⁾. Como puede observarse, el precepto empieza por reafirmar que los gobernadores actúan en interés de la eurozona y del Eurosistema, y no en defensa de los intereses de su respectivo Banco central o Estado de procedencia. Sin embargo, se añade una salvedad, concretamente la que atañe a las decisiones que deben ser tomadas con arreglo al voto ponderado, en función de la participación de cada Banco central nacional en el capital del BCE, y que versan precisamente sobre los aspectos patrimoniales y financieros del Banco (se trata de excepciones a la regla de “un miembro, un voto”, donde además los miembros del Comité Ejecutivo carecen de derecho de voto). Al margen de dicha excepción, la previsión general muestra el carácter estrictamente personal de los gobernadores nacionales como miembros del Consejo de Gobierno⁽¹⁴⁾.

Finalmente, y en lo que afecta a los mandatos externos de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, el Código contempla una medida de precaución y transparencia a la vez, como es la obligación de remitir anualmente al presidente del BCE “una lista de los mandatos externos, tanto públicos como privados, que vayan a desempeñar coincidiendo con sus mandatos de miembros del Consejo de Gobierno”.

Después de las cuestiones que giran en torno a la independencia, el segundo gran bloque de regulación de contenidos se aborda en el apartado 4, concerniente al conflicto de intereses. En efecto, habida cuenta de las repercusiones que sobre la evolución y dinámica de los mercados financieros tienen las decisiones del BCE, resulta imprescindible que dichas decisiones se tomen desde la independencia y la imparcialidad, en definitiva, sin estar sesgadas o influidas por intereses personales de los miembros del Consejo de Gobierno. Por ello, se impone el deber de evitar toda situación que pueda originar conflicto de intereses (ap. 4.1). Acertadamente, el Código entra a definir lo que debe considerar-

(13) El BCE se configura como una entidad “capitalista”, cuyo capital social se encuentra dividido en acciones de las que son titulares como accionistas todos los Bancos centrales nacionales de la Comunidad. Todos ellos son accionistas del BCE, con independencia de que formen parte del denominado Eurosistema, o sea, de que hayan accedido a la tercera fase de la UEM, aunque existen reglas distintas para su desembolso en función de la pertenencia o no a la moneda única.

(14) Esta ha sido siempre la posición oficial del BCE: “De hecho, los miembros del Consejo de Gobierno no deben considerarse, ni deben actuar, como representantes nacionales, sino sobre la base de su capacidad personal completamente independiente. Sus decisiones de política monetaria son tomadas considerando la zona del euro en su conjunto; la situación económica de los países concretos no debería tenerse en cuenta a la hora de votar sobre cuestiones de política monetaria que afecten a la zona del euro”. BANCO CENTRAL EUROPEO, “La estrategia de la política monetaria del Eurosistema orientada a la estabilidad”, *Boletín Mensual*, enero 1999 (pp. 45-57), p. 62.

se como conflicto de intereses, en concreto, “cuando los miembros del Consejo de Gobierno tienen intereses privados o personales que pueden influir, o tener visos de influir, en el desempeño imparcial y objetivo de sus funciones”, precisando que por intereses privados o personales de los miembros del Consejo de Gobierno se entiende “toda posible ventaja para ellos mismos, sus familiares o sus amigos y conocidos” (ap. 4.1). En este sentido, se prohíbe el uso de información confidencial —que podríamos definir como aquella que manejan por razón de su cargo, que no ha trascendido públicamente y que afecta a aspectos sensibles de la política del BCE⁽¹⁵⁾— “para realizar operaciones financieras privadas, sea directamente o indirectamente por terceros, y sea por cuenta y riesgo propios o de terceros” (ap. 4.3).

La tercera faceta contemplada es la que atañe el secreto profesional (ap. 5), deber ya recogido en el art. 38 ESEBC⁽¹⁶⁾ y en virtud del cual los miembros del Consejo de Gobierno están obligados a no revelar información confidencial. El Código de conducta apostilla que esta obligación se tendrá particularmente en cuenta “en los discursos o declaraciones públicas y en los contactos con los medios de comunicación en relación con decisiones de política monetaria aún no publicadas oficialmente”. Como puede advertirse, se trata no solamente de impedir el uso privilegiado de información confidencial —en provecho propio, de familiares, conocidos o incluso de terceros—, sino de evitar que aquella circule indebidamente (nótese al respecto la mención a los medios de comunicación), dado su potencial efecto sobre la evolución de los mercados.

Quizás se echa en falta algún tipo de previsión tendente a incitar o simplemente aconsejar la gestión externa de los patrimonios de los miembros del Consejo de Gobierno, en una línea similar a la contemplada en el art. 1.2 del Reglamento de personal del BCE (relativo a la conducta y secreto profesionales) para aquellos empleados que, en virtud de su cargo, profesión o funciones, tengan acceso ordinario a información privilegiada sobre la política monetaria o cambia-

(15) Cabe señalar que el art. 1.2.8 del Reglamento del personal del BCE, relativo a la conducta y el secreto profesionales (DOCE C 236, de 22 de agosto de 2001), enumera ejemplos de información privilegiada: cambios de la política monetaria o cambiaria del Eurosistema o de otros bancos centrales del mundo; cambios en los agregados monetarios mensuales, las balanzas de pagos o las reservas de divisas, o en otros datos económicos o financieros de gran influencia en los mercados; cambios normativos inminentes; información de gran influencia en los mercados relativa a debates y negociaciones mantenidos en foros internacionales; y decisiones de administración interna adoptadas por el BCE.

(16) Cuyo apartado primero dispone: “Los miembros de los órganos rectores y el personal del BCE y de los bancos centrales nacionales, incluso después de cesar en sus funciones, no deberán revelar información que, por su naturaleza, esté amparada por el secreto profesional”.

ria del BCE o las operaciones financieras del SEBC⁽¹⁷⁾. Téngase en cuenta también que la gestión “ciega” del patrimonio, encomendada a terceros, es el régimen aplicable a los miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España (art. 28 LABE)⁽¹⁸⁾. Tampoco se encuentra ningún tipo de previsión que aluda a la conveniencia de efectuar declaración de actividades y patrimonio, en el momento de inicio y de cese del cargo de miembro del Consejo de Gobierno del BCE.

Finalmente, el Código dispone la prolongación de ciertas obligaciones más allá de la fecha de expiración de su mandato, concretamente durante el primer año siguiente a haber cesado en sus funciones (ap. 6). En particular, cita el deber de evitar “todo conflicto de intereses que pudieran originar sus nuevas actividades privadas o profesionales”, medida de cautela que se completa con la obligación de informar por escrito a los miembros del Consejo de Gobierno “cuando se propongan realizar dichas actividades”, así como la de pedir “su parecer antes de obligarse”. Como se puede observar, se limita a fijar deberes de información, pues carece de toda relevancia práctica la opinión que exprese al respecto el Consejo de Gobierno. Estas disposiciones, básicamente dirigidas contra el peligroso fenómeno de “*revolving door*” (puerta giratoria) —es decir, pasar a trabajar para el sector regulado— son excesivamente modestas. Recuérdese por ejemplo la previsión “sancionadora” contenida en el art. 213.2 TCE y referida a los miembros de la Comisión, en virtud de la cual éstos se comprometen solemnemente a respetar los deberes de honestidad y discreción, “en cuanto a la aceptación, una vez terminado su mandato, de determinadas funciones o beneficios”, ya que en caso de incumplimiento el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) podrá privarles del derecho a la pensión o de cualquier otro beneficio sustitutivo. Asimismo, puede compararse con la prohibición absoluta contenida en el art. 26 LABE, con arreglo a la cual el gobernador y el subgobernador del Banco de España no podrán ejercer actividad profesional alguna relacionada con las entidades de crédito o con los mercados de valores durante los dos años posteriores a su cese.

Para terminar este apartado, cabe mencionar la previsión de nombramiento, por parte del propio Consejo de Gobierno, de un asesor en cuestiones deon-

(17) *Vid.* el art. 1.2.14 del Reglamento del personal del BCE (DOCE C 236, de 22 de agosto de 2001), en el que se indica que dicho personal podría considerar la posibilidad de delegar la gestión de sus carteras de valores en terceros.

(18) En efecto, están obligados a encomendar contractualmente a una entidad financiera registrada en la CNMV la administración de cualesquiera valores o activos financieros negociables de que fueran titulares ellos o sus cónyuges no separados e hijos dependientes. La entidad efectuará la administración con sujeción exclusivamente a las directrices generales de rentabilidad y riesgo establecidas en el contrato, sin que pueda recabar ni recibir instrucciones de inversión de los interesados. Tampoco podrá revelarles la composición de sus inversiones, salvo que se trate de Instituciones de Inversión Colectiva o que, por causa justificada, medie autorización de la CNMV.

tológicas a fin de que oriente a sus miembros (ap. 7). De este modo se podrá canalizar a través de una instancia externa —que debería reunir ciertas garantías que posibiliten el ejercicio de sus funciones en condiciones óptimas (previsión que brilla por su ausencia)— la clarificación de dudas y la depuración de las reglas de conducta más adecuadas.

III. NATURALEZA DEL CÓDIGO DE CONDUCTA: UN EJEMPLO DE *SOFT LAW*

Además de los actos jurídicos vinculantes u obligatorios que tanto las instituciones comunitarias como el BCE están habilitados para dictar, existen otros instrumentos jurídicos de carácter no vinculante (típicamente, las recomendaciones) ⁽¹⁹⁾ cuya naturaleza en principio no obligatoria no obsta para que, de modo indirecto, puedan generar ciertos efectos jurídicos. Nos adentramos así en el campo de lo que viene denominándose *soft law*, o derecho suave, que se contrapone al *hard law*, o derecho imperativo (valga la redundancia). En una definición muy prudente de SNYDER, el *soft law* lo integrarían reglas de conducta que en principio carecen de fuerza obligatoria pero que tienen efectos prácticos ⁽²⁰⁾. Se puede ir incluso más allá, sosteniendo que en ocasiones las mismas están dotadas de ciertos efectos jurídicos, y así lo ha reconocido el mismo TJCE. Pues bien, el Código de conducta que nos ocupa resultaría un buen ejemplo de *soft law*, al constituir una suerte de instrumento que, aun apoyado más sobre la voluntad política que sobre normas imperativas, tiene una patente vocación de generar ciertos efectos jurídicos. Ello es especialmente cierto en la medida que constituye un mecanismo de autorregulación a través del cual los miembros del Consejo de Gobierno del BCE se autoimponen un conjunto de reglas de conducta, cuya vulneración podría conllevar cierto tipo de consecuencias jurídicas.

La jurisprudencia comunitaria ha reconocido que, siempre que se establezcan normas de conducta, las instituciones no pueden apartarse de ellas sin precisar los motivos, so pena de vulnerar el principio de igualdad de trato ⁽²¹⁾. En la

(19) Art. 249 TCE para las instituciones comunitarias y art. 110.2 TCE para el BCE.

(20) Vid. Francis SNYDER, "Soft Law and Institutional Practice in the European Community", *EUI Working Paper LAW*, núm. 93/5, European University Institute, Florencia, octubre 1993, p. 2.

(21) En este sentido, por ejemplo, la sentencia del TJCE de 10 de diciembre de 1987 (Del Plato y otros c. Comisión, as. ac. 181-184/1986, Rec. 4991, fj 10): "las 'modalidades de procedimiento', si bien no pueden calificarse de norma jurídica a cuya observancia está obligada en cualquier caso la Administración, establecen, sin embargo, una regla de conducta indicativa de la práctica que debe seguirse y de la cual la Administración no puede apartarse, en un determinado caso, sin dar razones que sean compatibles con el principio de igualdad de trato".

sentencia de 13 de noviembre de 1991 ⁽²²⁾, el TJCE insistió en su doctrina acerca de que el elemento relevante ⁽²³⁾ de cualquier disposición adoptada por las instituciones, con independencia de su naturaleza y de su forma, era su aspiración a producir efectos jurídicos ⁽²⁴⁾. En otro supuesto, que afectaba al “Código de conducta relativo al acceso del público a los documentos del Consejo y de la Comisión” adoptado conjuntamente por el Consejo y la Comisión, el TJCE ⁽²⁵⁾ consideró que el citado Código se limitaba a establecer los principios y los requisitos comunes en los que ambas instituciones comunitarias pretendían inspirarse para regular posteriormente y cada una por su cuenta el acceso a los documentos por parte del público, a la vez que encomendaba a ambas instituciones la tarea de elaborar tal regulación mediante disposiciones normativas propias, y concluyó que se trataba de un acuerdo de carácter esencialmente político, sin ninguna aspiración a producir efectos jurídicos ⁽²⁶⁾. Es decir, lo relevante era la ausencia de vocación del Código de conducta para producir efectos jurídicos (y por ello no podía ser objeto de recurso de anulación) ⁽²⁷⁾.

En este sentido, la pretensión del Código del conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE es claramente la de impedir ciertos comporta-

⁽²²⁾ Francia c. Comisión, as. C-303/90, Rec. I-5315.

⁽²³⁾ En dicho caso, a los efectos de la interposición de recurso de anulación contra la misma, doctrina que emana de la Sentencia de 31 de marzo de 1971 (Comisión c. Consejo, as. 22/70, Rec. 263).

⁽²⁴⁾ Por lo cual procedió a anular el Código de conducta sobre las modalidades de aplicación del artículo 23 del Reglamento 4253/1988 relativo a la coordinación de las diferentes intervenciones de carácter estructural, puesto que venía a imponer obligaciones específicas sobre el contenido de la información que los Estados estaban obligados a suministrar, con lo que se trataba de un acto adoptado por una autoridad incompetente.

⁽²⁵⁾ Sentencia del TJCE de 30 de abril de 1996 (as. C-58/94, Países Bajos c. Consejo, Rec. I-2169).

⁽²⁶⁾ En palabras del Tribunal: “En estas circunstancias, el Código de conducta se limita a prefigurar decisiones posteriores destinadas, a diferencia del Código, a producir efectos jurídicos. En efecto, al trazar las líneas generales sobre la base de las cuales ambas Instituciones adoptarán medidas relativas a la confidencialidad y a la comunicación de los expedientes que obren en su poder, el Código responde al interés del Consejo y de la Comisión en evitar discordancias importantes en sus prácticas posteriores en la materia” (Fj 26).

⁽²⁷⁾ Lo calificó como “un acto que constituye la expresión de una mera coordinación voluntaria y que, por consiguiente, no está en sí mismo destinado a producir efectos jurídicos” (Fj 27).

mientos ⁽²⁸⁾ y obligar a ciertas conductas ⁽²⁹⁾, y sus potenciales efectos jurídicos no pueden escapárseles, especialmente en lo que atañe a la determinación del estándar de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE y, como consecuencia, a la eventual separación de su cargo, como veremos.

El Código de conducta que nos ocupa, en cuanto ejemplo de *soft law*, puede desempeñar varias funciones. Siguiendo la clasificación de R. ALONSO GARCÍA acerca de las funciones que el *soft law* está llamado a cumplir, podemos concluir que en el presente caso actúa como alternativa, como complemento y como parámetro de interpretación, del *hard law* ⁽³⁰⁾. Como alternativa, porque se produce en aspectos donde, en virtud del principio de competencias de atribución que rige en el sistema comunitario, resulta dudosa o puramente inexistente la competencia para regular —mediante instrumentos jurídicos vinculantes— una determinada materia, tal y como sucede en algunas de las cuestiones que se abordan en el Código de conducta. Asimismo, en ciertos aspectos actúa como complemento del *hard law* y, de modo especial, podría servir como parámetro de interpretación, es decir, como herramienta de seguridad jurídica ⁽³¹⁾.

En este sentido, cabe subrayar que el contenido del Código de conducta puede ser de enorme utilidad, por ejemplo a los efectos del ejercicio de la acción de remoción prevista para los seis miembros del Comité Ejecutivo en el art. 11.4 ESEBC ⁽³²⁾, precepto que abre la puerta al cese individual por “falta grave” (sin que se especifique el contenido del incumplimiento). En efecto, el hecho de incurrir en determinados comportamientos, que los Estatutos califican como constitutivos de “falta grave”, habilita a la separación anticipada de los seis miembros del Comité Ejecutivo, lo que no deja de plantear algunas dudas, dada la total imprecisión en la tipificación de las conductas susceptibles de ser calificadas como tales. En realidad, la estructura de la disposición antes citada podría ser

(28) Por ejemplo, el ap. 6 (“En el primer año siguiente a haber cesado en sus funciones, los miembros del Consejo de Gobierno seguirán evitando todo conflicto de intereses...”).

(29) Por ejemplo, el ap. 3.4 (“En sus colaboraciones científicas o académicas, los miembros del Consejo de Gobierno aclararán que actúan a título personal...”) o el ap. 3.6 (“Los miembros del Consejo de Gobierno remitirán una vez al año [...] una lista de los mandatos externos...”).

(30) Vid. Ricardo ALONSO GARCÍA, “El *soft law* comunitario”, *Revista de Administración Pública*, núm. 154, enero-abril 2001 (pp. 63-94), pp. 74-80.

(31) A fin de proporcionar un marco de referencia presidido por la claridad y coherencia en la aplicación del *hard law* comunitario. ALONSO GARCÍA, “El *soft law* comunitario”, *op. cit.*, p. 79.

(32) “Si un miembro el Comité Ejecutivo dejara de reunir los requisitos exigidos para desempeñar sus funciones o si en su conducta se observara una falta grave, el Tribunal de Justicia podrá separarlo de su cargo a petición del Consejo de Gobierno o del Comité Ejecutivo”.

considerada como la de una norma en blanco, cuyo contenido concreto vendría proporcionado por otra norma, y es aquí donde el Código de conducta puede estar llamado a operar, imponiendo obligaciones o precisando algunas ya contempladas genéricamente en el Tratado o los Estatutos⁽³³⁾. En este sentido, el Código de conducta no sólo nos proporciona algo de luz sobre el estándar de conducta que se espera de los miembros del Consejo de Gobierno, sino incluso indicaciones detalladas sobre ciertos extremos, que deberían permitir una evaluación de determinadas conductas a los efectos de su calificación como “falta grave” (a título de ejemplo, la previsión contenida en el ap. 3.3 sobre la recepción de ventajas, recompensas, remuneraciones o regalos, en dinero o especie, cuyo valor exceda de una cantidad ínfima o de los límites acostumbrados).

Por último, es preciso recordar que la remoción de los miembros de los órganos rectores del BCE contemplada en el Tratado se circunscribe a los seis del Comité Ejecutivo y no alcanza a los gobernadores de los Bancos centrales nacionales, ni tan siquiera en su faceta de miembros del Consejo de Gobierno⁽³⁴⁾, cuestión que se remite a las respectivas regulaciones nacionales. Ahora bien, no puede ignorarse el valor del Código de conducta a los efectos del Derecho interno. En efecto, el conjunto de deberes del gobernador en su calidad de miembro del Consejo de Gobierno deberá ser evaluado no únicamente en función de las previsiones del Tratado y los Estatutos, sino también del Código de conducta. En tales casos, todo parece indicar que los Estados miembros deberían apreciar con arreglo —como mínimo— a los parámetros del citado Código lo que constituye un incumplimiento grave de sus obligaciones. En este sentido, la LABE establece como causa de cese de los miembros de los órganos rectores del Banco de España el “incumplimiento grave de sus obligaciones” [art. 25.4.d)], lo que en el caso del gobernador comprende, en principio, todas sus obligaciones, incluidas las que tiene como miembro del Consejo de Gobierno del BCE.

Para concluir con este comentario sobre el Código de conducta, la valoración global que merece es positiva, en la medida que supone una cierta clarificación de aspectos inciertos y oscuros del régimen de obligaciones de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Sin embargo, debe insistirse en que la existencia misma y el contenido del Código, como instrumento de autorregulación, ponen de manifiesto las limitaciones e insuficiencias de los Estatutos del SEBC y del BCE, que es precisamente donde deberían estar contempladas este tipo de cuestiones, sin abandonarlas al voluntarismo benevolente de los propios afectados mediante técnicas de *soft law*.

(33) Debe advertirse al respecto que no contienen ninguna habilitación expresa para regular o predeterminar las conductas constitutivas de falta grave.

(34) El segundo párrafo del art. 14.2 ESEBC establece que “Un Gobernador sólo podrá ser relevado de su mandato en caso de que deje de cumplir los requisitos exigidos para el cumplimiento de sus funciones o haya incurrido en falta grave”.

CONTROLES ADMINISTRATIVOS SOBRE UNA OPA Y POSIBILIDADES DE DEFENSA

SANTIAGO GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ

*Catedrático de Derecho Administrativo
Universidad de Alicante*

SUMARIO

PLANTEAMIENTO.

PRIMERA PARTE. POSIBILIDADES DE DEFENSA FRENTE A UNA OPA Y CNMV.

I. CAUCES ADMINISTRATIVOS DE DEFENSA.

- 1. Referencia a la tramitación de la OPA.**
- 2. La OPA hostil.**
- 3. El deber de abstención del órgano de administración de la sociedad “opada”.**
- 4. Los administradores y el “informe detallado” sobre la oferta pública de adquisición.**

A) Planteamiento.

B) La virtualidad práctica del informe.

- 5. Los administradores en torno a la fase de autorización de la oferta por la CNMV.**

II. POSIBILIDADES DEFENSIVAS EN VÍA JUDICIAL.

SEGUNDA PARTE. DEFENSA CONTRA UNA OPA EN LOS PROCEDIMIENTOS DE CONCENTRACIÓN DE EMPRESAS.

I. PLANTEAMIENTO.

II. EN ESPAÑA.

RDBB núm. 89 / Enero-Marzo 2003

III. OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN DE DIMENSIÓN COMUNITARIA.

1. **Planteamiento.**
2. **La práctica del sistema.**

CONCLUSIONES.

PLANTEAMIENTO

El objeto de las páginas que siguen es realizar una indagación acerca de las posibilidades de defensa, frente a una OPA, en los procedimientos administrativos, primero los tramitados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ⁽¹⁾, y segundo los tramitados por las instancias de defensa de la competencia (Servi-

(1) Sobre el mercado de valores y sobre OPAs: S. ABELLA AMIGO, "La OPA de modificación de estatutos en el Real Decreto 1197/1991", *RDBB* 57, Madrid, enero-marzo, 1995 pp. 55 a 72; del mismo, "La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores", *RDBB* 53 (enero-marzo 1994), p. 55; J.M. ÁLVAREZ ARIONA/A. CARRASCO/GÓMEZ ACEBO-POMBO, *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, Pamplona, 2001; J.F. DUQUE, "El derecho de las empresas vinculadas en la legislación española (especialmente en la Ley de reforma parcial y de adaptación a las Directivas comunitarias en materia de sociedades y en la Ley del Mercado de Valores", *RDBB* 35 (julio-sept. 1989), p. 465; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "Suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover una OPA", *Revista de Derecho de Sociedades*, 3, 1994, pp. 256 y ss.; J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996; J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, "El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las OPAs", *RDBB* 47, 1992, pp. 667 y ss.; A.J. HERMIDA/A. GUTIÉRREZ GARCÍA, "Las obligaciones hipotecarias emitidas por particulares. Su inscripción en los Registros Mercantiles y de la Propiedad y su ubicación en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores. Comentario a la RDGRN de 5 de noviembre de 1990", *RDBB* 42, (abril-junio 1991), 461; N. LÓPEZ SANTANA, "Comentario a la Sentencia de 11 de julio de 1998 (RJ 1998, 6601). Contrato de gestión de carteras de inversión", *CCJC*, 49/1999 (enero-marzo 1999), pp. 33-50; C. SALINAS ADELANTADO, "Las especialidades concursales recogidas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores: una primera aproximación", *RdP* 2 (1999), pp. 581-602; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Criterios de interpretación de los artículos 36 y 37 de la Ley de Mercado de Valores", *Poder Judicial* 29, (marzo 1993), pp. 76-96; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, "Resolución del Panel sobre la limitación de las facultades del Consejo de la sociedad afectada por una OPA al objeto de obstaculizarla", *RDBB* 43, 1991, p. 846; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, "La incapacidad financiera para llevar a cabo una OPA previamente anunciada", *RDBB* 45, 1992, p. 277; A.J. TAPIA HERMIDA, "Las enmiendas a la propuesta de directiva de opas limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas", *RDBB* 40, pp. 997 y ss.; J.L. DE URQUIJO/A. CRESPO, *El consejo de administración*, Bilbao, 1998, pp. 232 y ss.; E.M. VALPUÉSTA GASTAMINZA, "Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA", *RDBB* 56, 1994, pp. 870 y ss.

cio de Defensa de la Competencia, Tribunal de Defensa de la Competencia, Comisión Europea) por poder constituir dicha OPA una concentración de empresas sujeta a la LDC.

Quiere plantearse también la cuestión de la defensa procesal frente a una OPA ante los tribunales de justicia, primero impugnando ante la jurisdicción contencioso-administrativa la decisión de la CNMV de autorización de la OPA. Y segundo impugnando las decisiones en materia de concentración de empresas, bien a nivel nacional bien a nivel comunitario europeo.

El cauce para explorar todas estas preguntas es la legislación administrativa: Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores, Real Decreto 1197/1991, de Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, Ley de Defensa de la Competencia 16/1989, de 17 de julio y su reglamentación de desarrollo, así como la normativa comunitaria europea sobre concentración de empresas (Reglamento CEE 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre de 1989 y Reglamento CE 447/1998, de la Comisión, de 1 de marzo de 1998).

Es claro que este planteamiento se superpone a aquel otro, principal en esta materia, de la defensa frente a OPAs conforme a la legislación mercantil, societaria en particular, y de carácter esencialmente preventivo⁽²⁾.

(2) Junto a este planteamiento jurídico-administrativo se situarían las medidas anti-OPA, de carácter societario y fundamentalmente preventivo. Son muy numerosos los trabajos que informan acerca de este tipo de medidas. Junto a J.L. DE URQUIJO/A. CRESPO, *El consejo de administración*, Bilbao, 1998, p. 265, véase, igualmente, el fundamental trabajo de J.M. EMBID IRUJO, "Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA", *RDBB* 39, 1990, pp. 535 y ss.; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, "La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)", *RDBB* 42, 1991, pp. 271 y ss.; A.M. TOBIO RIVES, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, Madrid, 1995, p. 200; F. VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho mercantil*, 4.ª ed., Barcelona, 1991, p. 246; M. LLAVERO RODRÍGUEZ-PORREIRO, *El Consejo de Administración de la Sociedad Anónima*, Valencia, 1999.

Sobre la cuestión en el Derecho comparado y sobre OPAs en general: J.M. BLANCO FERNÁNDEZ/C.A. SCHWARZ, "Medidas de rechazo de una OPA hostil en el Derecho holandés", *RDBB* 33, 1989, pp. 125 y ss.; D. CARREAU/J.Y. MARTÍN, "Los mecanismos de defensa anti-OPA en Francia", *RDM* 199-200, pp. 105 y ss.; N. FERNÁNDEZ PÉREZ, "El nuevo Código de Conducta alemán sobre ofertas públicas de adquisición (Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote) a la luz de la propuesta de decimotercera directiva en materia de ofertas públicas de adquisición", *Revista de Derecho de sociedades*, 8, 1997, pp. 485 y ss.; y de la misma autora y sobre el mismo tema su trabajo en la misma revista n.º 8, 1997, pp. 419 y ss.; J.M. GARRIDO, "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona", *RDBB* 42, 1991, pp. 355 y ss.; P. MARÍN LARRINAGA, "El nuevo Código de Conducta para ofertas públicas de adquisición de valores procura una mayor transparencia en el mercado de capitales en Alemania", *RDBB* 63, 1996, pp. 707 y ss.; E. PIETRA, "La disciplina de la oferta pública de adquisición (OPA) en Suiza", *RDBB* 53, 1994, pp. 89 y ss.

Sobre nuestro planteamiento jurídico-administrativa interesa tanto observar las facultades de la CNMV que pueden llevar a paralizar una OPA, de oficio diríamos, como también observar, especialmente, qué cauces de participación se abren en favor de los particulares, para que éstos puedan influir en la toma de decisiones administrativas de la CNMV⁽³⁾.

PRIMERA PARTE. POSIBILIDADES DE DEFENSA FRENTE A UNA OPA Y CNMV

I. CAUCES ADMINISTRATIVOS DE DEFENSA

1. Referencia a la tramitación de la OPA

En esencia la OPA parte de una primera fase de presentación por el oferente (ocasionando un deber de abstención de la sociedad afectada por la OPA), una segunda fase de autorización de la oferta por la CNMV (con posible impugnación ante la jurisdicción contencioso-administrativa)⁽⁴⁾, seguida de la publi-

Otras noticias menores, sobre OPAs en el extranjero, son: *RDBB* 36, 1989, p. 880 (“Francia: modificaciones introducidas en el régimen de las ofertas de adquisición y cambio”); 37, 1990, p. 229 (“normativa francesa sobre OPAs”); 38, 1990, p. 444 (“Informe referido a 1989 del Panel de la Bolsa de Londres”); 38, 1990 (“Preocupación en Gran Bretaña por la Propuesta de Directiva de la CEE sobre OPAs”); 40, 1990, p. 1008 (“Responsabilidad de los auditores frente al autor de una OPA”); 42, p. 510 (“Sentencia británica sobre la conducta de los administradores de la sociedad objeto de una OPA”); 43, 1991, p. 844 (“Informe anual de The Takeover Panel”); 42, 1992, p. 888 (“Opas y poison pills. En torno a esta peculiar medida defensiva en los Estados Unidos”); 46, 1992, p. 604 (“Nuevo régimen en Italia sobre ofertas públicas de venta y adquisición de valores”); 47, 1992, p. 903 (“Reciente decisión de la jurisprudencia francesa sobre control judicial de las decisiones del Consejo de Bolsas, la noción de acción concertada y el deber de presentar una OPA por la totalidad del capital”); 51, 1993, p. 898 (“La regulación de las OPAs en el Proyecto de Ley de Bolsas de Suiza”); 68, 1997, p. 1417 (“La reforma del régimen legal de las OPAs en Francia”); 69, 1998 (“Nueva Ley irlandesa sobre el takeover panel”); 71, 1998, p. 916 (“Informe del Takeover Panel correspondiente al ejercicio 1997-1998”); 80, 2000, p. 306 (“Informe del Takeover Panel sobre el ejercicio 1999-2000”).

(3) Por otra parte, téngase en cuenta que, después de consultar como fuente de información noticias periodísticas sobre OPAs (via internet en www.el.pais.es/suplementos/negocios, así como www.baquia.com o también en expansiondirecto.com/ae/especial) las respuestas —al planteamiento que acaba de hacerse— se obtienen a través de la jurisprudencia y de las resoluciones del TDC.

(4) La presencia y facultades de la CNMV llevan a reconocer que el modelo, aunque tenga una base privada o mercantil, tiene asimismo un componente público (tal como subraya A. JIMÉNEZ-BLANCO, *Derecho público del Mercado de Valores*, Madrid, 1989; L. GONZÁLEZ-ECHENIQUE, “Potestades administrativas en los mercados de valores: últimas

cación de la oferta. A continuación se pronuncia el órgano de administración de la sociedad afectada y la fase final consiste en la posible aceptación de la oferta y la liquidación de las operaciones.

2. La OPA hostil

Cuando un accionista realiza una proposición de compra de la totalidad o de parte de las acciones de una empresa que cotiza, ofreciendo un precio superior al que tiene en la bolsa en ese momento (OPA), ésta tendrá carácter hostil si se realiza sin conocimiento o aceptación previa de sus órganos sociales⁽⁵⁾.

Una vez lanzada la OPA contra una determinada sociedad es posible que se presente por accionistas, grupos de accionistas o alguna sociedad del mismo grupo de la destinataria, otra OPA a la que se califica como “competidora o

novedades”, en VV.AA. (Cuadernos de Derecho judicial, *Derecho administrativo económico*, Madrid, 2000). Bajo esta perspectiva habría que valorar o completar las siguientes afirmaciones de la doctrina mercantilista: “siendo la OPA un método para alcanzar la celebración de contratos mercantiles de compraventa o canje, el instrumento que hace posible ese resultado participa de la misma naturaleza mercantil del negocio al que sirve...”. Tan solo habría que destacar ciertos “recortes a la autonomía de voluntad de las partes”. “La regulación de un mecanismo privado no lo transforma en institución de Derecho público”. “La institucionalización de las OPAs tampoco alcanza a nadie que haga una OPA si no quiere hacerla”. Todos los intereses en juego son “intereses privados”. “Las OPAs no son en ningún caso un “instrumento al servicio del interés público”. “Nada de esa regulación institucional autoriza a entender que el procedimiento que rige tales ofertas cobra el significado primariamente administrativo que da sentido a la articulación de los concursos o subastas”, pues la “dimensión pública del procedimiento de OPA es sólo de carácter reflejo”. “Así, pues, sólo en la medida en que la CNMV es entidad de Derecho público, y viene sometida supletoriamente a la Ley de Procedimiento Administrativo (artículo 14 LMV), se produce el efecto reflejo de dotar de dimensión pública al procedimiento de OPA, que es en sí mismo un procedimiento completo, e incluso básicamente autosuficiente. Y no se olvide nunca que dicho procedimiento está dispuesto además para que los particulares decidan libremente en referéndum a quién quieren atribuir en el control de una compañía y nunca para que la Administración adjudique dicho control, sustituyendo la decisión privada de los accionistas” (A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs, estando en curso otra oferta pública”, *RDBB* 48, 1992, pp. 935 y ss.). En este sentido, téngase también en cuenta que una OPA puede tener repercusión jurídico-civil (y que al arrendador puede corresponderle alguna compensación como consecuencia del traspaso del local de negocio como consecuencia de la OPA: STS de 8 de octubre de 1993, Ar. 7319) o laboral (ya que puede discutirse si la OPA puede producir una extinción de la relación laboral: STS de 18 de octubre de 1994, Ar. 3766).

(5) No obstante, en la práctica, según pone de manifiesto J. FERNÁNDEZ-ARMESTO (“Las OPAs y el mercado de control empresarial”, *RDM* 227, p. 37 y ss.) lo más frecuente es que las OPAs, en España, cuenten con la aceptación previa de los administradores: “en 1997 sólo un 22% de las sociedades eran ‘opables’ en contra de la voluntad del grupo de control”. De este modo, no siempre existirán altos porcentajes de capital desvinculado, es decir capital que no está en manos de los accionistas significativos que al mismo tiempo ostentan los órganos de control de la sociedad.

concurrente”. De ahí que se afirme que, algunas veces, una OPA hostil genera el lanzamiento de una contra-OPA por parte de la sociedad o de un *caballero blanco* ⁽⁶⁾.

Del lado del oferente la OPA podrá venir motivada por el interés de la sociedad oferente en su propia expansión natural. Del lado de la sociedad afectada, la OPA *podrá* ser una consecuencia de una gestión inoperante por parte de su consejo de administración.

A los accionistas les motivará la obtención de la mayor rentabilidad de sus acciones. En este sentido, hace posible la OPA el hecho de que el precio al que se cotizan las acciones es relativamente bajo existiendo un margen de beneficio para los accionistas. Los accionistas pueden optar o bien por la venta de sus valores a un precio superior al de mercado o bien por permanecer en la sociedad para beneficiarse del cambio de gestión que la OPA conlleva. Si ésta se produce como consecuencia de una OPA el ordenamiento salvaguarda este interés jurídico de la venta de sus acciones.

La OPA será entonces “hostil” para los administradores, no para los accionistas.

Si los gestores rechazan la OPA tendrán que conseguir el apoyo de la mayoría del capital. De lo contrario, perderán el control de la sociedad. De ahí que el inversor que lanza una OPA suele aprovechar épocas en las que las cotizaciones están bajas para así abaratar al máximo el coste de la operación.

Por su parte, los administradores podrán argumentar, contra la OPA, que el oferente ofrece un precio insuficiente. O también la ventaja del mantenimiento de una gestión estable, frente a los fines posiblemente especulativos del oferente ⁽⁷⁾.

⁽⁶⁾ J. ABELLA SANTAMARÍA, “¿OPAs sucesivas o competidoras?”, *RDBB* 49, 1993, p. 87; J.M. EMBID IRUJO, “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA”, *RDBB* 39, p. 544; J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, “¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente”, *La Ley* 1992-4, p. 1178; del mismo, “De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA”, *La Ley*, 1994-1, p. 944; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Sobre la caracterización y régimen de las llamadas OPAs simultáneas”, *La Ley* 1990-2, p. 1111 (en debate con el autor anteriormente mencionado); C. LASARTE ÁLVAREZ, “OPAs presentes, OPAs competidoras y movimientos de capital”, *La Ley*, 1993-3, p. 831.

⁽⁷⁾ A.M. TOBIO RIVES, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, Madrid, 1995, p. 200.

3. El deber de abstención del órgano de administración de la sociedad “opada”

Es difícil plantear siquiera el tema de la defensa de los administradores frente a una OPA: en el procedimiento administrativo en materia de OPAs (regulado en el RD 1197/1991) no se reconoce ni un trámite de audiencia ni una notificación de informaciones en favor de los interesados antes de la resolución de la CNMV. La LRJAP-PAC 30/1992, de 26 de noviembre, tendría un mero carácter “informativo”⁽⁸⁾.

Por otra parte, este procedimiento administrativo estaría inspirado en el principio general de abstención de los administradores (artículo 14 del RD).

El propósito de este precepto es claro en la línea de procurar que los accionistas tomen libremente una decisión sobre la OPA, es decir sin estar mediatizados por el órgano de administración y sus intereses personales.

No obstante, es preciso referirse seguidamente al cauce de participación de los administradores, previsto en el artículo 20.

4. Los administradores y el “informe detallado” sobre la oferta pública de adquisición

A) Planteamiento

El tema de la defensa del órgano de administración de la sociedad afectada contra una OPA se reconduce al artículo 20 del Real Decreto 1197/1991, según el cual el órgano de administración de la Sociedad afectada *deberá* redactar un informe detallado sobre la oferta pública de adquisición, *que deberá* contener

(8) La inexistencia de un trámite de audiencia a personas o entidades distintas del promotor de la oferta ha llegado a considerarse “irreprochable” (M. FUERTES LÓPEZ, *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, 1994, p. 118). A su juicio, el rápido procedimiento para la admisión o no de una oferta pública se dirigiría a buscar, entre otros fines, la igualdad de los inversores ofreciendo una información suficiente a través de la publicación y difusión de un completo folleto. La puesta de manifiesto de informaciones durante la tramitación del procedimiento, antes de la autorización, iría en contra del principio de igualdad, favoreciendo una información privilegiada a las personas que comparecieran en el expediente. Además dicho trámite chocaría con el deber de sigilo, impuesto con carácter general en el artículo 90 de la LMV. Habría además que tener en cuenta que la CE, al imponer la reserva de Ley para regular el procedimiento administrativo, establece que en el mismo se garantizará “cuando proceda” la audiencia a los interesados. Esto conlleva que tampoco la sociedad afectada por la oferta tenga más que una “cierta participación” en dicho procedimiento, a través del informe que debe presentar sobre la operación (artículo 20 del Real Decreto 1197/1991).

sus observaciones a favor o en contra, manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la Sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla.

Se trata de la redacción de un “informe” a efectos de que los accionistas puedan valorar la OPA, ya que los accionistas han de tener información suficiente para poder tomar una decisión sobre la OPA ⁽⁹⁾.

El principio rector es, pues, el de fidelidad de los administradores respecto de los accionistas ⁽¹⁰⁾. Y, siendo éste el interés jurídico protegido, se entiende que pueda derivarse responsabilidad de los administradores en caso de incumplimiento de la obligación de redactar este informe ⁽¹¹⁾ y se entiende también que a la CNMV le corresponda garantizar dicho interés jurídico.

⁽⁹⁾ L. DE CARLOS BERTRÁN/C. DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA”, *RDBB* 46, 1992, pp. 526 y ss.; F. LÓPEZ ANTÓN, “Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios”, *RDM* 175-176, 1985, pp. 203 y ss.; igualmente, J. ZURITA, “Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios”, *RDBB* 4, 1981, pp. 753 y ss.

⁽¹⁰⁾ J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “OPAs competidoras y responsabilidad de los administradores de la sociedad afectada a la hora de recomendar su aceptación”, *RDBB* 43, pp. 890 y ss.; del mismo autor, “Sentencia británica sobre la conducta de los administradores de la sociedad objeto de una OPA”, *RDBB* 42, pp. 510 y ss.; del mismo autor, “OPAs y responsabilidad ante el oferente de los administradores que realizaron afirmaciones incorrectas como medida defensiva”, *RDBB* 40, pp. 973 y ss. Véanse también los informes Hampel sobre la Comisión de Gobierno de las Sociedades y el informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos administrativos de las sociedades, respectivamente en *BOICAC* 35 y 33.

⁽¹¹⁾ Pueden verse los artículos 99 y 100 de la LMV. Sobre el tema, A. ESCUDERO PUENTE, “Sanciones por incumplimiento del deber de notificar las operaciones de concentración en el derecho español tras el Real Decreto-Ley 2/2001 de 2 de febrero”, *GJ* 212, 2001, pp. 69 y ss.

Existe una copiosa jurisprudencia de la AN, en materia de sanciones, relacionada con el mercado de valores (sentencias de la AN de 1 de marzo de 1999, recurso 0439/1996; de 14 de marzo de 2000, recurso 0072/1997; de 18 de marzo de 1999, recurso 0567/1996; 17 de mayo de 1999, recurso 0728/1996; de 12 de marzo de 1998, recurso 0914/1994; de 30 de abril de 1998, recurso 0991/1995; de 4 de diciembre de 2000, recurso 0488/1998; SSTS de 13 de marzo de 1996, Ar. 2770, y de 23 de octubre de 1995, Ar. 7904).

En materia sancionadora orienta, en general, la sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de marzo de 1998 (sección 6.ª; recurso n.º 548/1994) según la cual es infracción muy grave el hecho de que “el responsable, hoy actor, disponiendo de información privilegiada (por razón de su trabajo tenía informaciones relativas a la intención de Dragados de adquirir una participación significativa de otra empresa), realizó operaciones de compraventa de acciones de dicha

Toda esta regulación (que tiende a hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los de los administradores, absteniéndose éstos de realizar operaciones que puedan perturbar u obstaculizar el normal desarrollo de la OPA) es, por otra parte, conforme con la propuesta modificada de decimotercera directiva del Consejo en materia de sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición⁽¹²⁾.

B) La virtualidad práctica del informe

Ilustra primeramente cierta jurisprudencia del Reino Unido donde se plantea el tema del alcance que puede llegar a tener el informe de los administradores. El supuesto (sentencia dictada en el caso Morgan Crucible Co. Ltd. contra

mercantil en fecha inmediatamente anterior a la formulación de una OPA y a un precio muy inferior a aquel que posteriormente fue abonado al liquidarse la oferta aceptada por el actor en nombre de Luvic”.

Seleccionaría también la sentencia de la AN de 5 de diciembre de 2000, recurso 0283/1997, donde se estima parcialmente el recurso contra una sanción de la CNMV impuesta en virtud del artículo 60 [y el 99.r) de la LNMV] según el cual “quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores (...) no podrá hacerlo sin promover una OPA”.

(12) Propuesta modificada de decimotercera directiva del Consejo en materia de sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, de 14 de septiembre de 1990 [DOCE C 247/7, de 26 de septiembre de 1990; artículo 6 bis.c)]. En esta misma línea se sitúa el importante *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeovers bids*, Bruselas, 10-1-2002, parte “response to a takeover bid”.

Téngase en cuenta que, recientemente, el Parlamento Europeo rechazó la directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Empresas. La Comisión Europea llevaba 12 años elaborando la directiva para establecer unos mínimos comunes entre los países miembros, a efectos de que fuera posible adquirir el control de empresas que cotizan en los mercados de valores con un único código. Esta decisión del Parlamento puede valorarse como retroceso en el propósito de homogeneizar las condiciones para el lanzamiento de OPAs hostiles. *Según el texto no aprobado, toda decisión de los ejecutivos de una empresa para hacer frente a una OPA hostil debía contar antes con el beneplácito de la junta de accionistas*. En consecuencia, para que el proceso de toma de decisiones se vuelva a poner en marcha es necesario que la Comisión europea presente una nueva propuesta al Consejo de Ministros y al Parlamento Europeo.

Sobre estas últimas noticias pueden verse informaciones en www.elpais.es/suplementos/negocios. Asimismo, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeovers bids*, Bruselas, 10-1-2002.

Sobre el proceso histórico y distintas *propuestas* G. ESTEBAN VELASCO, “Eliminación de obstáculos a las OPAs: propuestas de modificación de la Segunda Directiva y de la Propuesta Modificada de Quinta Directiva de Derecho de Sociedades”, *RDBB* 40, 1990, p. 947; A.J. TAPIA HERMIDA, “Las enmiendas a la propuesta de Directiva de OPAs limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas”, *RDBB* 40, 1990, p. 998; F. SÁNCHEZ CALERO, “Propuesta de directiva sobre OPAs”, *RDBB* 34, 1989, p. 423; J. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, “Propuesta de decimotercera directiva del Parlamento y del Consejo en materia de sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición”, *RDBB* 63, 1996, pp. 695 y ss.

Hill Samuel & Co. Ltd. ⁽¹³⁾ se refiere a la responsabilidad —ante el oferente— de unos administradores que realizan ciertas afirmaciones incorrectas como medida defensiva frente a una OPA hostil. Concretamente los administradores, ante una OPA presentada, difunden informaciones entre los accionistas (es decir, por lo que aquí interesa, el informe del artículo 20 del RD) en las que les advierten del bajo precio del oferente. Como reacción a estas circulares el oferente sube considerablemente su oferta, terminando entonces ésta con éxito. En este momento se origina el litigio, cuando el oferente comprueba que el valor real de la sociedad era muy inferior al que ha abonado a los accionistas y en consecuencia decide plantear una acción contra los administradores alegando que han difundido información falsa. El tribunal desestima la acción presentada reconociendo que, al redactar dichas circulares, los administradores están en la obligación de ser representantes legales y gestores diligentes de los intereses de los accionistas de su compañía.

Puede decirse que el artículo 20 del RD 1197/1991 abre un cierto margen de defensa en favor de los administradores contra una OPA. Hasta el punto es así que no han faltado quienes afirman la necesidad de que la CNMV vigile contra una posible perniciosa influencia de los administradores sobre los accionistas: “la CNMV habrá de prestar especial atención para que este informe no pervierta su función, convirtiéndose en fuente de intoxicaciones informativas para los destinatarios de las OPAs” ⁽¹⁴⁾.

Ahora bien, los administradores, mediante el informe, realizan la legítima función de informar de la OPA a los accionistas, pudiendo ejercer un margen de influencia sobre éstos.

La eficacia del informe de los administradores puede ser mayor si previamente han consultado la opinión de los distintos accionistas mayoritarios a efectos de redactar el informe ⁽¹⁵⁾.

5. Los administradores en torno a la fase de autorización de la oferta por la CNMV

Cabría argumentar que, en ausencia de una fase procedimental prevista expresamente para que, antes de la autorización (prevista en el artículo 17 del

⁽¹³⁾ Fuente: J. SÁNCHEZ-CALERO, en *RDBB* 42 (1992), p. 510.

⁽¹⁴⁾ A.J. TAPIA HERMIDA, “El nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, *RDBB* 43, 1991, p. 841.

⁽¹⁵⁾ R. PALÁ LAGUNA, “Las operaciones de *portage* de información con ocasión de una oferta pública de valores (a propósito de la sentencia de la Cour d’appel de París de 6 de abril de 1994)”, *RDBB* 58, 1995, pp. 561 y ss.

RD 1197/1991), los administradores expresen su opinión, sólo queda abierta la “posibilidad” de que aquéllos —vía informal— pongan de manifiesto a la CNMV la irregularidad de la OPA.

Es decir, la existencia misma de un procedimiento administrativo en materia de OPAs y el reconocimiento en favor de la CNMV de facultades de control propiciarían en cierto modo la posibilidad de la defensa de los administradores ⁽¹⁶⁾.

II. POSIBILIDADES DEFENSIVAS EN VÍA JUDICIAL

La cuestión es la siguiente: ¿puede defenderse judicialmente el órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA?

Podemos partir de que una acción judicial puede en principio perseguir una de estas dos finalidades:

Primero, al recurrente pueden mover legítimas razones de invocar auxilio ante los tribunales frente a violaciones de la legislación que perjudican a la sociedad afectada por la OPA.

Segundo, aquél puede simplemente buscar interesadamente, de forma táctica o estratégica, dificultar en un terreno práctico el desarrollo normal de una OPA, como medida de talante defensivo.

Pues bien, el artículo 14 del RD 1197/1991 (“deber de pasividad de los administradores”, en la línea de la legislación británica ⁽¹⁷⁾), lógicamente no es el único precepto que entra en discusión. Entre otros posibles, viene pronto a escena el propio artículo 24 de la Constitución, así como la Ley de la jurisdic-

⁽¹⁶⁾ En efecto, llega a decirse —de forma crítica contra el actual sistema— que la previsión de un procedimiento administrativo de OPAs hace posible la defensa de los administradores, tanto ante la CNMV como desarrollando aquéllos “barreras estatutarias que instrumenten a su favor los controles administrativos”, o, cuando menos, retrasando la oferta (B. ARRUÑADA, “Crítica a la regulación de OPAs”, *RDM* 203-204, 1992, pp. 29 y ss.).

⁽¹⁷⁾ General Principle 7 del City Code on Take-overs and Mergers. En cambio, en Norteamérica, entre los mecanismos de defensa contra una OPA se plantea la posibilidad de presentar acciones judiciales: “en el mercado norteamericano los recursos y las acciones contra las OPAs constituyen seguramente la medida de defensa más frecuente y generalizada”. “Suele considerarse que es ésta una respuesta prácticamente refleja o automática, y a la que debe acudir en primer lugar mientras se edifican defensas más articuladas y consistentes” (J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, “Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva”, *RDM* 201, pp. 427 a 431).

ción contencioso-administrativa de 13 de julio de 1998 (su artículo 19 y el concepto abierto de legitimación).

Dicho artículo 24 apoya en principio un recurso interpuesto por quien sufra un perjuicio en sus derechos o intereses legítimos invocando una violación de la legislación de OPAs.

Es planteable el caso de una autorización de la CNMV que pueda ser contraria al ordenamiento jurídico, por omitir por ejemplo la consideración de vicios importantes en la documentación presentada por el oferente. La existencia, en nuestro ordenamiento, de un sistema público de control (llevado a cabo por la CNMV) en materia de OPAs informaría de la necesidad de un control judicial, siguiendo la lógica general de Derecho administrativo, pues es evidente que la CNMV, como toda Administración, puede errar en su apreciación o resultado ⁽¹⁸⁾.

Por contrapartida, la posible existencia de ilegalidad no afirma, por sí sola, la admisión de un recurso. Hace falta además un interés legítimo o legitimación. Podría argumentarse que, en ausencia de legitimación suficiente, la solución del problema remitiría a los mecanismos ordinarios de control interadministrativo.

Considerando, no obstante, la flexibilidad con la que nuestra jurisdicción contencioso-administrativa identifica un perjuicio o interés ⁽¹⁹⁾ no debe cerrarse de forma absoluta y apriorística la discusión sobre un posible recurso de los administradores ⁽²⁰⁾.

(18) Llega a argumentarse que “la discrecionalidad administrativa de la CNMV encierra un riesgo; no es práctico confiar en que esos poderes discrecionales sean usados en pro del bien común. Sin poner en duda la buena voluntad de los servidores públicos, conviene que las leyes estén hechas a prueba de la malas voluntades...” (B. ARRUÑADA, “Crítica a la regulación de OPAs”, *RDM* 203-204, 1992, p. 61).

(19) En este sentido en la STS de 9 de junio de 2000, RJ 2001/450, se admite el recurso de unos sujetos que eran administradores de una sociedad. Más adelante se comentará esta sentencia con mayor profundidad.

(20) En este sentido, no está tan claro que el interés de los accionistas sea el único interés jurídico digno de protección: “el principio de intereses ajenos no significa que los miembros de la dirección se vean absolutamente privados de sus intereses particulares. Ello resulta indispensable económica y jurídicamente”. Junto al deber de los administradores de proteger “intereses ajenos” existiría, a juicio de K.J. HOPT, la existencia de intereses legítimos de los administradores. El deber de neutralidad de la dirección impide adoptar a ésta medidas de defensa, ahora bien, salvo cuando la OPA sea ilegal o cuando peligre la entidad, es decir su existencia y prosperidad (K.J. HOPT, “Derechos y obligaciones de la dirección en relación con la composición del accionariado”, *RDM* 209, 1993, pp. 863 y ss. Véase también del mismo autor “Präventivmassnahmen zur Abwehr von Übernahme und Beteiligungsversuchen”, *WM-Festgabe für Heinsius*, Sonderheft 25-9-1991, p. 22).

Junto a este problema de la legitimación se sitúa otra dificultad añadida: la ausencia de una fase de audiencia, y ni siquiera de información, en el procedimiento de OPAs, hace difícil pensar en un recurso *fundado* contra la OPA. No obstante, no parece éste un obstáculo, nuevamente, insuperable, a efectos de que los administradores puedan plantear un recurso ⁽²¹⁾.

Finalmente, quedan por explorar las posibilidades defensivas, de los administradores o la sociedad misma, en los procedimientos administrativos de concentraciones de empresas.

SEGUNDA PARTE. DEFENSA CONTRA UNA OPA EN LOS PROCEDIMIENTOS DE CONCENTRACIÓN DE EMPRESAS

I. PLANTEAMIENTO

Seguidamente quiere indagarse en qué medida una OPA (en especial una OPA hostil) puede ser dejada sin efecto como consecuencia de la aplicación del Derecho de la competencia ⁽²²⁾. Básicamente, la cuestión remite a la regulación de las concentraciones de empresas. Una OPA podrá reunir los requisitos pre-

(21) Puede argumentarse que los administradores pueden fundamentarse en las propias informaciones que el oferente les haya comunicado (téngase en cuenta que, en la práctica, el oferente podrá haber negociado con el accionista o accionista de control antes de la presentación de la oferta; es lo más habitual según J.L. DE URQUIJO/A. CRESPO, *El consejo de administración*, Bilbao, 1998, pp. 248 y ss.) o, dado el caso, en la propia decisión de la CNMV. No obstante, como es lógico, la decisión que aprueba la oferta no es motivada, a diferencia de la denegación de la oferta (artículo 17 del RD 1197/1991).

(22) Sobre la Ley de Defensa de la Competencia O. ARMENGOL I GASULL, “La prejudicialidad penal en la Ley de Defensa de la Competencia”, *GJCE* 206 (marzo-abril 2000), pp. 101-108; L. BERENGUER FUSTER, “La reforma de la Ley de Defensa de la Competencia”, *GJCE* 135 (julio-agosto 1998), pp. 5-14; del mismo autor “Reflexiones sobre la tipificación de las conductas prohibidas en la ley de defensa de la competencia”, *GJCE* 29/Serie D (sept. 1998), pp. 143-206; B. CASTELLS BORRAS, “La nueva Ley española de Defensa de la Competencia y el control de las ayudas estatales”, *Gen. Dcho.* 558 (marzo 1991), p. 1437; J. COSTAS COMESAÑA, “Acuerdos de reducción de capacidad de producción de menor importancia [Comentario a la Resolución del TDC en el caso Cajas Rurales Jalón y Zaragoza desde la Ley 52/1999, de reforma de la Ley de Defensa de la Competencia”, *GJCE* 207/2000 (mayo-junio 2000), pp. 78-88; “El Derecho comunitario ante el servicio público y la competencia”, *Gaceta Jurídica de la Comunidad Europea y de la Competencia* 124, junio 1997; S. GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, “El ejemplo de las medidas cautelares positivas ordenadas por el Tribunal español de Defensa de la Competencia”, *Derecho de los Negocios* 67, mayo 1996; S. GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, *Los mercados de interés general: de telecomunicaciones y postales, energéticos y de transportes*, Editorial Comares, Granada, septiembre 2001,

vistos en la legislación de mercados de valores; pero tendrá que pasar, junto al filtro de la CNMV, otro, igualmente administrativo, ante el Servicio de Defensa de la Competencia o el Tribunal homónimo, sin perjuicio de la intervención del Gobierno, así como, dado el caso, de la Comisión Europea, si la operación tiene alcance europeo.

Habrà de observarse en especial si se prevé algún cauce que pueda servir para influir en la no realización de la OPA pretendida ⁽²³⁾.

pp. 330 y ss.; S. GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, "Servicios públicos y el Derecho comunitario de la competencia, especialmente la limitación de los estados miembros de crear Servicios públicos", *Boletín del Ministerio de Justicia* 1777, 1 de julio de 1996; del mismo autor, *La aplicación del Derecho de la Competencia a los Colegios profesionales*, Colección Jurisprudencia Práctica de la Editorial Tecnos, Madrid, 1997; del mismo autor "Jurisdicción contencioso-administrativa y Tribunal de Defensa de la Competencia", *Boletín Económico ICE* 2067, febrero 1999; del mismo autor, "El problema de delimitación entre la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones y el Tribunal de Defensa de la Competencia", *Aranzadi administrativo*, 25, 2001, pp. 1 y ss.; del mismo autor "La aplicación del Derecho de la Competencia a los poderes públicos. Últimas tendencias", *Revista de Derecho mercantil* 239, 2001; A. GUTIÉRREZ, "La reforma de la Ley de Defensa de la Competencia: Principales novedades", *Gen. Dcho.* 670/2000-671/2000 (julio-agosto 2000), pp. 9575-9588; S. MARTÍNEZ LAGE, "La sentencia del Tribunal Constitucional de 11 de noviembre de 1999, inconstitucionalidad de seis artículos de la LDC", *GJCE* 205/2000 (enero-febrero 2000), pp. 3-9; I. MARTÍNEZ DE PISÓN, "Urbanismo comercial: el régimen de apertura de grandes establecimientos comerciales en la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista", *RAP* 145, (enero-abril 1998), pp. 363-398; J.L. DE URQUIJO/A. CRESPO, *El consejo de administración*, Bilbao, 1998, p. 267.

⁽²³⁾ Algunos trabajos que interrelacionan OPAs y concentración de empresas son los de L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "Oferta pública de adquisición de acciones y fusión de sociedades", *Revista de Derecho de sociedades* 3, 1994; y J.L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, "Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo", *RDBB* 41, 1991, pp. 147 y ss.; del mismo autor "Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas públicas de adquisición de acciones", *RDBB* 48, 1992, pp. 985 y ss.

En el plano judicial la impugnación de las concentraciones de empresas piensa en aquellas situaciones en las cuales al sujeto se le deniega la concentración que le interesa (sentencia de la AN de 24 de mayo de 2000, recurso 1553/1998).

Sobre las concentraciones de empresas en el Derecho español R. ALONSO SOTO, "El control de las concentraciones de empresas en la nueva Ley española de Defensa de la Competencia", *Gaceta Jurídica de la CEE*, b-57, 85, pp. 3 y ss.; F. CANTOS BAQUEDANO/N. TRUJILLO RODRÍGUEZ, "Los compromisos y condiciones en procedimientos de control de concentraciones: una perspectiva europea y española", *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y Derecho de la competencia* 207, 2000, pp. 19 y ss.; A. ESCUDERO PUENTE, "Sanciones por incumplimiento del deber de notificar las operaciones de concentración en Derecho español tras el Real Decreto-Ley 2/2001 de 2 de febrero", *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y Derecho de la competencia* 212, 2001 pp. 69 y ss.; M.A. PEÑA CASTELLOT, "Procedimiento de instrucción e incidencia en España del control de concentraciones", *Boletín ICE* 1990, 2224, pp. 1043 y ss.

En cuanto al procedimiento de concentración de empresas, primero, para que ésta caiga dentro del objeto de la Ley de Defensa de la Competencia 16/1989, de 17 de julio (LDC) aquélla ha de reunir ciertos requisitos (mencionados en el artículo 14 de la LDC).

Si la OPA tiene que seguir el procedimiento de concentración, la resolución administrativa en materia de concentración es un requisito para la eficacia de la propia OPA. Dice en este sentido el artículo 15 de la LDC que cuando la operación de concentración se materialice mediante la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores, una vez autorizada la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no se publicarán los anuncios relativos a la misma ni comenzará el plazo de aceptación *en tanto no recaiga la autorización expresa o presunta de la Administración* ⁽²⁴⁾.

Después de la intervención del Servicio el siguiente trámite importante es la remisión de expedientes al Tribunal de Defensa de la Competencia (artículo 15 bis de la LDC) ⁽²⁵⁾.

Seguidamente, el Tribunal de Defensa de la Competencia remitirá su dictamen al Ministro de Economía para que lo eleve al Gobierno, a efectos de que

Interesante es que, en los Estados Unidos, el “intento por lograr una paralización judicial de la OPA por su supuesta contrariedad con las normas de defensa de la competencia *es una medida frecuente por parte de las sociedades sometidas a procesos hostiles* de adquisición y determinadas a la defensa de su independencia”. Y aun así ni siquiera en este país se llega a una situación clara respecto de la legitimación de los administradores en este tipo de procesos: “el propio Tribunal Supremo norteamericano ha vinculado expresamente el derecho de los particulares a sostener acciones por violaciones de las normas en materia de competencia al requisito del *antitrust injury*” (J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, “Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva”, *RDM* 201, 1991, p. 451 y nota a pie de página 45).

⁽²⁴⁾ Este régimen jurídico se completa en el artículo 37.4 y 7 del RD 1197/1991 reformado por RD 1443/2001, de 21 de diciembre. En esencia, si el Gobierno no se opone a la concentración, la oferta surtirá plenos efectos; si el Gobierno declarase improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta; si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir.

⁽²⁵⁾ El Ministro de Economía, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia, remitirá al Tribunal de Defensa de la Competencia los expedientes de aquellos proyectos u operaciones de concentración notificados por los interesados que pueden obstaculizar el mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado, para que aquél, previa audiencia, en su caso, de los interesados dictamine al respecto. Como puede comprobarse, en estos casos de concentraciones de empresas, “el papel del TDC es realmente de segundo orden...” tal como apunta A. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, *Apuntes de Derecho mercantil*, Pamplona, 2000, p. 304.

éste en el plazo máximo de un mes decida acerca de la concentración (artículo 17 de la LDC) ⁽²⁶⁾.

II. EN ESPAÑA

Sería en principio planteable si la propia CNMV podría denegar una OPA, si observa que ésta vulnera las reglas de la competencia, ya que el artículo 17 del RD 1197/1991, a efectos de que la CNMV valore la autorización de la OPA, se remite a la “normativa aplicable”. Sin embargo, tal como la CNMV tiene configuradas sus potestades conforme a la legislación de mercado de valores, parece claro que en todo momento dicha legislación opta en favor de que dicha entidad contacte con las instancias de defensa de la competencia para que sean éstas las que tomen cartas en el asunto (artículo 37 del RD 1197/1991).

El *quid* está más bien en observar qué cauces de participación se abren en el seno de los procedimientos administrativos sobre concentración de empresas y, en su caso, en vía de recurso.

Relacionando el procedimiento administrativo de OPAs y el procedimiento administrativo de concentración de empresas importa asimismo partir de que, mientras en el primero el ordenamiento jurídico se encarga de hacer primar el interés de los accionistas (interés prevalente sobre el de los administradores, artículo 14 del Real Decreto 1197/1991), en el segundo el interés prevalente es un claro interés público presente en la operación de concentración de empresas. Todo el mecanismo regulador en materia de concentración de empresas se justifica y pone en aplicación considerando principalmente el interés público de la ordenación de mercado que debe tutelarse por las instancias de defensa de la competencia. La propia configuración del procedimiento, y la atribución y concreta definición de las potestades administrativas en favor de dichas instancias, se hace pensando en dicho interés público prevalente.

Quiérese decir con todo ello que, nuevamente, el interés de los administradores queda envuelto en un procedimiento que sirve preferentemente a otros fines e intereses, lo que va a dificultar su defensa. La toma de decisiones por parte de las autoridades administrativas se basará esencialmente en los criterios materiales de tipo económico que deben seguir aquéllas para adoptar la deci-

⁽²⁶⁾ Finalmente, puede tenerse en cuenta el Real Decreto 1443/2001, de 21 de diciembre, el cual (como su precedente el RD 1080/1992, de 11 de septiembre) concreta la documentación que ha de presentarse cuando la OPA va seguida de una concentración de empresas (artículo 5.3 y el Anexo donde se recoge un “formulario de notificación de concentraciones económicas” por referencia al artículo 15 de la Ley 16/1989).

sión (beneficio o perjuicio de la concentración para la economía y la competencia o para los sistemas de producción o comercialización, fomento del progreso técnico, etc.).

Desde el punto de vista de la participación de los distintos sujetos que intervienen en la OPA, ya en la fase inicial del procedimiento de concentración el sistema piensa en que sea el oferente quien introduzca el procedimiento de concentración mediante notificación, siendo ésta además obligatoria tras el RD 1443/2001 (artículo 37 del RD 1197/1991 modificado por dicho RD 1443/2001).

No obstante, la operación de concentración también podrá llegar a conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia a través de la CNMV (conforme al citado artículo 37).

Y asimismo el artículo 15 bis.4 de la LDC permite al mencionado Servicio que, en el caso de que un proyecto u operación de concentración entre empresas no hubiese sido notificado al Servicio, éste, de oficio, pueda requerir a las empresas para que efectúen la correspondiente notificación.

En este sentido, cabría argumentar que el órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA incitara a la CNMV para que ésta pusiera la oferta que debe someterse a operación de concentración en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia (aplicando el citado artículo 37). E incluso podría afirmarse la posibilidad de dirigirse directamente al Servicio en caso de que la CNMV no pusiera en conocimiento del Servicio la oferta debiendo hacerlo (aplicando dicho artículo 15 bis.4 de la LDC y la propia LDC cuando sujeta al procedimiento de concentración ciertos proyectos).

Pero el *quid* de la defensa contra una OPA en la fase de concentración se sitúa en torno a la configuración de los derechos de participación en favor de interesados o terceros *en el seno de los procedimientos* administrativos de concentración empresarial.

Interesante es, primero, que la Administración considerará, para tomar su decisión, ciertos datos recogidos en el “formulario de notificación de concentraciones económicas” (al que se refiere el Anexo del Real Decreto 1443/2001) figurando, entre dichos datos, una indicación acerca de si la OPA *cuenta o no con la aprobación del órgano de administración de la sociedad afectada* (§ 2.1.3).

Lógicamente, “algún efecto jurídico” habrá de tener el hecho de exigir constancia acerca de si la OPA *cuenta o no con la aprobación del órgano de administración de la sociedad afectada*.

En cuanto al tema de la defensa de los administradores en los procedimientos de concentración empresarial relacionados con una OPA es importante conocer la práctica seguida a nivel administrativo.

La práctica seguida por las instancias administrativas en los procedimientos de concentración de empresas parte de la distinción entre interesados por un lado y, por otro lado, otros sujetos con quienes se realizan reuniones informales o respecto de quienes se atienden o consideran las informaciones que puedan suministrar, tales como sindicatos de trabajadores o incluso accionistas o socios minoritarios. En esta última situación encaja el supuesto de los administradores, no siendo “interesados” por el mero hecho de ser convocados y oídos (artículo 15 del RD 1443/2001; el interés invocable por aquéllos, del riesgo de perder su puesto, no parece ser suficiente para afirmar la condición de interesado).

En consecuencia, en casos en los cuales los administradores de la empresa afectada por una OPA hostil cuenten con datos relevantes para demostrar la ilegalidad del proceso de concentración de empresas que se está llevando a cabo, las instancias administrativas de defensa de la competencia considerarán las informaciones que aquéllos puedan suministrarle.

El procedimiento refleja claramente el *desideratum* de que las instancias de defensa de la competencia requieran y consideren todas las informaciones o informes que tengan que ver con el caso que se está enjuiciando e insiste en la debida audiencia de todos los interesados.

Todas estas afirmaciones que acaban de hacerse quedan refrendadas a la luz del **ilustrativo e interesante caso de concentración de empresas C13/1993** (SER/Antena 3/Unión Radio), en el cual “comparecieron” algunos antiguos administradores de Antena 3 (Sr. Martín Ferrán) y varios periodistas de la cadena (Luis del Olmo, José M.^a García, Luis Herrero, Antonio Herrero), solicitando ser considerados interesados. El TDC les negó esta consideración, aunque mantuvo, con quienes comparecieron, audiencias separadas. Además el TDC dictaminó que la operación no era autorizable ya que otorgaría a las empresas notificantes un poder de dominio tal que podría obstaculizar gravemente el mantenimiento de la competencia efectiva en el mercado de la radio, salvo que las empresas accedieran al cumplimiento de determinadas condiciones.

Sin embargo, recurrieron aquéllos la decisión final del Consejo de Ministros aprobatoria (con condiciones) de la operación de concentración, de 20 de mayo de 1994. Y el Tribunal Supremo (en la **STS de 9 de junio de 2000**, RJ 2001/450) admite el recurso a pesar de que el TDC no los consideró interesados.

En este supuesto los demandantes alegaban su condición de periodistas y de agentes en el medio radiofónico, así como haber interpuesto denuncia por violación de ciertos artículos de la LDC contra las personas que intervinieron en el proceso de concentración. El TS se apoya, citando numerosos testimonios, en la tendencia de los años precedentes en los que dicho Tribunal ha dado muestras de flexibilización del concepto de derecho y de interés subjetivos. Y concluye: “este breve recordatorio de ideas sobre la evolución del título legitimador (...) conduce a rechazar que en los actores no concurra la legitimación procesal

exigible, pues su esfera personal se ve afectada, cuando menos de manera indirecta o refleja, a través de actuaciones que entienden limitativas de la libre competencia en el ámbito en que desenvuelven su ejercicio profesional, o vulneradoras de la efectividad de su derecho, el de la información, a cuya protección están singularmente llamados por razón, precisamente, de la profesión elegida”.

Este concepto amplio de interesado conecta además con el que recoge la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, Ley 30/1992, de 26 de noviembre ⁽²⁷⁾, no siendo sino este concepto de interesado el que rige en los propios procedimientos de concentración de empresas ⁽²⁸⁾.

Acabando con la práctica del sistema, pero a la luz ahora de los “dictámenes” del TDC, se desprende una actitud abierta o favorable a la participación de cualquier “interesado” en el procedimiento de concentración, por parte del TDC. En dichos dictámenes ⁽²⁹⁾ las alegaciones vertidas en los procedimientos de concentración empresarial provienen de sujetos que son claramente interesados, es decir terceras empresas o entidades a las que afecta la concentración de empresas y que temen que dicha concentración pueda llevar a una situación de oligopolio o de posición dominante que pueda dificultar su actividad económica.

Así pues, a modo de conclusión:

— Primero, es preciso retener que, aun cuando los sujetos no alcancen la condición de interesados, van a poder participar y por tanto influir en los procedimientos de concentración empresarial ligados a una OPA.

— Segundo, que incluso en aquellos casos en los que en vía administrativa no se reconozca al sujeto la condición de interesado, esta condición puede ser afirmada por los tribunales de justicia admitiendo el recurso contencioso-

⁽²⁷⁾ Por “interesado” se entiende no sólo quien promueva el procedimiento como titular de un derecho o interés legítimo individual o colectivo sino también quien, sin haber iniciado el procedimiento, tenga derechos que puedan resultar afectados por la decisión que en el mismo se adopte, así como aquellos cuyos intereses legítimos, individuales o colectivos, puedan resultar afectados por la resolución y se personen en el procedimiento en tanto no haya recaído resolución definitiva (artículo 31).

⁽²⁸⁾ Puede verse el FJ 6.º de la resolución del TDC de 15 de abril de 1999 (AC 2000\2815).

⁽²⁹⁾ Así ocurre en los dictámenes del TDC sobre expedientes de concentración de 25 de mayo de 2001, expediente C 63/2001 (Nutreco/Agrovic); de 22 de marzo de 2000, expediente C 48/1999 (Intermalta/Maltamanca); de 27 de abril de 2001, expediente C64/2001 (Pío Coronado/Cemetrol); de 20 de noviembre de 2000, expediente C57/2000 (Prosegur/Blindados); expediente C59/2000 (BBV/Telefónica) y expediente C61/2000 (Banco Herrero/Banco Sabadell).

administrativo contra la autorización de la operación de concentración ligada a la OPA.

Contamos, pues, con ciertos cauces que permiten una defensa contra una OPA tanto en vía administrativa como judicial.

III. OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN DE DIMENSIÓN COMUNITARIA

1. Planteamiento

Se trata seguidamente de observar los cauces de defensa contra una operación de concentración empresarial, ligada a una OPA, de dimensión comunitaria ⁽³⁰⁾.

⁽³⁰⁾ Sobre las concentraciones de ámbito europeo R. ALONSO SOTO, "La aplicación del artículo 85 del Tratado CEE a las concentraciones de empresas (comentario a la sentencia Philip Morris de 17 de noviembre de 1987)", *Revista de las Instituciones Europeas* 15 de marzo de 1988, pp. 769 y ss.; M.J. AROZAMENA, *Las concentraciones de empresas en la Comunidad Europea*, Madrid, 1993; A.M. ÁVILA/B. PÉREZ CRESPO, "El control de las concentraciones económicas en la Ley española de Defensa de la Competencia", *Economía industrial*, noviembre-diciembre 1989; M.P. BELLO MARTÍN-CRESPO, *Concentración de empresas de dimensión comunitaria*, Pamplona, 1997; del mismo, "La reforma del Reglamento Comunitario sobre el control de operaciones de concentración", *Gaceta Jurídica de la CEE*, D-29, 1998, pp. 209 y ss.; J. BRIONES, *El control de concentraciones en la Unión Europea*, Madrid, 1999; B. CASTELL BORRAS, "El control de las operaciones de concentración, una prioridad en el mercado único de 1993", *Noticias CEE* 91, 1992, pp. 69 y ss.; I. MARTÍNEZ DEL PERAL CAGICAL, "La definición del mercado y la valoración de la posición dominante en el sistema comunitario de control de concentraciones de empresas", *Gaceta jurídica de la CEE* (serie D), 20, 1993, pp. 47 y ss.; M. MEROLA, "El nuevo control comunitario de las concentraciones de empresas: el Reglamento número 1310/1997 que modifica el Reglamento 4064/1989", *Derecho de los Negocios*, marzo 1998, pp. 1 y ss.; L.M. MIRANA SERRANO, "La doctrina de la *failing company* y el Derecho europeo de concentraciones (las concentraciones de recuperación o saneamiento económico)", *Noticias de la Unión Europea* 185, 2000, pp. 53 y ss.; M.A. PEÑA CASTELLOT, "El Reglamento comunitario de control de concentraciones", *Boletín ICE* 2221, pp. 721 y ss.; J.C. DA SILVA OCHOA, "Economía de mercado y concentración de empresas en la Comunidad Europea", *RAP* 134 (1994); J. SIMOES PATRICIO, *Bases gerais das empresas públicas*, Lisboa, 1987; M. SIRAGUSA/R. SUBIOTTO, "El control europeo de las operaciones de concentración de empresas. Un primer análisis práctico", *Gaceta jurídica de la CEE* 1992, serie D n.º 16.

Sobre el concepto de concentración y sobre el concepto de empresas afectadas, en el ámbito comunitario, véanse las comunicaciones que sobre el particular se publican en DOCE C 66 de 2 de marzo de 1998.

Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración de dimensión comunitaria se aplicará el Reglamento (CEE) número 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre de 1989 ⁽³¹⁾.

En principio, en el Derecho comunitario la notificación de la concentración se realiza sólo por el oferente, y sin que se prevea la posibilidad de que la notificación provenga de la sociedad afectada (artículo 4.2 *in fine* del Reglamento 4064/1989).

Ahora bien, habrá que examinar cómo se prevé la defensa de los interesados y de terceros y otras personas en los procedimientos administrativos de concentración empresarial, tanto en el Reglamento 4064/1989 (reformado por el Reglamento CE 1310/1997, del Consejo de 30 de junio de 1997) como en el Reglamento CE 447/1998, de la Comisión, de 1 de marzo de 1998, relativo a las notificaciones, plazos y audiencias contemplados en el Reglamento CEE 4064/1989, del Consejo sobre el control de las operaciones de concentración de empresas.

2. La práctica del sistema

Lógicamente, “práctica del sistema” significa observar cómo se prevé en la práctica jurídica la defensa de la sociedad “opada” en los procedimientos de concentración empresarial. Una vez conozcamos los cauces previstos jurídicamente para dicha defensa, es obvio que el contenido material de las alegaciones que quieran en su caso hacer los administradores de la sociedad afectada por la concentración dependerá de cómo se plantee la operación en el caso concreto.

Pues bien, pueden distinguirse tres situaciones, siguiendo el esquema de la propia reglamentación comunitaria cuando diferencia entre participación de “interesados, de terceros y de otras personas” (artículo 11 del Reglamento 447/1998).

En el presente trabajo interesa la situación tercera: “otras personas”, por ser en ésta donde se encuadran los administradores.

Así pues, los órganos de administración, los representantes de trabajadores y otras personas que no tienen un interés directo no quedan sin defensa en los procedimientos de concentración empresarial. Y dentro de este grupo de legiti-

(31) Las OPAs se contemplan, al igual que en la legislación española, dentro de los procesos de concentración de empresas, concretamente en el artículo 3.b) (después del apartado “a” donde se recoge el supuesto de la fusión).

mados con interés indirecto o difuso dicha reglamentación considera de forma especial a “los miembros de los órganos de administración o de dirección de las empresas afectadas” (32).

Por consiguiente, en los procedimientos administrativos de concentración comunitaria tienen aquéllos un cauce adecuado de participación, por tener un “interés suficiente” (artículo 11 del Reglamento 447/1998).

Y en cuanto a la defensa judicial, existe una sentencia que nos indica el régimen jurídico que ha de seguirse en estos casos (STPI de 27 de abril de 1995, asunto T-96/1992).

Esta sentencia se refiere a los representantes de trabajadores de las empresas afectadas por un proceso de concentración de empresas. Por eso, su doctrina vale para el caso de los administradores de dichas empresas, ya que el Reglamento 447/1998 (en el artículo 11: partes que deben ser oídas) menciona conjuntamente a “aquellas personas físicas o jurídicas que justifiquen un *interés suficiente*, entre ellas los clientes, proveedores y competidores y *especialmente los miembros de los órganos de administración o de dirección de las empresas afectadas* o los representantes reconocidos de los trabajadores de dichas empresas”.

(32) Citamos seguidamente todas las referencias normativas de apoyo: en el artículo 18 del Reglamento 4064/1989 se afirma que “si la Comisión o las autoridades competentes de los Estados miembros lo juzgaran necesario podrán oír también a otras personas físicas o jurídicas. Si otras personas físicas o jurídicas que justifiquen ser oídas, y en particular los miembros de los órganos de administración o de dirección de las empresas afectadas o los representantes reconocidos de los trabajadores de dichas empresas, solicitaran ser oídos, deberá accederse a su solicitud”.

Por su parte, en los considerandos de este Reglamento 447/1998 se insiste especialmente en la amplitud del derecho de audiencia, a efectos de que intervengan no sólo las partes que notifican la concentración sino también “interesados, terceros y otras personas”, ofreciendo a “las partes notificadas y otras partes que así lo soliciten la ocasión de mantener entrevistas informales y estrictamente confidenciales, antes de la notificación, en relación con la operación de concentración prevista. La Comisión debe permanecer en estrecho contacto con dichas partes, después de la notificación...”.

En el artículo 11 (partes que deben ser oídas) dentro del capítulo III (audiencia a los interesados y a terceros) se distingue, a los efectos del derecho de audiencia establecido en el artículo 18 del Reglamento 4064/1989 entre: 1, partes notificantes (...), 2, las otras personas interesadas, es decir, las partes en un proyecto de concentración, distintas de las partes notificantes (...), 3, *los terceros, es decir aquellas personas físicas o jurídicas que justifiquen un interés suficiente, entre ellas los clientes, proveedores y competidores y especialmente los miembros de los órganos de administración o de dirección de las empresas afectadas o los representantes reconocidos de los trabajadores de dichas empresas*, 4, las partes a las que la Comisión tenga la intención de dirigir una decisión sancionadora.

La STPI de 27 de abril de 1995 (asunto T-96/1992) se enfrenta en concreto con el problema de la delimitación de los derechos de participación procedimental y del alcance de la legitimación procesal de los representantes de los trabajadores de empresas afectadas por la concentración.

Considera esta sentencia que, en estos casos, “en principio y salvo circunstancias excepcionales, no les afecta (la decisión de concentración) *directamente*”: “por un lado, en efecto, una decisión por la que se autoriza una concentración, una vez examinada con arreglo al Derecho comunitario de la competencia, no acarrea, por sí misma, aun cuando supedita dicha concentración a la cesión por parte de una de las empresas afectadas de una parte de sus actividades a una tercera empresa, ninguna consecuencia sobre los derechos propios de los trabajadores...”.

En el presente caso, los representantes de los trabajadores impugnaban una decisión por la que se declaraba compatible con el mercado comunitario una operación de concentración de empresas, alegando que no se habían respetado sus derechos procedimentales en el procedimiento de concentración.

El TPI, en estos casos en que existe legitimación pero ésta está debilitada (o cuando menos más debilitada que en las otras dos situaciones comentadas hasta el momento) considera que “el derecho a recurrir está limitado, en principio y *salvo circunstancias excepcionales, al control por parte del Juez comunitario de que la Comisión ha respetado sus derechos en materia de procedimiento* (Tratado CE, art. 173, párr. 4; Reglamento 4064/1989 del Consejo, art. 18.4; Directiva 77/187 del Consejo)”⁽³³⁾.

En conclusión, esta jurisprudencia (en ausencia de otra que se haya enfrentado directamente con la cuestión de la legitimación de administradores en materia de OPAs) es el marco de referencia en torno al debate planteado. Conforme a la fundamental sentencia de 27 de abril de 1995, procede ejercitar una acción procesal de anulación contra la decisión aprobatoria en un procedimiento de concentración especialmente en aquellos casos en que no se han garantizado debidamente los derechos procedimentales de terceros interesados.

⁽³³⁾ En el caso particular de esta sentencia, y una vez delimitado el derecho de acción de los recurrentes en torno a la observancia de sus derechos procedimentales durante el procedimiento de concentración de empresas, el TPI entiende que este tipo de derechos no se han vulnerado por la Comisión. Esta no está obligada a dar audiencia desde el momento en que la solicitud de dichos representantes fue de información y no de audiencia y desde el momento en que, por lo que respecta a la concesión de información, la Comisión dio cumplida cuenta.

CONCLUSIONES

1. En vía administrativa la legislación parte de la validez de toda OPA convenida entre oferente y accionistas, y el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 impone un deber de abstención a los administradores.

Las posibilidades de defensa, en estos procedimientos administrativos de OPAs, ante la CNMV, se canalizan primero a través del “informe detallado” que han de elaborar los administradores (conforme al artículo 20 del Real Decreto 1197/1991) y donde intentarán influir sobre los accionistas para que no acepten la oferta.

Segundo, la existencia misma de un procedimiento (aunque sea sin fase de audiencia) propicia cierta posible influencia a través de actuaciones de tipo informal en la fase de autorización de la OPA por parte de la CNMV (en torno, por tanto, al artículo 18 del Real Decreto 1197/1991).

2. La OPA podrá dar lugar además a un procedimiento administrativo de concentración de empresas, tanto a nivel español (ante el Servicio de Defensa de la Competencia y el TDC) como comunitario (ante la Comisión Europea). En el primer caso, los administradores pueden ser convocados y en dicha convocatoria intentarán convencer a las autoridades administrativas de que no aprueben la concentración empresarial. En el segundo caso, la legislación aplicable reconoce a aquéllos expresamente los derechos de participación procedimental, por tener un “interés suficiente”.

3. En vía judicial importante es que los tribunales contencioso-administrativos llegan a afirmar el acceso a la justicia incluso en aquellos casos en los que en vía administrativa se niega la condición de interesado a los recurrentes. En esta línea, el acceso a la justicia comunitaria no parece problemático si bien, en cuanto a su alcance, se centra aquélla principalmente en la averiguación de si, durante el procedimiento administrativo de concentración, se han respetado los derechos de audiencia de todos estos sujetos que pueden ser oídos pero que no tienen un interés directo.

DOCUMENTOS

INFORME DEL GRUPO DE EXPERTOS DE ALTO NIVEL DE DERECHO DE SOCIEDADES DE LA COMISIÓN EUROPEA ⁽¹⁾

Bruselas, 10-1-2002

SUMARIO

- I. LAS PROPUESTAS DE DIRECTIVA DE OPAS. UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA.
 - 1. La propuesta inicial.**
 - 2. La propuesta revisada.**
 - A) La propuesta de la Comisión de 1996.
 - B) La posición común del Consejo.
 - C) La segunda lectura en el Parlamento de la Unión Europea.
 - D) El procedimiento de conciliación.
- II. PREPARACIÓN DE UNA NUEVA PROPUESTA.
- III. PROTECCIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS TRABAJADORES.

(1) Traducción efectuada por José María Garrido García (Catedrático de Derecho Mercantil).

CAPÍTULO I

Igualdad de oportunidades para la realización de ofertas públicas (*level playing field*)

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. DOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES.
 - 1. El principio de libre decisión de los accionistas.**
 - 2. El principio de proporcionalidad entre riesgo y control.**
- III. LA APLICACIÓN GENERAL DE LOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES.
- IV. APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES EN EL CONTEXTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.
 - 1. La respuesta a una OPA.**
 - 2. La ruptura, tras la finalización exitosa de una OPA.**
 - 3. Otras barreras contra las OPAs.**
 - A) Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que restringen la transmisibilidad de las acciones.
 - B) Barreras contractuales a las OPAs.
 - C) Estructuras piramidales.
- V. IGUALDAD DE OPORTUNIDADES ENTRE LOS ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN EUROPEA.

CAPÍTULO II

El precio equitativo que ha de ofrecerse en las OPAs obligatorias

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA SITUACIÓN ACTUAL.
 - 1. Las reglas previstas en la Directiva.**
 - 2. La gran diversidad de los regímenes nacionales.**
 - A) El nivel de la contraprestación.
 - B) La naturaleza de la contraprestación.

- III. LA NECESIDAD DE ARMONIZACIÓN.
- IV. LAS CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE UNA APROXIMACIÓN EUROPEA.

- 1. La contraprestación que ha de ser ofrecida en la OPA obligatoria.**
- 2. Reglas aplicables al pago de un precio mayor durante o después de la OPA obligatoria.**

CAPÍTULO III

Los derechos de compra y venta obligatoria tras una oferta (*squeeze-out; sell-out*).

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA SITUACIÓN ACTUAL.

- 1. El derecho de venta obligatoria.**

- A) La situación actual a nivel de la Unión Europea.
- B) La gran diversidad de los regímenes nacionales.

- 2. El derecho de compra obligatoria**

- A) La situación actual a nivel de la Unión Europea.
- B) La gran diversidad de los regímenes nacionales.

- III. LA JUSTIFICACIÓN PARA LOS DERECHOS DE VENTA OBLIGATORIA Y DE COMPRA OBLIGATORIA, Y LA NECESIDAD DE ARMONIZACIÓN.

- 1. La justificación para el derecho de venta obligatoria.**

- A) Los fundamentos para justificar el derecho de venta obligatoria.
- B) Compatibilidad con el derecho de propiedad.

- 2. La justificación del derecho de compra obligatoria.**

- 3. La necesidad de armonización.**

IV. LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE UNA APROXIMACIÓN EUROPEA.

1. El derecho de compra obligatoria.

- A) Los criterios empleados para definir los umbrales aplicables.
- B) La contraprestación que ha de ser ofrecida.

2. El derecho de compra obligatoria.

- A) Los criterios empleados para definir los umbrales aplicables.
- B) La contraprestación que ha de ser ofrecida.

ANEXO 4

I. LAS PROPUESTAS DE DIRECTIVA DE OPAS.
UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

1. La propuesta inicial

La Comisión anunció por primera vez su intención de proponer una Directiva sobre la aproximación de los Derechos de los Estados miembros sobre ofertas públicas de adquisición en su Libro Blanco de 1985 sobre la consecución del Mercado Único.

El 19 de enero de 1989, la Comisión presentó al Consejo y al Parlamento de la Unión Europea una propuesta de decimotercera Directiva del Consejo sobre Derecho de sociedades con relación a las Ofertas Públicas de adquisición ⁽²⁾. Tras recibir los dictámenes del Consejo Económico y Social (27 de septiembre de 1989) ⁽³⁾, y del Parlamento Europeo (17 de enero de 1990) ⁽⁴⁾, la Comisión presentó una propuesta modificada el 10 de septiembre de 1990 ⁽⁵⁾.

(2) DOCE C 64, 14-3-1989, p. 8; con memorándum explicativo, Supl. 3/1989.

(3) DOCE C 298, 27-11-1989, p. 56.

(4) DOCE C 38, 19-2-1990, p. 41.

(5) DOCE C 240, 26-9-1990, p. 7; con memorándum explicativo, COM(90) 416 final (SYN 186).

La propuesta inicial era relativamente detallada, y enseguida se puso de manifiesto que sería difícil conseguir una mayoría cualificada en el Consejo con dicha propuesta. Algunos Estados miembros eran de la opinión de que el texto era excesivamente detallado. Otros Estados miembros no creían que una Directiva sobre OPAs fuera realmente necesaria, particularmente en ausencia de una verdadera igualdad de oportunidades (“*level playing field*”) para la realización de ofertas públicas de adquisición en la Unión Europea.

En su declaración al Consejo de la Unión Europea en Edimburgo en diciembre de 1992 sobre el principio de subsidiaridad, la Comisión anunció que revisaría su propuesta. Esta intención fue confirmada en el Consejo de la Unión Europea en Essen de diciembre de 1994. Se iniciaron consultas con los Estados miembros, con apoyo en un cuestionario dirigido a la identificación de las cuestiones que podrían ser incluidas en una propuesta revisada de Directiva sobre OPAs.

2. La propuesta revisada

A) La propuesta de la Comisión de 1996

El 8 de febrero de 1996, la Comisión presentó al Consejo y al Parlamento de la Unión Europea una segunda propuesta de Decimotercera Directiva sobre Derecho de sociedades con relación a las OPAs ⁽⁶⁾. Esta segunda propuesta fue redactada como una Directiva-marco, tras las consultas con los Estados miembros, que mostraron una clara preferencia por un documento que contuviera tan sólo los principios generales que gobernasen las ofertas públicas, y que dejara un amplio espacio para que los Estados miembros y las autoridades competentes se ocuparan de adoptar reglas detalladas al objeto de poner en práctica esos principios. Por ejemplo, la propuesta de 1996, a diferencia de la versión de 1989, no definía el umbral que había de alcanzarse para el lanzamiento de una oferta obligatoria. Se dejó que los Estados miembros fijasen ese umbral de acuerdo con sus tradiciones y prácticas.

El Comité Económico y Social mostró su apoyo a la segunda propuesta el 11 de julio de 1996 ⁽⁷⁾. El Parlamento de la Unión Europea emitió su dictamen sobre la segunda propuesta en su sesión plenaria de los días 25 y 26 de junio de

(6) DOCE C 162, 6-6-1996, p. 5; con memorándum explicativo, COM(95) 655 final.

(7) DOCE C 295, 7-10-1996, p. 1.

1997⁽⁸⁾. En su dictamen, el Parlamento aprobó la segunda propuesta por una gran mayoría, proponiendo unas veinte enmiendas.

La Comisión presentó una propuesta modificada a finales de 1997⁽⁹⁾.

B) La posición común del Consejo

En su reunión de 21 de junio de 1999, el Consejo del Mercado Interior llegó a un acuerdo político sobre la Directiva. Este acuerdo quedó condicionado, sin embargo, a una solución satisfactoria de las negociaciones entre España y el Reino Unido en torno a la cuestión de Gibraltar. Como el artículo 4.º de la Directiva exigía a los Estados miembros que designaran una autoridad competente para la supervisión de las ofertas públicas, España quería evitar cualquier posibilidad de crear una autoridad separada para ofertas públicas de adquisición en Gibraltar.

Casi un año después, se llegó a un acuerdo respecto de la cuestión de Gibraltar y el Consejo adoptó, finalmente, una posición común el 19 de junio de 2000⁽¹⁰⁾.

C) La segunda lectura en el Parlamento de la Unión Europea

El texto de la posición común fue presentado al Parlamento de la Unión Europea para una segunda lectura. Los debates en el Parlamento, basados en el informe preparado por Klaus-Heiner LEHNE (PPE-AL), fueron dificultosos. El Parlamento adoptó al final veinte enmiendas, proponiendo cambios importantes al texto de la posición común. El Parlamento identificó tres problemas fundamentales:

(1) La falta de armonización, especialmente por lo que se refería a la definición del precio equitativo (“precio equitativo; *fair price*”) que ha de ser pagado en caso de oferta obligatoria;

(2) La introducción del principio según el cual los accionistas deben decidir sobre las medidas defensivas una vez que una oferta ha sido lanzada (el denominado principio de “neutralidad” de los administradores);

(3) La ausencia de medidas específicas dirigidas a la protección de los empleados en el caso de una oferta pública de adquisición.

(8) DOCE C 222, 21-7-1997, p. 20.

(9) DOCE C 378, 13-12-1997.

(10) DOCE C 23, 24-1-2001, p. 1.

Además, el Parlamento también propuso la introducción en el texto de un procedimiento armonizado para la venta forzosa de las participaciones minoritarias (*“squeeze-out”*).

Mientras que la Comisión estaba en condiciones de aceptar algunas de las enmiendas, varias enmiendas de trascendencia propuestas por el Parlamento eran inaceptables para la Comisión y para el Consejo. El procedimiento de conciliación se hizo inevitable.

D) El procedimiento de conciliación

El procedimiento de conciliación condujo a un acuerdo en la mayor parte de los puntos. Por lo que respecta a la venta forzosa de las participaciones minoritarias (*“squeeze out”*), y al precio equitativo (*“equitable price”*), la Comisión declaró que pediría a un Grupo de Expertos de Derecho de Sociedades que examinara estos puntos como parte de un mandato más amplio de revisión del Derecho de sociedades. Respecto de los derechos de los trabajadores, el Consejo aceptó la mayoría de las enmiendas presentadas por el Parlamento en la medida en que se referían a la información que ha de ser presentada a los empleados y a sus representantes en el caso de una oferta pública. El problema más difícil de resolver era el de la cuestión de la neutralidad de los administradores, que se situó en un contexto más amplio, el de la falta de igualdad de oportunidades (*“level playing field”*) para las ofertas públicas dentro de la Unión Europea y entre la Unión Europea y el resto del mundo, particularmente los Estados Unidos de América.

Las complejas negociaciones terminaron con la adopción de un texto conjunto por parte del Comité de Conciliación el 6 de junio de 2001. A ese texto se refiere el presente informe como *“la Directiva”*.

Cuando ese texto fue presentado al Parlamento de la Unión Europea, no obtuvo la mayoría necesaria para ser aprobado en el pleno de 4 de julio de 2001 (273 miembros votaron a favor y 273 miembros votaron en contra del texto de compromiso).

II. PREPARACIÓN DE UNA NUEVA PROPUESTA

Dado que el acuerdo sobre una solución común para las ofertas públicas de adquisición es un punto esencial del Plan de Acción de Servicios Financieros, el Comisario BOLKENSTEIN anunció en la reunión del ECOFIN de julio de 2001 la intención de la Comisión de hacer una nueva propuesta lo antes posible. Esta nueva propuesta tendría que atender las cuestiones señaladas por el Parlamento Europeo.

En cumplimiento de la promesa hecha al Parlamento Europeo durante el procedimiento de conciliación, el Comisario Bolkenstein decidió, en septiembre de 2001, constituir un Grupo de Alto Nivel de Expertos de Derecho de Sociedades para que estudiase medios y medidas de modernización del Derecho de sociedades de la Unión Europea. El mandato del Grupo incluye específicamente el examen de las cuestiones señaladas por el Parlamento en relación con las ofertas públicas de adquisición. El Grupo tenía que estudiar dichas cuestiones con prioridad e informar al Comisario a fines del año 2001.

Se identificaron tres cuestiones en el mandato del Grupo con relación a las ofertas públicas de adquisición: cómo garantizar una igualdad de oportunidades para los accionistas en la Unión Europea (*level playing field*); la definición del precio equitativo (*equitable price*) que ha de ser pagado en el caso de OPA obligatoria; y la inclusión de un procedimiento para la venta forzosa de participaciones minoritarias.

III. PROTECCIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS TRABAJADORES

El Grupo no aborda específicamente la cuestión de la protección de los derechos de los trabajadores en el contexto de las OPAs, ya que al Grupo se le solicitó que examinara solamente un número limitado de cuestiones de Derecho de sociedades en relación con la Directiva. Aunque el Grupo reconoce que los intereses de otros sujetos relacionados con la empresa ("*stakeholders*"), y, en particular, los trabajadores, pueden encontrarse en peligro en el contexto de una oferta pública de adquisición, se considera que esto, en sí mismo, no justifica la adopción de medidas defensivas por parte del consejo de administración que priven a los accionistas de la oportunidad de transmitir sus acciones a un oferente que está dispuesto a adquirirlas.

La Directiva sobre ofertas públicas de adquisición ya preveía amplios requisitos de información a favor de los empleados. Otras cuestiones que constituyen materia de preocupación para los trabajadores deberán ser tratadas por leyes específicas que prevean la información y consulta de los trabajadores y la protección de éstos en los casos de ofertas públicas que conduzcan a reestructuraciones empresariales. Numerosos Estados Miembros ya cuentan con normas a tal efecto. Está en preparación una Directiva de la Unión Europea para armonizar los requisitos de información y consulta a los trabajadores. Requisitos similares han sido incluidos en la Directiva del Consejo de 1994 sobre la crea-

ción del Consejo del Trabajo de la Unión Europea⁽¹¹⁾ y en la Directiva del Consejo de 2001 que completa el estatuto de la Sociedad Europea respecto de la participación de los trabajadores⁽¹²⁾. El oferente estará también sujeto a estos requisitos después de una oferta exitosa. La decisión de vender por parte de los accionistas de una sociedad objeto de una oferta pública no afecta a las medidas jurídicas de protección que existan a favor de los empleados y de otros sujetos relacionados con la sociedad.

CAPÍTULO I

Igualdad de oportunidades para la realización de ofertas públicas (*level playing field*)

I. INTRODUCCIÓN

Un importante objetivo de la Unión Europea es la creación de un mercado de capitales integrado en el año 2005. La regulación de las OPAs es uno de los elementos clave de ese mercado financiero integrado.

La medida en que las ofertas públicas de adquisición puedan realizarse y tener éxito está determinada por una serie de factores. Estos factores pueden ser de tipo general o estructural, macroeconómicos, o referidos a determinadas sociedades.

Los factores generales incluyen la estructura y estado de desarrollo del mercado de valores, la disponibilidad de recursos financieros alternativos respecto de los mercados de capitales, como la deuda a largo plazo y la autofinanciación, la relativa importancia y función del sector bancario, la estructura de la propiedad accionarial y la situación económica, social y cultural en cada Estado.

En el ámbito de sociedades concretas, esos factores incluyen la medida en que los estatutos sociales y otros documentos constitucionales de la sociedad, con anterioridad a una oferta pública, confieren derechos de voto a las acciones adquiridas en una oferta, o se los deniegan, o confieren derechos de voto dobles

(11) Directiva del Consejo de 94/45/CEE de 22 de septiembre de 1994 sobre la creación de un Consejo del Trabajo de la Unión Europea o un procedimiento en las empresas de dimensión comunitaria y grupos de empresas de dimensión comunitaria con el objetivo de informar y consultar a los trabajadores, DOCE L 254, 30-9-1994, p. 0064.

(12) Directiva del Consejo 2001/86/CEE de 8 de octubre de 2001 que complementa el Estatuto de la Sociedad Europea con respecto a la participación de los trabajadores, DOCE L 294, 10-11-2001, p. 0022.

o múltiples, o derechos especiales de control a otras acciones; la medida en que las estructuras societarias confieren derechos de mayoría en accionistas minoritarios (estructuras defensivas anteriores a la oferta) y la disponibilidad de medidas específicas que frustran una oferta una vez que ha sido anunciada⁽¹³⁾ (estructuras defensivas posteriores a la oferta).

En la actualidad, existen numerosas diferencias entre los diversos Estados miembros en términos de esos factores generales y de los factores relativos a determinadas sociedades. El anexo 4 ofrece una visión panorámica de las barreras específicas empleadas por las sociedades a las ofertas públicas; barreras que son legales y, en muchos casos, efectivamente aplicadas en los Estados miembros, y que el Grupo ha revisado. Como resultado, las OPAs no pueden ser lanzadas con las mismas expectativas de éxito en los distintos Estados miembros y los accionistas en los Estados miembros no tienen oportunidades equivalentes de vender sus acciones. Esto es lo que normalmente se designa con la frase “falta de igualdad de oportunidades” (“*lack of a level playing field*”) en el área de las OPAs en la Unión Europea.

A la luz de la evidencia económica disponible, el Grupo sostiene la opinión de que la existencia de mecanismos que faciliten las OPAs es fundamentalmente beneficiosa.

Las OPAs son un medio para que los oferentes creen riqueza mediante la explotación de las sinergias entre sus actuales negocios y el de la sociedad objeto de la oferta. Numerosas sociedades en la Unión Europea necesitarán crecer hasta una escala óptima para hacer un uso efectivo de las posibilidades que ofrece un mercado único cada vez más integrado. Lo mismo puede decirse de las sociedades que compiten en mercados mundiales. Las OPAs son un medio de alcanzar estos objetivos.

Las OPAs también ofrecen a los accionistas la oportunidad de vender sus acciones a oferentes que están dispuestos a ofrecer un precio superior al precio de mercado. Ese precio será ofrecido cuando los oferentes crean que los recursos de la sociedad pueden ser desarrollados y explotados de un modo mejor bajo su control y gestión.

Finalmente, la existencia real o potencial de OPAs es un medio importante para disciplinar a los gestores de las sociedades cotizadas con propiedad accionarial dispersa, gestores que, en definitiva, están al servicio de los accionistas.

(13) El art. 9.1.a) de la Directiva permite a los Estados miembros disponer que la autorización de la Junta general a la que se refiere ese artículo se requiera desde un momento anterior, como cuando el consejo de la sociedad objeto de la oferta se da cuenta de que la oferta es inminente. Para facilitar las referencias, este informe sólo se refiere a “cuando una oferta ha sido anunciada o realizada” para indicar que una determinada situación es posterior a la oferta.

Si los gestores no están desarrollando correctamente sus funciones o son incapaces de aprovechar las oportunidades de negocio, el precio de las acciones, generalmente, estará por debajo del verdadero potencial de la sociedad, y una sociedad rival y sus gestores estarán en condiciones de formular una oferta basándose en la afirmación de poder llevar a cabo una mejor gestión. Esta función disciplinaria de los gestores, y de redistribución de los recursos, funciona, a largo plazo, en interés de todos los sujetos relacionados con las empresas, y a favor de la sociedad en su conjunto. Estas ideas también constituyen la base de esta Directiva.

Esto no quiere decir que las OPAs sean siempre beneficiosas para las sociedades implicadas, la sociedad oferente y la sociedad objeto de la oferta, y para sus respectivos accionistas. Como sucede con todos los tipos de fusiones y adquisiciones, las OPAs pueden crear riqueza o pueden destruir valor, y puede también suceder que los beneficios para los accionistas de la sociedad objeto de la oferta se obtengan en detrimento de los accionistas del oferente. La cuestión de que los gestores de la sociedad oferente formulen o no una OPA sobre la sociedad objeto de la oferta, y la cuestión de que los administradores tengan que someter la decisión a sus accionistas antes de ejecutar la oferta, se refieren más a cuestiones genéricas relacionadas con los principios de gobierno societario que se apliquen a la sociedad oferente. Por lo tanto, dicha cuestión se encuentra fuera del campo de aplicación de esta Directiva.

El mandato del Grupo consiste en analizar si puede crearse una verdadera igualdad de oportunidades en el terreno de las OPAs y hasta qué punto podría y debería ser creada, con respecto a los mecanismos y estructuras permitidas y creadas de conformidad con el Derecho de sociedades de los Estados Miembros, que pueden frustrar o inhibir las ofertas públicas de adquisición. Estos mecanismos y estructuras son, por esencia, factores específicos de las sociedades. El Grupo reconoce que una aproximación basada en estos fundamentos dejaría fuera las variadas diferencias generales y estructurales existentes en los Estados miembros. Pero el Grupo considera, asimismo, que sus recomendaciones con respecto a los mecanismos y estructuras de Derecho de sociedades, en conjunción con los cambios promovidos por los mercados, constituirán avances hacia el desarrollo de una igualdad general de oportunidades para las OPAs en la Unión Europea.

II. DOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES

El Grupo cree que cualquier regulación de la Unión Europea dirigida a la creación de la igualdad de oportunidades en las ofertas públicas de adquisición debería estar guiada por dos principios: la libre decisión de los accionistas y la proporcionalidad entre riesgo y control.

1. El principio de libre decisión de los accionistas

Cuando se produce una OPA, la decisión final debe ser de los accionistas. Estos deberían tener siempre la posibilidad de decidir si venden sus acciones a un oferente y a qué precio. Esta es una característica esencial de las sociedades cotizadas en un mercado de valores en donde las acciones pueden ser adquiridas a través de operaciones de mercado y a través de ofertas públicas. Los mercados de valores, y con ello la capacidad de la industria de la Unión Europea de financiarse, sólo se desarrollarán por completo cuando este principio sea generalmente aceptado.

No corresponde al consejo de una sociedad decidir si una OPA sobre las acciones de la sociedad deberá tener éxito o no. El Consejo no debería poder frustrar o paralizar una oferta y con ello privar a los accionistas de la oportunidad de acudir a dicha oferta. Ni tampoco debería tener libertad para adoptar medidas que faciliten una oferta, o una oferta favorecida, si existe más de una, de manera que condicione la decisión de los accionistas.

Lo anterior no significa que el consejo no tenga responsabilidad en absoluto en el contexto de una OPA. El conocimiento de la realidad societaria por parte del Consejo, y la responsabilidad de éste en la estrategia y en los asuntos diarios de la sociedad, le permiten y le exigen aconsejar a los accionistas sobre la oferta pública de adquisición. El Consejo deberá expresar sus opiniones sobre las consecuencias de la oferta para la sociedad y su negocio y sobre la conveniencia de las condiciones de la oferta para los accionistas. Si el Consejo considera que una determinada oferta no es lo suficientemente atractiva, debería tener libertad para buscar ofertas alternativas, y en algunos casos tendrá incluso esa obligación. Pero hasta en esas circunstancias, serán los accionistas los que han de tener la decisión final sobre las ofertas competidoras. El Consejo no deberá favorecer a uno de los oferentes sobre otro u otros, por ejemplo mediante la emisión de acciones para que uno de los oferentes las suscriba.

Se argumenta en ocasiones que permitir al Consejo que frustre una OPA puede justificarse como un medio de ayudar a aliviar la presión para vender que los accionistas sufren, para incrementar la prima que se les paga y para tomar en consideración los intereses de otros sujetos relacionados con la sociedad, sobre todo los trabajadores. El Grupo rechaza esos argumentos. Incluso si la resistencia del Consejo frente a una OPA pudiera, en ciertas circunstancias, ayudar a la consecución de esos fines, lo que no siempre está claro, cualquier régimen que confiera discrecionalidad a un Consejo para impedir o facilitar una oferta implica inevitablemente costes y riesgos inaceptables.

Los mecanismos defensivos son a menudo costosos en sí mismos, aparte del hecho de que niegan al oferente la oportunidad de crear riqueza al explotar las sinergias que se derivan de una oferta exitosa. Mucho más importante es que los administradores se enfrentan con un grave conflicto de intereses si una OPA es formulada. A menudo, su rendimiento como gestores y sus planes son puestos en cuestión y sus propios puestos están amenazados por la oferta. Su interés consiste en salvar sus puestos y su reputación en lugar de maximizar el valor de la sociedad en beneficio de los accionistas. Los argumentos de que representan los intereses de los accionistas o de otros sujetos relacionados con la sociedad están teñidos, con toda probabilidad, por sus propios intereses. Los accionistas deberían tener la capacidad de decidir por sí mismos y los sujetos relacionados con la sociedad deberán estar protegidos por normas específicas (p. ej. normas sobre relaciones laborales o normas de Derecho medioambiental).

2. El principio de proporcionalidad entre riesgo y control

En los mercados de capitales abiertos los grandes inversores o los inversores institucionales prefieren, normalmente, invertir en las sociedades en las que soportar el riesgo de la sociedad confiere derechos de control proporcionados con dicho riesgo. El coste del capital de esas sociedades es normalmente más bajo y estas sociedades se encontrarán en una mejor posición para incrementar su capital en los mercados de valores. En opinión del Grupo, la proporcionalidad entre el riesgo económico y el control significa que las acciones que tienen un derecho ilimitado de participación en los beneficios de la sociedad o en la liquidación de la sociedad, y sólo esas acciones, deberían atribuir derechos de control. Todo ese capital deberá atribuir derechos de control en proporción al riesgo atribuido. Los titulares de esos derechos sobre los beneficios y activos de la sociedad son los sujetos mejor equipados para decidir sobre los asuntos de la sociedad, ya que los efectos últimos de sus decisiones serán soportados por ellos mismos. Este informe utilizará el término “capital que soporta riesgo” (*“risk bearing capital”*) para referirse a este concepto.

La medida en la que un accionista tiene capital que soporta riesgo debería determinar la medida en la que tiene poder para determinar los asuntos de la sociedad y el funcionamiento de los negocios de ésta. El titular de la mayoría del capital que soporta riesgo debería tener la posibilidad de ejercer el control de la sociedad. Las estructuras de capital y control en una sociedad que otorgan derechos de control desproporcionados a algún o a algunos accionistas no deberían operar de tal modo que frustren una oferta de adquisición sobre el capital que soporta riesgo de la sociedad; oferta que de otro modo resultaría exitosa.

El concepto de capital que soporta riesgo que se utiliza aquí ⁽¹⁴⁾ no incluye la forma normal de acciones preferentes, que no contienen una exposición al riesgo más allá de sus derechos preferentes, sino que tan sólo incorporan un derecho limitado a percibir dividendos, y el producto de la liquidación de la sociedad (o solamente el producto de la liquidación de la sociedad). Tales acciones preferentes tienen una función económicamente similar a la de la deuda. En una estricta y completa aplicación del principio de proporcionalidad, si esas acciones hubieran de proporcionar votos en algún caso, su poder de voto debería estar relacionado con el riesgo, es decir, debería funcionar sólo cuando existe un impago de los dividendos preferentes, y para permitir que se activen las protecciones apropiadas para responder al incumplimiento. Las acciones preferentes que tienen un derecho preferente sobre parte de los beneficios o activos y que también proporcionan el derecho de compartir con otras acciones el resto de los beneficios o activos quedan incluidas en el concepto de capital que soporta el riesgo, tal y como se define en este informe. Igualmente, los derechos de participación que confieren, en último término, el derecho ilimitado de participar en los beneficios o activos de la sociedad, aunque formalmente no se considere que forman parte del capital, deberán también ser incluidos en este concepto de capital que soporta riesgo.

Normas que especifican los principios rectores

Los dos principios mencionados deberían proporcionar una guía general para la legislación de la Unión Europea sobre las OPAs sobre sociedades cotizadas. Los principios no se aplican de manera inmediata; al contrario, las consecuencias de los principios han de ser especificadas.

Podría suceder que, en un mercado de valores completamente integrado y bien desarrollado, la cuestión de si las sociedades se rigen por el principio de proporcionalidad o no pudiera dejarse al propio mercado. Ese mercado podría ser capaz de juzgar correctamente el coste del capital de las sociedades con estructuras de capital y de control que se desvíen de este principio y normalmente existirán inversiones alternativas más eficientes, a las que acudirán los inversores en el mercado. Al largo plazo, las estructuras que se desvíen del principio deberían perder vigor y desaparecer excepto en la medida en que estén justificadas por las particulares circunstancias de una sociedad.

(14) Para eliminar dudas, el concepto de capital que soporta riesgo tal y como se utiliza en este informe no es idéntico al concepto de capital utilizado en la Segunda Directiva de Derecho de sociedades y en los Derechos de sociedades de los Estados miembros, ni se corresponde al término "capital-riesgo", que se utiliza en algunos Estados miembros para indicar formas arriesgadas de inversión (*venture capital*).

Argumentos similares pueden ser aplicados al principio de libre decisión de los accionistas, aunque el conflicto de intereses del consejo de administración puede muy bien conducir a un fallo de mercado en este contexto.

En la actualidad, sin embargo, un mercado eficiente del tipo señalado no existe en la Unión Europea. Los mercados de valores de los Estados miembros difieren grandemente en niveles de desarrollo. En algunos Estados miembros, los mercados pueden tener la capacidad de juzgar eficientemente las sociedades que aplican y que no aplican estos dos principios. En la mayoría de los Estados miembros, el Grupo cree que no pueden hacerlo. Estos mercados más y menos desarrollados deben ser integrados en el ámbito de la Unión Europea para permitir que la reestructuración de la industria de la Unión Europea y la integración de los mercados de valores europeos se produzcan con una eficiencia y velocidad razonables. Asimismo, la protección de los inversores tiende a ser más débil en los mercados en los que los dos principios no son generalmente seguidos.

Para crear mercados de valores en la Unión Europea que sean a la vez eficientes y que prevean un nivel adecuado de protección de los inversores, el Grupo considera necesario especificar los dos principios a través de reglas más detalladas que vinculen a los Estados miembros. El Grupo ha investigado dos posibles aproximaciones para esas normas, es decir, la aplicación de los principios básicos desde una perspectiva general y la aplicación de los principios básicos de una manera limitada al contexto de las OPAs.

III. LA APLICACIÓN GENERAL DE LOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES

Muchas de las estructuras societarias que el Grupo ha analizado no sólo se desvían de los dos principios fundamentales en el contexto de las OPAs sino que se trata de estructuras existentes con anterioridad a la oferta, que de una manera general tienen el efecto de concentrar los derechos de control en manos del consejo o de minorías de accionistas.

Ejemplos de lo anterior son los derechos de control de miembros del Consejo que se refieren a los nombramientos de consejeros, la existencia de varias clases de acciones con derechos de voto diferentes, p. ej., una clase separada de acciones que da derechos de voto múltiples respecto de otra clase de acciones con el mismo valor nominal y los mismos derechos de participación en los beneficios, acciones dentro de la misma clase que tienen el doble de votos que otras acciones, clases de acciones con derechos de voto limitados, límites máximos de derechos de voto generalmente aplicables a los accionistas, derechos especiales de control, conferidos a los titulares de una determinada clase (como

“acciones de oro”), o al consejo, “*voting trusts*”, “estructuras piramidales”, y participaciones recíprocas o circulares.

Podría sostenerse que sería coherente aplicar los dos principios fundamentales de manera general, y no sólo en el contexto de las OPAs. Conforme a esta aproximación todas las estructuras que se desvíen de los dos principios fundamentales tendrían que ser eliminadas y las estructuras de capital y control de las sociedades cotizadas tendrían que ser reconstruidas de acuerdo con esos principios.

Esta sería una operación de gran envergadura, que afectaría de manera fundamental el modo en que las sociedades cotizadas son controladas, financiadas y gestionadas en numerosas zonas de la Unión Europea. Las diferentes estructuras que se desvían de los principios fundamentales en los Estados miembros se han desarrollado en los respectivos contextos nacionales, basados en particulares estructuras de distribución de la propiedad accionarial y en otros factores que afectan al control de las sociedades. A menudo estas estructuras sirven otras funciones fuera de las OPAs. Así, existen explicaciones para la existencia de estas estructuras de control en los Estados miembros de la Unión Europea, y hasta cierto punto todavía siguen estando justificadas.

Algunas estructuras, como los derechos especiales de control del consejo, las limitaciones máximas de los derechos de voto que puede ejercer un solo accionista, y las estructuras basadas en certificados representativos de las acciones (*depository receipts*) han sido desarrolladas, supuestamente, para proteger las sociedades con propiedad accionarial dispersa frente a una pequeña minoría que domine la Junta general en la usual ausencia de la vasta mayoría de los accionistas. Estructuras como los derechos de voto múltiples y los derechos especiales de control que tiene un accionista minoritario a menudo se adecuan a peculiaridades de la distribución de la propiedad accionarial en un determinado Estado miembro. Al hacer posible que un accionista minoritario fuerte controle la sociedad desde dentro, esas estructuras pueden haber ayudado a superar los problemas relacionados con la disciplina de los gestores de las sociedades con propiedad accionarial dispersa. Las estructuras que se desvíen de los dos principios fundamentales pueden haber sido también beneficiosas para las sociedades y para sus accionistas en determinadas etapas de su desarrollo, como por ejemplo en empresas medianas y pequeñas que se preparan para convertirse en sociedades cotizadas.

Existen otras estructuras que parecen difíciles de justificar desde una perspectiva general de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores, como las estructuras piramidales con múltiples sociedades cotizadas.

Al analizar los efectos de una aplicación general de los dos principios fundamentales, los diversos mecanismos que se desvían de ellos deberán ser

revisados en detalle. Esos mecanismos deberán ser valorados en el contexto peculiar en el que funcionan, y ser juzgados para ver si existe alguna justificación para ellos, y en qué circunstancias. Entonces habría que decidir cómo tratarlos, si han de ser eliminados. Esas distorsiones en las estructuras de control pueden haber sido introducidas para responder a defectos en otros mecanismos del control societario que necesitarían a su vez ser tratadas antes de que pueda ser eliminada la distorsión —por ejemplo, el funcionamiento efectivo y responsable de las Juntas generales de accionistas—.

Esta revisión sería de tal envergadura que el Grupo es incapaz de llevarla a cabo en el corto plazo que le ha sido concedido para elaborar este informe. Pero el Grupo también duda de si tal revisión podría conducir en un futuro próximo a un acuerdo general sobre qué estructuras podrían continuar como desviaciones aceptables y en qué circunstancias, dadas las diferentes etapas de desarrollo de los mercados de capitales en los Estados miembros, las diferentes estructuras de propiedad accionarial y otros factores generales que limitan la existencia de una igualdad de condiciones entre los Estados miembros.

Tal ejercicio podría ser factible y útil para abordar otras debilidades en las estructuras de gobierno y control societario, pero un examen completo de esas cuestiones se sitúa fuera de los términos de referencia del Grupo para este informe y no parece necesario, si puede encontrarse una solución efectiva para el contexto de las OPAs.

Deber de publicidad

Sin embargo, en la opinión del Grupo, debería establecerse un tipo de norma general y permanente, para ayudar a crear un mercado de capitales integrado en la Unión Europea. Se debería requerir a las sociedades cotizadas que den una publicidad completa de sus estructuras de capital y control. Ese requisito de publicidad es también esencial para la protección de los inversores, al permitirles valorar su inversión y los riesgos asociados con ella. Sólo sobre la base de una publicidad completa pueden los mercados juzgar adecuadamente la eficiencia de las sociedades con diferentes estructuras de capital y control.

El Grupo recomienda que se requiera a las sociedades cotizadas de todos los Estados miembros la necesaria publicidad de sus estructuras de capital y control, por ejemplo en los informes anuales, en los documentos de admisión a cotización y en los folletos que se requiere sean publicados para las emisiones de nuevos valores. Si se producen cambios importantes en esta información, las sociedades cotizadas deberían tener una obligación de información continuada, para revelar esos cambios de manera similar. En opinión del Grupo, debería incentivarse el uso de una página web dedicada a la sociedad como un medio eficiente y eficaz para proporcionar este tipo de información a los accionistas y a los terceros. El Grupo volverá sobre esta cuestión en la segunda fase de su mandato.

La información que ha de ser publicada debería incluir, entre otras cosas:

- participaciones accionariales significativas directas e indirectas, incluyendo las participaciones indirectas a través de estructuras piramidales y participaciones cruzadas y circulares;
- acciones y derechos de adquisición de acciones de los miembros del Consejo y de los trabajadores;
- el sistema de control de cualquier plan de propiedad de acciones por los trabajadores en el que los derechos de control sean ejercidos por otra persona en nombre de los trabajadores;
- una descripción de las clases de acciones, incluyendo las acciones no cotizadas, los derechos y obligaciones que corresponden a cada una de las clases de acciones y el porcentaje del capital total que cada clase representa;
- los titulares de acciones con derechos especiales de control y una descripción de esos derechos;
- una descripción de las normas aplicables al nombramiento y cese de los miembros del Consejo y para la modificación de los estatutos sociales;
- una descripción de los poderes del Consejo de administración, en particular explicando si el Consejo tiene el poder de emitir o de comprar acciones;
- acuerdos significativos de los que la sociedad es parte y que surten efecto, se alteran o se extinguen con un cambio de control de la sociedad, así como los efectos de esas cláusulas de cambio de control.

La publicidad de algunos de estos elementos está ya requerida en virtud de las Directivas existentes, como la Directiva sobre la publicidad de las participaciones significativas, y la primera, segunda, cuarta y séptima Directivas de Derecho de sociedades. El Grupo recomienda que estos elementos sean presentados y hechos públicos de una manera combinada y coherente. Sin embargo, las sociedades no tienen por qué hacer referencia a estructuras que son directa consecuencia del Derecho generalmente aplicable.

IV. APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS FUNDAMENTALES EN EL CONTEXTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

Con independencia de las virtudes y justificaciones de los mecanismos y estructuras de Derecho de sociedades que se desvían de los dos principios fundamentales, el Grupo considera que esos mecanismos y estructuras no deberán frustrar o inhibir indebidamente las ofertas públicas de adquisición o la

ejecución exitosa de las mismas. En el contexto de una OPA, los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control deberían aplicarse de manera efectiva para permitir que en la Unión Europea funcionen mercados líquidos y consistentes de capitales y de control societario.

Cuando se lanza una OPA deben distinguirse dos fases. La primera etapa se inicia una vez que la oferta es anunciada. Los accionistas tendrán que considerar cómo responder a la oferta y la cuestión que se puede plantear es si ha de adoptarse alguna medida defensiva contra la oferta. Esas medidas defensivas reciben la denominación de “tácticas defensivas posteriores a la OPA”. La segunda etapa se produce tras la finalización, con éxito, de la oferta. El oferente puede verse frustrado en su capacidad de ejercer el control sobre la sociedad tanto por las tácticas posteriores a la oferta como por las barreras que ya estaban colocadas con anterioridad al anuncio de la oferta. Estas últimas barreras son denominadas “Tácticas previas a la OPA”.

Para asegurar que los dos principios fundamentales se aplican en ambas etapas de una OPA, se requieren distintas aproximaciones regulatorias para cada una de esas etapas. El Grupo cree que una igualdad de oportunidades solamente puede conseguirse en este contexto si existen reglas que aseguren una aplicación efectiva de los dos principios fundamentales en ambas etapas de una OPA. Las recomendaciones que el Grupo lanza respecto de reglas que se han de aplicar en cada etapa deberán entenderse y ser aplicadas en conjunto. Ninguna de ellas crearía una igualdad de oportunidades en las OPAs sin las otras.

1. La respuesta a una OPA

La libre decisión de los accionistas (o la formación de la decisión de los accionistas)

El artículo 9.1.a) de la Directiva requería que el Consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta, esencialmente, había de ser “neutral” (en el sentido limitado y especial descrito anteriormente) una vez que una oferta hubiera sido anunciada. El consejo de administración debe obtener la autorización previa de la Junta general de accionistas, dada para este fin, antes de adoptar ninguna medida que pueda resultar en la frustración de la oferta, salvo la búsqueda de ofertas alternativas, y especialmente antes de emitir acciones que pueden resultar en un obstáculo duradero que evite que el oferente tome el control. Esta obligación de obtener una autorización específica de la Junta general de accionistas se extiende a la ejecución de decisiones ya tomadas antes de que la oferta haya sido anunciada, pero todavía no ejecutadas [artículo 9.1.b)].

El artículo 9.º confirma el principio de libre decisión de los accionistas en respuesta a una OPA. Asegura que los accionistas puedan decidir sobre si venden o no venden en una oferta y que cualquier acto para frustrar la oferta requiera la autorización específica de la Junta general de accionistas en ese momento.

El consejo de administración puede, y debe, de conformidad con el artículo 9.1.d), dar su opinión sobre la oferta en un documento al que se da publicidad, explicando las razones de su opinión, sus ideas sobre la puesta en práctica de la oferta sobre todos los intereses de la sociedad, incluyendo el empleo, sobre los planes estratégicos para la sociedad objeto de la oferta y su probable impacto sobre los empleos y las fábricas (p. ej. localización de las fábricas). El Consejo de administración tiene el poder explícito de buscar ofertas alternativas. El Grupo comprende que la obligación del Consejo de administración conforme al artículo 9 incluye que no pueda frustrar una oferta en beneficio de una oferta competidora mediante, por ejemplo, la emisión de acciones al oferente competidor, a menos que la Junta general de accionistas autorice específicamente dicha emisión de acciones en ese momento. Tampoco debería el Consejo de administración tomar medidas para favorecer una oferta que de cualquier modo elimine o restrinja el derecho que los accionistas tienen de rechazarla.

El Grupo ha considerado la cuestión de si se debería dejar a los Estados miembros la posibilidad de permitir que el Consejo de administración pueda adoptar medidas defensivas que frustren una OPA, si la Junta general de accionistas hubiera autorizado esas medidas en un período de, por ejemplo, dieciocho meses antes de la oferta. El Grupo ha llegado a la conclusión de que dicha posibilidad no debería ser permitida.

En el período anterior a la oferta los accionistas no serán capaces de tener en cuenta y sopesar todas las circunstancias que son relevantes para su decisión sobre la OPA. Los accionistas no tienen conocimiento de las condiciones generales de mercado que prevalecen en el momento de una oferta futura potencial, no tienen información sobre el rendimiento de la sociedad hasta ese momento, no saben si se realizará una oferta ni cuándo se realizará, y no tienen información sobre si una oferta futura potencial es atractiva para la sociedad y para ellos mismos. Las circunstancias que conducen a los accionistas a autorizar al Consejo de administración la adopción de medidas para que frustre una oferta futura potencial pueden muy bien haber cambiado de modo fundamental en el momento en que efectivamente se lance una oferta. Solamente cuando una oferta ha sido anunciada y los accionistas tienen la posibilidad de discernir realmente toda la información relevante, pueden en toda justeza ser preguntados para que decidan sobre si esa OPA en concreto debería ser frustrada por el Consejo o no.

Proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control

El artículo 9, como tal, no asegura que el principio de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control se respete una vez que una OPA ha sido anunciada. Si, con anterioridad a la oferta, las estructuras de capital y control de la sociedad se desvían de este principio, los derechos de control desproporcionados podrían ser utilizados, y con toda probabilidad serán utilizados, para autorizar al Consejo de administración la adopción de medidas dirigidas a frustrar la oferta si el Consejo de administración o el accionista minoritario que controle el Consejo desea oponerse a la oferta.

La aplicación del principio de proporcionalidad una vez que una OPA ha sido anunciada significa que una autorización de la Junta general de accionistas para adoptar medidas que frustren la oferta solo sería válida si se realiza con una mayoría de votos ejercitados por los tenedores de la mayoría proporcional⁽¹⁵⁾ del capital que soporta riesgo de la sociedad objeto de la oferta. El Grupo cree que este principio debería aplicarse una vez que una OPA ha sido anunciada. Por ello, recomienda que una regla que logre este efecto sea incluida en una futura Directiva de Ofertas Públicas de Adquisición.

El efecto de esta norma es que una Junta de accionistas convocada para decidir sobre el empleo de tácticas defensivas con posterioridad a la oferta debería ser celebrada con arreglo a un criterio modificado, un criterio de *proporcionalidad*. Todos los titulares de capital que soporta riesgo deben tener el derecho de asistir a esa Junta y el derecho de ejercer derechos de voto en proporción a la tenencia de capital que soporta riesgo. El oferente también debería poder votar en esa Junta, en la medida en que ya sea titular de capital que soporta riesgo en la sociedad objeto de la oferta.

En particular, los tenedores de acciones sin voto o de derechos de participación deberían, en la medida en que esos títulos constituyan capital que soporta riesgo en el sentido utilizado en este informe, tener la posibilidad de ejercer derechos de voto. Los tenedores de títulos representativos (*depository receipts*) de acciones deberían tener la libertad de canjearlos por las acciones con voto subyacentes. Los tenedores de acciones que no soporten riesgo no deberán poder ejercitar derechos de voto. Las limitaciones al número máximo de votos que puede emitir un solo accionista y las limitaciones de derechos de voto aplicables a las acciones que soportan riesgo han de entenderse eliminadas. Las acciones que otorgan derechos de voto dobles o múltiples solo deberían dar los votos proporcionados a su cuota en el capital que soporta riesgo.

⁽¹⁵⁾ Las reglas habituales aplicables en cada sociedad para determinar la mayoría exigida para cada tipo de decisión deberían ser aplicadas. La aplicación del principio de proporcionalidad no implica *per se* ninguna mayoría específica.

Puede surgir la preocupación de que la aplicación del principio de proporcionalidad de esta manera a la Junta general celebrada en esta etapa de la oferta afectaría sólo a las medidas defensivas relacionadas con el voto en la Junta general de accionistas, pero dejaría las demás tácticas intactas, y en ese sentido no ayudaría a crear una igualdad de oportunidades. El Grupo no comparte esa preocupación. El artículo 9 de la Directiva ya asegura la aplicación del principio de libre decisión de los accionistas tan pronto como una oferta haya sido anunciada. Los mecanismos que no se desviaran de este principio ya no pueden ser aplicados para frustrar una oferta una vez que ya ha sido anunciada, a menos que los accionistas específicamente acuerden adoptarlos en ese momento. El Grupo cree que una igualdad de oportunidades sólo puede ser alcanzada si el principio de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y el control se aplica a la Junta general convocada al efecto de debatir medidas para frustrar la oferta. Si este requisito no fuera impuesto, sería posible que el consejo de administración o el accionista con derechos de control especiales o desproporcionados adoptaran tales defensas que la regla de ruptura que el Grupo propone una vez que una oferta haya sido completada con éxito (ver infra, parágrafo 4.2) fuera ineficaz.

2. La ruptura, tras la finalización exitosa de una OPA

El Grupo sostiene la idea de que una suficiente igualdad de oportunidades sólo puede ser creada en el contexto de las OPAs si los dos principios fundamentales son aplicados con razonable eficacia a las estructuras y mecanismos de Derecho de sociedades que puedan frustrar una oferta y que pueden haber sido creados con anterioridad a la oferta. Esto puede conseguirse mediante la introducción de una norma que permita al oferente “romper” esos mecanismos y estructuras en el caso de una oferta que alcance tal grado de éxito que justifique claramente esto. Ese instrumento de ruptura dejaría intactos estos mecanismos y estructuras salvo en el caso de que se haya lanzado una OPA y ésta haya resultado exitosa. El Grupo cree que un oferente exitoso, que haya adquirido una parte sustancial del capital que soporta riesgo a través de una oferta general sobre todas las acciones de la sociedad, debería tener la posibilidad de romper cualesquiera mecanismos que frustren el ejercicio de un control proporcionado al capital.

En opinión del Grupo, una regla de ruptura aplicada después de una oferta exitosa conseguiría un equilibrio apropiado entre, por un lado, la necesidad, al menos por el momento, de permitir diferencias en las estructuras de capital y control de las sociedades, teniendo en cuenta las diferencias actuales entre los Estados Miembros, y, por otro lado, la necesidad de permitir y estimular que las

OPAs exitosas tengan lugar, para crear un mercado de valores integrado en la Unión Europea ⁽¹⁶⁾.

Al introducir una regla de ruptura, deben considerarse una serie de cuestiones, en particular:

- la extensión de la regla de ruptura;
- el umbral que debe alcanzar el oferente;
- el efecto de la regla de ruptura;
- el derecho a compensación, cuando se pierdan derechos especiales como resultado de la ruptura.

El Grupo revisa estas cuestiones a continuación.

Extensión

Como queda claro tras la consulta de los mecanismos de defensa de las sociedades enumerados en el Anexo (4), estos mecanismos varían grandemente. El Grupo considera que la regla de ruptura debería aplicarse a todas las disposiciones en los estatutos y demás documentos constitutivos de la sociedad que se desvíen de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad. Estas disposiciones atacan directamente a los principios y la regla de ruptura puede ser aplicada para atajarlos de una manera relativamente sencilla. Una serie de barreras anti-OPA quedan fuera de su alcance. El párrafo 4.3 *infra* trata de algunas de esas barreras.

⁽¹⁶⁾ El concepto de una regla de ruptura no es desconocido en la Unión Europea. En Francia, la COB sugirió en su informe de 1992 que las limitaciones al número máximo de votos no se apliquen si un oferente consigue adquirir la mitad del capital de la sociedad. El mismo principio es también el fundamento de una propuesta de ley presentada al Parlamento holandés conforme a la cual un oferente que haya adquirido el 70% del capital de una sociedad puede solicitar a un tribunal que modifique o anule las disposiciones en los estatutos de la sociedad que le prohíban ejercer el control sobre la misma. Esa solicitud, sin embargo, solo puede ser formulada por el oferente después de un período de espera de un año. En Italia, la Ley de 1994 sobre privatizaciones introdujo una norma según la cual las restricciones de voto en las sociedades privatizadas son automáticamente eliminadas en el caso de una OPA por la que un oferente adquiera la mayoría del capital. Esta regla ha sido enmendada y, actualmente, las restricciones de voto son eliminadas tan pronto como una OPA haya sido lanzada con respecto de, al menos, el 60% del capital de la sociedad, y con independencia del éxito de la oferta.

Umbral

El Grupo considera que la regla de ruptura debería ser accesible para un oferente que haya hecho una oferta general sobre todas las acciones de la sociedad y que haya adquirido un cierto umbral de capital que soporta riesgo como resultado de la oferta, esto es, un cierto porcentaje del capital que tiene derecho a los beneficios residuales y activos residuales de la sociedad. El capital que no soporta riesgo, en este sentido, no debería ser incluido en el cálculo del umbral.

El Grupo opina que el umbral no debería colocarse en un porcentaje superior al 75% del capital que soporta riesgo de la sociedad. Los Estados miembros deberían tener la libertad de colocar el umbral en un nivel más bajo, suficiente para adoptar acuerdos especiales, como enmiendas a los estatutos y modificaciones societarias trascendentes. Si el oferente adquiere el porcentaje aplicable (al que nos referimos con el porcentaje de 75% por conveniencia) del capital que soporta riesgo, debería tener la posibilidad de ejercer los derechos de control que normalmente se aplicarían en proporción a su participación y por lo tanto controlar la actividad y gestión de la sociedad.

Los Estados Miembros deberán cerciorarse de que las mayorías cualificadas requeridas para adoptar acuerdos especiales no excedan el nivel de capital que soporta riesgo que fijen como umbral para la regla de ruptura. Generalmente, el efecto de la regla debería consistir en permitir que el oferente ejercite todos los derechos que al accionista se le confieren para controlar la sociedad (sin perjuicio de lo que se disponga generalmente para la protección de las minorías) incluyendo el control sobre el nombramiento y remoción de los miembros del consejo de administración de la sociedad que sean nombrados por los accionistas, y el poder de modificar los estatutos.

Después de que la oferta haya sido anunciada, la Junta General de accionistas puede haber acordado, o haber autorizado al consejo de administración, una ampliación de capital como una defensa posterior a la OPA. Si el capital que se emite no es capital que soporte riesgo, esto no afecta al umbral que el oferente debe alcanzar para la aplicación de la regla de ruptura; las acciones nuevamente emitidas son ignoradas para calcular si el oferente ha adquirido suficiente capital que soporte riesgo. Si el capital nuevo es capital que soporta riesgo, el efecto sería que el oferente tendrá que adquirir más capital que soporta riesgo con anterioridad a la emisión para poder disfrutar de la regla de ruptura.

Si las nuevas acciones que soportan riesgo son emitidas a un tercero que está decidido a no vender al oferente, y que equivalen a más de un tercio del capital que soporta riesgo existente antes de la emisión, se hace imposible que el oferente alcance el umbral. Este es, en tal caso, el resultado de la decisión de los accionistas de la sociedad adoptada en una Junta celebrada después de que

la oferta haya sido anunciada. Pero debe subrayarse que, a la vista de nuestra recomendación señalada *supra*, esto sólo puede conseguirse con plena aplicación del principio de proporcionalidad (ver parágrafo 4.1 *supra*). Esta decisión debe ser respetada, pues en sí misma no viola los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control.

El efecto deseado de la regla de ruptura no es el de expulsar o expropiar a los accionistas minoritarios, sino, simplemente, el de corregir las desviaciones de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad tras una OPA exitosa (ver también *infra*, sobre los efectos). Un umbral más alto, similar al 90% que el Grupo recomienda como umbral mínimo para la venta obligatoria de las participaciones minoritarias (*squeeze-out right*), no se justifica, por tanto, como un umbral para la regla de ruptura.

El oferente debería poder, en los casos en que la invocación de la regla de ruptura sea necesaria para alcanzar un control efectivo, someter su oferta general por todas las acciones de la sociedad a la condición de alcanzar el porcentaje necesario de capital que soporta riesgo (con la posibilidad de incrementarlo en el caso de que haya sido adoptada una defensa posterior a la OPA con la necesaria autorización de la Junta general de accionistas⁽¹⁷⁾) y a la consiguiente posibilidad de utilizar el derecho de ruptura.

Efectos

El efecto de la regla de ruptura debería ser el de corregir las desviaciones en los estatutos sociales, y en otros documentos constitutivos de la sociedad, respecto de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control. El oferente que adquiera el 75% o más del capital que soporta riesgo debería poder controlar la sociedad, sus negocios y su funcionamiento. Ello implica la existencia de dos tipos de normas, las referidas a diferentes mecanismos en los estatutos y las relativas a otros documentos constitutivos.

1. El oferente que adquiera 75% o más del capital que soporte riesgo debería poder ejercitar un porcentaje correspondiente de los votos totales que pueden ser ejercitados en una Junta general de accionistas. Esto significa que, al calcular los votos y el derecho a participar en una junta general de accionistas celebrada después de que el oferente haya alcanzado ese umbral, algunas de las

(17) Se trata de la situación en la que la Junta general, tras el anuncio de la oferta, decide ampliar el capital social (N. del T.).

disposiciones de los estatutos sociales y de otros documentos constitutivos de la sociedad tendrán que ser ignoradas. Por ejemplo:

— Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que prevean limitaciones máximas al número de votos que puede ejercer un solo accionista, o limitaciones a los derechos de voto que se refieren a una cierta clase de acciones; en la medida en que esas acciones constituyen capital que soporta riesgo, deberían tener derechos de voto proporcionados a su participación en el capital social que soporta riesgo.

— Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que confieren derechos de voto múltiple a los tenedores de una cierta clase de acciones o derechos de voto doble a ciertos tenedores dentro de una misma clase de acciones; en la medida en que estas acciones constituyen capital que soporta riesgo, deberían atribuir votos proporcionados a su participación en el capital social que soporta riesgo.

— Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que nieguen por completo los derechos de voto a una cierta clase de capital que soporta riesgo; estas acciones deberían atribuir derechos de voto proporcionados a su proporción en el capital social que soporta riesgo.

— Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que confieran derechos de voto al capital que no soporta riesgo; estas acciones deberán quedar excluidas de derechos de voto, a menos que exista un incumplimiento que se refiera a sus derechos financieros limitados.

2. El oferente que adquiera un porcentaje del 75% o más del capital que soporta riesgo debería ser capaz de ejercer los derechos fundamentales de control que el Derecho de sociedades concede para tener la posibilidad de controlar la gestión de los asuntos de la sociedad y el funcionamiento de su negocio. Estos derechos incluyen el derecho de nombrar y remover a los miembros del consejo de administración, y de fijar las condiciones para su nombramiento; y el derecho de determinar las normas básicas de la sociedad a través de la modificación de los estatutos sociales o de otros documentos constitutivos. Las disposiciones en los estatutos sociales que limiten el ejercicio de estos derechos deberían ser derogadas. En la medida en que estas disposiciones no estén incluidas en los estatutos sociales, pero operen como normas dispositivas del Derecho general de sociedades (p. ej. un periodo fijo de duración del mandato de los miembros del Consejo de administración como norma dispositiva de Derecho de sociedades), las normas también deberán ser desplazadas en su aplicación.

Esas disposiciones incluyen también las que conceden a los titulares de una clase especial de acciones el derecho exclusivo de hacer propuestas vincu-

lantes de nombramiento, suspensión o remoción de miembros del Consejo de administración, o que conceden esos derechos al Consejo de administración o a terceros. Debería hacerse una excepción para los derechos de propuesta o de nombramiento de terceros que son imperativos en el Derecho de sociedades de los Estados Miembros. Estos incluyen los derechos de propuesta o de nombramiento de los empleados conforme a las normas nacionales imperativas de codeterminación o, respecto de la Sociedad Europea, conforme a la Directiva sobre la participación de los trabajadores en la Sociedad Europea⁽¹⁸⁾. El efecto de la regla de ruptura debería ser que el oferente que adquiere 75% o más del capital que soporta riesgo puede nombrar, suspender y remover a aquellos administradores que la Junta general de accionistas, conforme al Derecho de sociedades aplicable, pueda nombrar, suspender y remover. Cuando los estatutos sociales prevean turnos de nombramiento de los miembros del Consejo de administración, o períodos de mandato fijos, estas disposiciones deberían ser asimismo derogadas para permitir al oferente, de forma inmediata, remover a todo el Consejo de administración y nombrar nuevos miembros del mismo.

Existen disposiciones similares que condicionan la modificación de los estatutos sociales a una propuesta previa del Consejo de administración o de una Junta de tenedores de una clase determinada de acciones. La aplicación de estas normas también deberá quedar excluida después de que un oferente haya alcanzado el umbral. El oferente que haya adquirido el 75% o más del capital que soporta riesgo deberá poder enmendar los estatutos sociales y cualquier otro documento constitutivo y de ese modo formalizar la reinstauración de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad con carácter permanente.

Desde una perspectiva de Derecho de sociedades y de Derecho del Mercado de valores, no existe justificación para distinguir entre sociedades en las que los derechos especiales de control los tienen individuos y sociedades en las que los derechos especiales de control los tienen los Estados. Si una sociedad que previamente era pública es privatizada y busca disfrutar de los beneficios que traen consigo los mercados de capitales, debería estar sujeta a los mismos principios y reglas de Derecho de sociedades y del Derecho del Mercado de valores que se aplican a las demás sociedades. Por tanto, el Grupo considera que la regla de ruptura debería aplicarse también para desplazar la aplicación de los derechos especiales de control ligados a acciones de oro en posesión de los Estados Miembros, incluso si el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictamina que no violan el Tratado de Roma. Si los Estados miembros desean con-

(18) Directiva del Consejo 2001/86/CEE, de 8 de octubre de 2001, que completa el Estatuto de la Sociedad Europea con respecto a la participación de los trabajadores.

servar el control sobre una sociedad para un fin público legítimo, deberían hacerlo a través de la legislación sujeta a los principios del Derecho público. Esto ayudaría también para garantizar la corrección procesal en el ejercicio de los poderes por parte del Estado.

La regla de ruptura debería aplicarse con independencia de que las disposiciones relevantes de los estatutos sociales hubieran sido introducidas en ellos antes de que la oferta hubiera sido realizada o hayan sido incluidas como una técnica de defensa posterior a la formulación de la OPA. El Grupo subraya que, en su opinión, en ese último caso, la Junta general de accionistas puede sólo haber decidido incluir estas disposiciones con la debida observancia de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad (v. parágrafo 4.1 *supra*). Si, de todas maneras, con posterioridad los accionistas deciden vender sus acciones al oferente hasta el punto de que éste alcanza el 75% del capital que soporta riesgo, son los propios accionistas quienes han rechazado, claramente, su decisión inicial de crear defensas contra tal oferta. La decisión posterior de los accionistas, de vender sus acciones en tan gran medida, debería prevalecer y el oferente debería, al alcanzar el umbral, ser capaz de romper las disposiciones en los estatutos sociales que se desvíen de los dos principios fundamentales.

La regla de ruptura debería tener efectos inmediatamente después de la adquisición del umbral del porcentaje de capital que soporta riesgo por parte del oferente, tras una OPA general. Si la norma de ruptura sólo tuviera efectos tras el final de un cierto período, ello crearía una incertidumbre inaceptable para el oferente, para la sociedad, para los demás accionistas, y para el Consejo de administración.

El ejercicio de los derechos de control por parte del oferente en proporción a la tenencia de capital que soporta riesgo, en particular para remover y nombrar a los miembros del Consejo de administración y para modificar los estatutos de la sociedad, requiere que se celebre una Junta general de accionistas. El oferente que haya alcanzado el umbral debería tener el derecho de convocar una Junta general de accionistas en un plazo breve, siempre que la Junta no se reúna antes de dos semanas tras la notificación [cfr. art. 9.1.c) de la Directiva, para la celebración de una Junta general con un plazo de constitución corto, para decidir sobre medidas defensivas].

En la Junta, el oferente (y los demás tenedores de capital que soporta riesgo) tiene el derecho de ejercer derechos de voto en proporción a su tenencia de capital que soporta riesgo. El oferente puede ejercitar sus derechos para que la Junta general remueva y nombre los miembros del Consejo de administración y modifique los estatutos sociales para hacerlos coherentes con sus derechos, removiendo así toda incertidumbre y confusión entre los accionistas respecto de la posición que les corresponde. Hasta que se celebre esa Junta gene-

ral, el consejo de administración debería quedar sometido a la obligación de no frustrar el ejercicio del control por parte del oferente [cfr. art. 9.1.a) de la Directiva para la obligación del Consejo de administración de no frustrar la oferta durante el período de la misma).

Compensación (Indemnización)

El Grupo ha considerado si el tenedor de acciones que den derechos de voto desproporcionados o derechos de control especiales debería ser indemnizado por la pérdida de esos derechos, que se deriva de que el oferente alcance el umbral de la ruptura tras una OPA general. El Grupo está de acuerdo en que no se debe exigir al oferente que pague esa indemnización. La pérdida de esos derechos especiales sería el resultado de una opción de política pública realizada por la Unión Europea y los Estados miembros con la finalidad de crear una igualdad de oportunidades en las OPAs en toda la Unión. Los tenedores de derechos especiales los pierden en una situación de ruptura básicamente porque, como cuestión de política pública, no deberían poder ejercer esos derechos una vez que un oferente ha adquirido el 75% o más del capital que soporta riesgo tras una OPA general. El nuevo régimen puede seguramente conducir a que las sociedades se reestructuren voluntariamente por lo que se refiere a las disposiciones de control, cuando éstas no se conforman a los dos principios fundamentales. Puede haber casos excepcionales en los que sea apropiada una indemnización por pérdida de derechos de control específicos si el tenedor de esos derechos demuestra la existencia de un daño real. El Grupo recomienda que esta cuestión sea revisada con más detalle en el futuro, y especialmente si debe existir un procedimiento de valoración para estos casos. Ese procedimiento no debería, en ningún caso, impedir al oferente que utilice la regla de ruptura para ejercer el control.

Conclusión

La revisión de estas cuestiones tiene como resultado un modelo para una regla de ruptura que debería aplicarse tras una OPA que tenga un éxito sustancial. El modelo requerirá mayores precisiones en la Directiva y puede que se necesite dejar a los Estados miembros cierta flexibilidad respecto del modo en que han de abordarse los mecanismos concretos aplicados en los diferentes Estados miembros (como por ejemplo el fundamento y los medios para determinar definitivamente y establecer cuándo se alcanza el umbral). Los principios fundamentales del sistema, sin embargo, deberían ser incluidos en una futura Directiva sobre OPAs.

3. Otras barreras contra las OPAs

El Grupo considera que ciertas barreras específicas de sociedades contra las OPAs deberían quedar fuera del alcance de la regla de ruptura, fundamentalmente porque la regla parece ser un medio inadecuado para abordar esas barreras. Esto no quiere decir que estos mecanismos no deban ser abordados en absoluto y que deban continuar funcionando como barreras anti-OPA. El Grupo ha examinado tres tipos de barreras:

- A) Disposiciones en los estatutos sociales, o en otros documentos constitutivos, que restringen la transmisibilidad de las acciones.

La Directiva de admisión a cotización de 1979⁽¹⁹⁾ requiere que las acciones cotizadas sean libremente transmisibles. Sin embargo, no es infrecuente que ciertas sociedades cotizadas sólo tengan parte de su capital que soporta riesgo admitido a cotización (p. ej., de las acciones ordinarias que soportan riesgo sólo cotiza el 50%) o que tengan una clase o clases separadas de acciones no cotizadas de capital que soporta riesgo. El requisito de libre transmisibilidad no se aplica a estas acciones no cotizadas. Las sociedades pueden limitar la transmisibilidad de estas acciones imponiendo límites máximos de propiedad accionarial o un derecho de preferencia o de aprobación para la sociedad o para otros tenedores de estas acciones. Si las sociedades han emitido una cantidad sustancial de acciones no cotizadas que estén sujetas a este tipo de restricciones de transmisibilidad, es efectivamente imposible que un oferente que haga una OPA general alcance el umbral de capital que soporta riesgo requerido para la aplicación de la regla de ruptura.

El Grupo cree que en el caso de que un oferente formule una OPA general por todas las acciones que soportan riesgo de la sociedad, esas restricciones de transmisibilidad no le deberían ser oponibles. Los tenedores de acciones no cotizadas que soportan riesgo deberían poder venderlas al oferente, y el oferente debería poder comprarlas.

Un ejemplo concreto de esto se produce cuando una sociedad emite acciones a una fundación, que a su vez emite resguardos de depósito sobre esas acciones, sin derecho a voto respecto de las acciones. No es infrecuente que los estatutos sociales o los documentos que regulan los resguardos de depósito de las acciones excluyan la posibilidad de canjear los resguardos de depósito por

(19) Directiva del Consejo 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, para la coordinación de las condiciones de admisión a cotización a bolsas de valores oficiales.

las acciones, o bien que limiten ese canje a un pequeño porcentaje de las acciones subyacentes, que son las que pueden estar en posesión de cada accionista. Si los resguardos de depósito de acciones que soportan riesgo cotizan, deberían ser sustituibles por las acciones subyacentes con total libertad en el caso de una OPA general.

B) Barreras contractuales a las OPAs

Existe una gran variedad de pactos en los contratos en los que una sociedad es parte que pueden causar que el contrato surta efectos, se altere o se extinga como consecuencia de un cambio de control en la sociedad. Entre los ejemplos, se encuentran los “paracaídas de oro” para los administradores, la concesión a los administradores de pagos sustanciales en el caso de que tengan que dejar sus puestos como consecuencia de una OPA, cláusulas de cambio de control que constituyan incumplimientos en contratos de préstamo, y cláusulas de cambio de control que resulten en la liquidación o cambio de control de una sociedad conjunta.

El Grupo cree que estas cláusulas no deberán quedar sujetas a la regla de ruptura, ya que sería muy complejo abordar las razones perfectamente aceptables de la contraparte del contrato para requerir que se produzcan esos efectos contractuales, su buena fe y confianza en esas cláusulas, y su derecho de obtener indemnización si se aplica la norma de ruptura.

El Grupo considera que estas tácticas contractuales, que pueden constituir barreras anti-OPA, deberán ser abordadas conforme a los principios del Derecho general de los contratos y del Derecho de sociedades. Los pactos contractuales que puedan causar daño solo a la sociedad y que no parezca que puedan estar justificados por las necesidades legítimas de la contraparte normalmente pueden ser atacados conforme al Derecho de los contratos de los Estados Miembros. Incluso en el caso de que el Derecho de los contratos no diera una oportunidad de impugnar el contrato con efectos respecto de la contraparte, el Derecho de sociedades impone deberes a los administradores que firman esos contratos en nombre de la sociedad. El riesgo de responsabilidad es un freno para que los administradores no suscriban esos contratos.

Otro tipo de barrera contractual a las OPAs es el acuerdo entre accionistas que prohíbe la transmisión de acciones de estos accionistas a un oferente, que algunas veces es reforzado por cláusulas penales cuantiosas. Si los accionistas que tienen participaciones sustanciales en la sociedad acuerdan esas restricciones, se excluye efectivamente que pueda existir una OPA exitosa.

En principio, los accionistas tienen libertad para acordar con otros accionistas no vender sus acciones en una (determinada) OPA o, de una forma más

suave, ofrecer a otros accionistas sus acciones en el caso de una OPA. Sin embargo, existe una seria preocupación, análoga a la que surge en el caso de la autorización de medidas defensivas dada por la Junta de accionistas con anterioridad a que una oferta exista de hecho, de que los accionistas que suscriben ese acuerdo carezcan de la suficiente información para juzgar si la venta de sus acciones a un oferente futuro potencial sería atractiva o no. La preocupación es todavía mayor cuando el acuerdo de no vender las acciones en una oferta futura y potencial queda reforzado con cláusulas penales sustanciosas que impiden a los accionistas revisar su decisión a la luz de los cambios de circunstancias. Estas preocupaciones han conducido a un Estado Miembro (Italia) a disponer que este tipo de disposiciones en los acuerdos entre accionistas es inoponible cuando se lanza una OPA general. El Grupo recomienda que la Comisión estudie si esta solución podría servir como regla general para todos los Estados Miembros.

C) Estructuras piramidales ⁽²⁰⁾

En algunos Estados Miembros, una persona ejerce el control sobre una sociedad mediante una cascada de sociedades cotizadas y no cotizadas, cada una de las cuales tiene una participación de control en la siguiente, con el resultado de que la sociedad al final de la cadena es controlada a través de una participación económica relativamente pequeña. Existen accionistas minoritarios, no de control, en cada una de las sociedades de la cadena. El resultado es que el propietario final, con una reducida inversión que soporta riesgo en la sociedad situada en la base de la pirámide, puede ejercer el control *de jure* o *de facto* sobre esa sociedad mediante esa serie de sociedades interpuestas. Cuantas más sociedades haya en la pirámide, menor puede ser la inversión económica que el propietario final necesita para conservar el control sobre la sociedad.

Las estructuras piramidales consiguen, de manera diversa, una desproporción entre la propiedad de capital que soporta riesgo y los derechos de control que es similar, por ejemplo, a la que se consigue mediante los derechos de voto múltiple. En cada sociedad de la cadena, sin embargo, puede mantenerse un estricto respeto de la proporcionalidad entre capital y derechos de control. La desproporción económica puede ser alcanzada manteniendo solamente el porcentaje mínimo para conservar el control en cada nivel y contando con accionistas minoritarios en cada sociedad, para financiar el ejercicio del control por parte del propietario final.

(20) Similares preocupaciones suscitan las participaciones cruzadas o circulares entre varias sociedades cotizadas.

Es difícil ver cómo una regla de ruptura podría resolver estos problemas. Tendría que ser aplicada a la estructura piramidal en su conjunto y tendría que suponer que el porcentaje de capital que soporta riesgo en la sociedad al final de la cadena ha de ser determinado sobre la base de las participaciones proporcionales agregadas de los accionistas en cada nivel. Para alcanzar el umbral sobre una base agregada, el oferente debe extender su oferta al capital que soporta riesgo en al menos algunas de las sociedades de la pirámide, y adquirir dicho capital. Esta opción es, con toda probabilidad, costosa, y potencialmente imposible de conseguir. Desde luego, es poco atractiva y altamente compleja en los casos en que las distintas sociedades, como a veces sucede, no solamente tienen acciones en otras sociedades de la cadena, sino que a la vez tienen acciones en otras sociedades que no guardan ninguna relación. Las OPAs que el oferente tendría que formular para adquirir suficiente capital que soporta riesgo en las diferentes sociedades tendrían que incluir un precio por las inversiones en otras sociedades, en las que el oferente no está interesado en absoluto.

El Grupo cree que las estructuras piramidales deberán quedar fuera del alcance de la regla de ruptura. Plantean problemas generales también fuera del contexto de las OPAs. Perjudican la transparencia de la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas, afectan al mecanismo de fijación de precios respecto de las acciones cotizadas en cada uno de los niveles de la estructura; hacen el control sobre las sociedades que pertenecen a esos Grupos sustancialmente incontestable, incluso cuando son sociedades cotizadas, o al menos hacen la adquisición del control de esas sociedades extremadamente costosa; y, finalmente, crean minorías accionariales en distintos niveles que, directa e indirectamente, y en total, tienen la mayoría del capital que soporta riesgo pero son incapaces de ejercer el control en ningún nivel. Si esto es inaceptable o no depende del nivel y eficacia de las normas de tutela de la minoría que se apliquen para garantizar la protección de los accionistas en todo el grupo. Recomendamos que la Comisión estudie si las estructuras piramidales (incluyendo la posibilidad de que más de una sociedad dentro de un mismo grupo cotice) deberían ser reguladas y qué medidas adecuadas de protección (en Derecho de grupos, en normas de admisión a cotización o en otras normas) deberían ser aplicadas en todos los Estados Miembros.

V. IGUALDAD DE OPORTUNIDADES ENTRE LOS ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN EUROPEA

En el debate que condujo al rechazo de la última propuesta de Directiva en el Parlamento Europeo, se utilizó el argumento de que la Directiva no creaba una igualdad de oportunidades entre la Unión Europea y los Estados Unidos. Las sociedades de la Unión Europea sufrirían serias restricciones para elevar

defensas contra las OPAs, conforme al art. 9 de la Directiva, mientras que las sociedades estadounidenses podrían utilizar una serie numerosa de mecanismos para defenderse contra una OPA.

El Grupo querría subrayar en primer lugar que no existe un conjunto de reglas aplicables con carácter general a las OPAs en los Estados Unidos. El Derecho de sociedades es de competencia estatal y las leyes de los distintos Estados que regulan las OPAs difieren en gran medida. Las normas del Derecho federal de valores solo tienen una relevancia limitada respecto de la capacidad de las sociedades de defenderse contra las OPAs. Como resultado, no existe una clara igualdad de oportunidades en las OPAs dentro de los Estados Unidos.

Una vez dicho esto, es verdad que los consejos de administración de las sociedades estadounidenses generalmente tienen una gran discreción para poner en práctica medidas defensivas de conformidad con la llamada *business judgement rule*, que en algunos Estados ha sido modificada en el contexto de las OPAs. Esta discreción es utilizada para emplear una enorme variedad de tácticas defensivas, como las “píldoras envenenadas”, la “venta de las joyas de la corona”, el *greenmail*, las cláusulas de control y los “paracaídas de oro”, sólo para nombrar unos pocos. El Consejo de administración tiene que permanecer neutral sólo si ha decidido que la sociedad ha de ser vendida y lo que se necesita es un proceso para elegir entre dos o más oferentes competidores. En ese caso, el único deber del Consejo de administración es el de asegurar que los accionistas consiguen el mayor precio para sus acciones.

Además, numerosos Estados han aprobado leyes que permiten específicamente al Consejo de administración considerar intereses distintos a los de los accionistas (pero, naturalmente, no sus propios intereses) al decidir cómo responder a una OPA, o prohibir al oferente que realice ciertos tipos de operaciones de negocios con la sociedad mientras no haya alcanzado un cierto umbral de las acciones con voto de la sociedad. Algunas de estas leyes han sido declaradas inconstitucionales por los Tribunales de justicia, y otras han sido aprobadas y son aplicadas en la práctica con gran frecuencia. Sin embargo, los Tribunales de los Estados Unidos generalmente imponen a los administradores la carga de la prueba de demostrar que las medidas del Consejo de administración se adoptaron verdaderamente en los mejores intereses de la sociedad, y los accionistas reclaman con fuerza las obligaciones que se derivan de ello.

El Grupo reconoce que sus propuestas, si son llevadas a la práctica, no resultarían en que las normas de Derecho de sociedades aplicables a las OPAs en la Unión Europea fueran aproximadamente similares a las aplicadas en los Estados Unidos de América. Por una serie de razones, sin embargo, el Grupo considera que el ejemplo estadounidense no debería ser seguido en la Unión Europea.

1. La amplia discreción del Consejo de administración de las sociedades estadounidenses para levantar medidas defensivas opera en un medio ambiente general jurídico y de Derecho del mercado de capitales que difiere sustancialmente del de la Unión Europea. Los consejos de administración estadounidenses están sujetos a una mayor presión para aumentar el valor de la acción (“*shareholder value*”) que la que se aplica normalmente a sus colegas de la Unión Europea. Se les juzga por su rendimiento en los mercados de capitales. Mientras que, en teoría, los administradores pueden “simplemente decir no” a un potencial oferente, quedan sujetos a presiones de los consejeros no ejecutivos del Consejo de administración, de los bancos de inversión y asesores, y en particular, de los inversores institucionales. Su comportamiento es fundamentalmente transparente conforme a las normas que imponen ese deber de transparencia y al intenso escrutinio de los medios de comunicación. También tienen que contar con ser sustituidos en un *proxy contest* a través del que el oferente puede lograr el nombramiento de una mayoría de los miembros del Consejo de administración, aunque en el caso de un Consejo de administración dividido en tramos sólo puede renovarse el Consejo tras un determinado período de tiempo. Finalmente, es relativamente fácil que los accionistas lleven a los miembros del Consejo de administración a los tribunales para exigirles su responsabilidad. Las acciones de responsabilidad contra los administradores son un fenómeno común de la práctica societaria estadounidense. Incluso cuando la *business judgement rule* (modificada) se aplica, el riesgo de responsabilidad es claramente mayor para los miembros de un Consejo de administración de una sociedad estadounidense que para los miembros de un Consejo de administración de una sociedad de la Unión Europea. Además, el sistema judicial estadounidense es muy receptivo a estas acciones de responsabilidad y está, en general, mejor equipado para resolver estas acciones dentro de un contexto de OPAs que los sistemas judiciales de los Estados Miembros de la Unión Europea.

2. La discreción relativamente amplia del Consejo de administración para defenderse de las OPAs ha conducido, ciertamente, a que una serie de OPAs hayan fracasado o no hayan sido siquiera formuladas. Sin embargo, la actividad de OPAs en los mercados de capitales estadounidenses es intensa y forma parte esencial de su estructura financiera y económica. Las ofertas hostiles (es decir, aquellas que no han sido pactadas por el Consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta) se formulan regularmente y, bajo la presión del sistema jurídico y del mercado de capitales, con frecuencia se convierten en ofertas amistosas posteriormente (es decir, el Consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta recomienda la oferta a sus accionistas o al menos cede en su oposición a la misma). Como el Anexo 5 muestra, los mecanismos defensivos y las leyes estatales no han impedido que las sociedades de la Unión Europea tomen el control de sociedades estadounidenses. Las sociedades de la Unión Europea se benefician en gran medida de la actividad del

Mercado de control en Estados Unidos. En muchos de los Estados de la Unión Europea, por otro lado, existen barreras contra las OPAs que hacen que el control de sociedades cotizadas sea incontestable con mayor frecuencia. En la opinión del Grupo, esto no es deseable en el contexto de la Unión Europea, ya que tiene que construirse un Mercado financiero integrado para que los negocios se beneficien íntegramente y hagan un uso efectivo del Mercado Único Europeo.

3. Algunos mecanismos anti-OPA aplicados en los Estados Unidos se utilizan porque los oferentes pueden obtener el control sobre una sociedad haciendo una oferta sólo a una parte del capital de la sociedad. Para evitar que los accionistas sufran la presión para vender, estos mecanismos fuerzan al oferente a hacer una OPA general, por todas las acciones, para poder ejercer el control. En la Unión Europea, sin embargo, la disposición que regula la OPA obligatoria en la Directiva requeriría que un oferente haga una OPA general a todos los accionistas por toda su participación a un precio equitativo, si desea adquirir el control de la sociedad. En el sistema de la Directiva, no se requieren mecanismos anti-OPA específicos para conseguir este objetivo.

4. Las normas actuales anti-OPA en los Estados Unidos no están en absoluto exentas de controversia incluso en los Estados Unidos. Algunos las aceptan como el resultado de la competencia regulatoria entre los Estados y el *lobbying* eficaz de la comunidad empresarial, pero existe un gran *corpus* de literatura económica y jurídica que argumenta que a los administradores se les debería prohibir el recurso a las tácticas defensivas y que la decisión final debería corresponder a los accionistas. Las razones para estos argumentos son idénticas a las que el Grupo ha señalado para sus propuestas de garantizar los principios de libre decisión de los accionistas y proporcionalidad en el contexto de las OPAs.

El Grupo considera que la Unión Europea debería, en primer lugar, considerar qué tipo de regulación de las OPAs es necesario para acelerar el desarrollo de unos mercados de capitales integrados y eficientes en la Unión. En opinión del Grupo este objetivo se alcanza de una mejor manera si se introducen las normas que aseguren el funcionamiento de los principios de libre decisión de los accionistas y proporcionalidad entre soportar el riesgo y el control en el contexto de las OPAs, como se recomienda en este informe. Las controvertidas normas anti-OPA estadounidenses probablemente fueran menos beneficiosas para el desarrollo de mercados financieros eficientes e integrados en la Unión Europea. Además, el Grupo cree que sus propuestas no darían a las sociedades estadounidenses una ventaja injusta cuando traten de explotar el Mercado Único Europeo tomando el control de sociedades de la Unión Europea, si se comparan a las condiciones que se aplican a las sociedades de la Unión Europea que explotan las ventajas del mercado estadounidense tomando el control de socie-

dades estadounidenses. Si, no obstante, las preocupaciones políticas persisten, puede considerarse la oportunidad de disponer que los beneficios de la aplicación de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre riesgo y control, tal y como se recomiendan en este informe, puedan ser sólo disfrutadas por las sociedades cotizadas de la Unión Europea que formulen ofertas generales sobre otras sociedades cotizadas de la Unión Europea, en la medida en que esto no viole los acuerdos internacionales y pueda ser aplicado en la práctica.

En resumen, se requeriría a las sociedades cotizadas que publiquen información completa sobre sus estructuras de capital y control (salvo lo que se derive directamente del Derecho aplicable), por ejemplo en los informes anuales, en los documentos de admisión a cotización y en los folletos. Si se producen cambios importantes en esta información, las sociedades cotizadas deberían quedar sometidas a una obligación continuada de revelar esos cambios. La publicidad de algunos de estos elementos es ya un requisito de las Directivas existentes: el Grupo recomienda que esos elementos sean publicados y presentados de una manera combinada y coherente.

Tras el anuncio de la oferta, cualquier autorización de la Junta general de accionistas para adoptar medidas que frustren la oferta debería ser aprobada por una mayoría de votos ejercitados por los tenedores de la mayoría proporcional del capital que soporta riesgo de la sociedad. El oferente debería tener también la posibilidad de votar en esa Junta en la medida en que ya tenga capital que soporta riesgo en la sociedad.

Debería introducirse una norma que permita al oferente la ruptura de los mecanismos y estructuras que puedan frustrar una oferta, tal y como se definan en los estatutos sociales y los documentos constitutivos relacionados con ellos, en caso de que exista una oferta que alcance tal grado de éxito que claramente justifique esta medida.

El umbral para ejercer el derecho de ruptura no debería situarse en un porcentaje superior al 75% del capital que soporta riesgo de la sociedad en la fecha de finalización de la oferta. Los Estados miembros deben tener la opción de colocar el umbral en un nivel suficiente para adoptar acuerdos especiales como las modificaciones estatutarias y reconstrucciones societarias. Los Estados miembros deben asegurar que las mayorías cualificadas requeridas para los acuerdos especiales no exceden el nivel de capital que soporta riesgo que fijen para la regla de ruptura. El oferente debería tener la posibilidad de hacer su oferta condicional en adquirir el umbral necesario de capital que soporta riesgo.

Las disposiciones en los estatutos sociales y en otros documentos constitutivos que se desvíen de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control deberían ser elimi-

nadas. Esas disposiciones incluyen (1) las reglas que afectan a los derechos de voto y (2) las reglas que se refieren a la composición del Consejo de administración y la determinación de las normas organizativas de la sociedad. Estas disposiciones deberían ser eliminadas con independencia de que a) los derechos especiales de control los tengan individuos, sociedades o Estados, y b) estas disposiciones hayan sido ya incluidas antes de que se realice la oferta o hayan sido incluidas como una defensa posterior a la oferta. En el caso de que esas disposiciones estén en manos de los Estados miembros, sólo deben permitirse si están sujetas a principios de Derecho público, y, por supuesto, si son justificables conforme al Derecho comunitario.

El efecto de la norma de ruptura debería ser inmediato tras la adquisición del oportuno umbral de capital que soporta riesgo por parte del oferente, tras una oferta general.

El oferente que haya alcanzado el umbral debería tener el derecho de convocar una Junta general de accionistas con breve plazo de notificación, en la que tendrá el derecho de ejercitar derechos de voto en proporción a su participación en el capital que soporta riesgo.

El oferente no debería tener la obligación de pagar una indemnización a los tenedores de acciones que confieran derechos de voto desproporcionados o que confieran derechos especiales de control, por la pérdida de estos derechos que se derive de que el oferente alcance el umbral de ruptura después de una OPA general. Puede haber casos excepcionales en los que se deba una indemnización si el tenedor de esos derechos demuestra que existe un daño concreto: el Grupo recomienda que se estudie con más profundidad si debería regularse un procedimiento de valoración para esos casos.

En el caso de que un oferente haga una oferta general por el capital que soporta riesgo de una sociedad, las restricciones a la transmisibilidad de las acciones que representan capital que soporta riesgo y que no estén cotizadas deberían ser inoponibles contra el oferente.

Si cotizan los resguardos de depósito representativos de acciones que soportan riesgo, deberán ser canjeables libremente por las acciones subyacentes en el caso de una OPA general.

Las cláusulas contractuales en general, que pueden formar barreras contra las OPAs, no deberían quedar sujetas a la regla de ruptura, sino que deberían ser abordadas conforme a las reglas generales de Derecho de los contratos y Derecho de sociedades. En el caso concreto de los acuerdos entre accionistas que prohíben la transmisión de acciones a un (determinado) oferente, a veces reforzadas por cláusulas penales sustanciosas, el Grupo recomienda que la Comisión examine si una norma por la que estos pactos son inejecutables cuando se formule una OPA general puede ser adoptada en todos los Estados Miembros.

El Grupo considera que las estructuras piramidales deberían quedar fuera del alcance de la regla de ruptura y recomienda que la Comisión estudie si las estructuras piramidales que incluyen varias sociedades cotizadas deberían ser reguladas y qué medidas adecuadas de protección de los accionistas minoritarios (en Derecho de grupos, en normas de admisión a cotización, o de otro tipo) deberían ser introducidas en todos los Estados Miembros.

Las propuestas del Grupo, si son puestas en práctica, no harían que las normas de Derecho de sociedades para las OPAs aplicadas en la Unión Europea fueran similares a las aplicadas en los Estados Unidos. El Grupo, no obstante, considera, por varias razones, que la Unión Europea no debería adoptar las controvertidas normas estadounidenses como modelo, sino que considera, más bien, el tipo de regulación de las OPAs más adecuado para acelerar el desarrollo de los mercados de capitales eficientes e integrados en la Unión. Si, a pesar de ello, siguen existiendo preocupaciones políticas, puede considerarse la oportunidad de disponer que los Estados Miembros tengan la libertad de establecer que los beneficios de la aplicación de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre riesgo y control, tal y como se recomiendan en este informe, puedan ser sólo disfrutados por sociedades cotizadas de la Unión Europea que hagan ofertas generales sobre otras sociedades cotizadas de la Unión Europea, en la medida en que esto no viole los acuerdos internacionales y pueda ser llevado a la práctica de forma efectiva.

CAPÍTULO II

El precio equitativo que ha de ofrecerse en las OPAs obligatorias

I. INTRODUCCIÓN

La noción de precio equitativo está incluida en el artículo 5.1 de la Directiva, que trata de armonizar las circunstancias en las que ha de formularse una OPA obligatoria y que contiene la siguiente norma: "...Esta oferta será dirigida a todos los tenedores de valores por todas sus participaciones a un precio equitativo...".

El Grupo considera que el requisito de ofrecer un precio equitativo es de la máxima importancia, en el contexto de las OPAs obligatorias, para alcanzar una adecuada protección de los accionistas minoritarios. Una OPA obligatoria hecha por un precio que no fuera equitativo no solo fracasaría en el intento de ofrecer esa protección, pues privaría a los accionistas minoritarios de una oportunidad de vender sus acciones en condiciones justas. La ausencia de un requisito de precio equitativo en una OPA obligatoria puede también inducir a los accionistas minoritarios a vender sus acciones en una OPA voluntaria parcial por un precio que no consideren que sea equitativo.

En las sesiones públicas organizadas por el Grupo, se expresó la opinión de que es también deseable adoptar normas sobre el precio equitativo en el contexto de las OPAs voluntarias. Sin embargo, a la vista de su mandato, el Grupo examina la noción del precio equitativo en el presente informe sólo en relación con las OPAs obligatorias. Aparte de los límites de los términos de referencia del Grupo, la exclusión de un requisito de precio equitativo en las OPAs voluntarias está también justificada con el fundamento de que, en principio, el juicio de la adecuación del precio de la oferta debería dejarse al mercado. El Grupo, por tanto, considera que las recomendaciones que hace en el presente capítulo son aplicables sólo a las OPAs obligatorias.

Las largas discusiones sobre la Directiva han ilustrado la dificultad de definir reglas comunes relativas a la contraprestación que debería ofrecerse en una OPA obligatoria, con respecto tanto al nivel como a la naturaleza de tal contraprestación. A la vista de esas dificultades, la propuesta de la Comisión de 1996 simplemente indicaba que la oferta debe ser lanzada a un precio que satisfaga el objetivo de proteger los intereses de los accionistas minoritarios. En su posición común adoptada en junio de 2000, el Consejo consideró preferible utilizar la noción de precio equitativo, sin definirla, e introdujo una norma sobre la naturaleza de la contraprestación que había de ofrecerse. La resolución del Parlamento de diciembre de 2000 contenía una regla que define el nivel mínimo de la contraprestación que ha de ser ofrecida, y añadía una regla adicional sobre la naturaleza de esa contraprestación. Sólo la última de esas dos modificaciones fue finalmente incluida en el texto aprobado por el Comité de conciliación.

Este capítulo en primer lugar traza las grandes líneas de las reglas que se refieren a la noción de precio equitativo tal y como están dispuestas en la Directiva, y da una breve visión de las normas sobre la misma cuestión que existen en los distintos Estados Miembros. El Grupo, a continuación, observa que una definición de precio equitativo debería conseguir un equilibrio adecuado entre los objetivos contrapuestos de flexibilidad y predecibilidad, y examina la cuestión de si cierta armonización de la Unión Europea es deseable. El Grupo, finalmente, presenta sus recomendaciones sobre las principales características de una aproximación de la Unión Europea a la noción de precio equitativo.

II. LA SITUACIÓN ACTUAL

1. Las reglas previstas en la Directiva

El texto aprobado por el Comité de Conciliación el 6 de junio de 2001 contiene dos reglas referidas a la contraprestación que debe ser ofrecida en el contexto de una OPA obligatoria:

— El artículo 5.1 se refiere a las situaciones en las que una persona adquiere el control de una sociedad y contiene el principio de la OPA obligatoria, la noción de precio equitativo y algunas disposiciones (basadas en el principio de la “alternativa en metálico”) relacionadas con la naturaleza de la contraprestación que debe ser ofrecida ⁽²¹⁾;

— El artículo 6.3 requiere que los Estados miembros adopten normas relativas a la información que tiene que ser incluida en el documento de la oferta redactado y hecho público por el oferente en cualquier tipo de oferta (voluntaria u obligatoria) ⁽²²⁾.

2. La gran diversidad de los regímenes nacionales

En algunos de los Estados miembros que actualmente aplican una norma de OPA obligatoria, las disposiciones sobre la contraprestación que ha de ser pagada tienen carácter vinculante; unos pocos Estados miembros prevén sólo la existencia de recomendaciones. Las disposiciones también difieren grandemente con respecto al nivel y naturaleza de la contraprestación que ha de ser ofrecida, como se explica más adelante.

A) El nivel de la contraprestación

En algunos Estados Miembros, el nivel de la contraprestación que ha de ser ofrecida es determinado solamente por referencia a principios generales (p. ej. igualdad de tratamiento de los accionistas). Sin embargo, una gran mayoría de los Estados miembros ha adoptado disposiciones detalladas con respecto a la contraprestación que ha de ser ofrecida en una OPA obligatoria, pero varían

(21) “...Los Estados miembros asegurarán que hay normas en vigor que obligan a esta persona a hacer una oferta como medio para proteger a los accionistas minoritarios de esa sociedad. Esta oferta deberá ser dirigida a todos los tenedores de valores por todas sus participaciones y a un precio equitativo. Cuando la contraprestación ofrecida por el oferente no consista en valores líquidos admitidos a cotización en un mercado regulado, esa contraprestación tiene que incluir una alternativa en metálico al menos como alternativa.

En todo caso, el oferente debe dar una contraprestación en metálico al menos como alternativa, si, él solo o en conjunción con personas que actúen concertadamente con él, ha, durante un período que comience no menos de tres meses antes de que la oferta fue hecha pública de conformidad con el artículo 6.1 y finalizando con la expiración del período de aceptación, adquirido en metálico más del 5% de las acciones o derechos de voto en la sociedad objeto de la oferta.”

(22) “(d) la contraprestación ofrecida por cada valor o clase de valores y, en el caso de las ofertas obligatorias, la base de la valoración utilizada para determinarla, con detalles de la manera en que esa contraprestación será dada”.

considerablemente en la naturaleza y número de criterios empleados, y en la manera en que son aplicados.

Una mayoría de los Estados miembros se refiere al precio más alto (o a un porcentaje del mismo) pagado por el oferente, o por una persona que actúe concertadamente con el oferente, durante un cierto período (de 3 a 12 meses) anterior a la oferta. Sin embargo, pueden mencionarse muchos otros criterios en los mismos Estados Miembros o en otros:

- el precio medio de Mercado durante un cierto período (de 3 a 12 meses) anterior a la oferta;
- el precio pagado por un bloque de acciones cuya adquisición llevó a la modificación del control;
- el “valor neto”/“valor teórico de los activos”/“valor de liquidación” de la sociedad;
- los “criterios objetivos de valoración usualmente aplicados” y los característicos de la sociedad.

Algunos Estados miembros utilizan solo uno de los criterios, p. ej. el del precio más alto pagado por el oferente. Los demás Estados miembros utilizan más de un criterio (en la mayoría de los casos dos o tres—incluyendo a menudo el precio más alto pagado y el valor medio de mercado—, pero existe un Estado Miembro en el que se emplean aún más criterios).

La mayoría de los Estados miembros que utilizan más de un criterio los aplica de manera cumulativa, lo que significa que la contraprestación que ha de ser ofrecida es la más alta de los precios que se obtengan. En algunos Estados miembros, no obstante, se sigue una aproximación diferente, según la cual los diversos precios obtenidos tienen que ser promediados o equilibrados. Finalmente, algunos Estados miembros aplican los distintos criterios de manera alternativa, y la elección de la norma relevante depende de las circunstancias.

La determinación de la contraprestación que ha de ser ofrecida en una OPA obligatoria puede resultar influida además por los siguientes factores:

- Cuando existen diferentes clases de acciones, los criterios mencionados anteriormente tienen que aplicarse clase por clase. En particular, cuando una OPA obligatoria surge de la adquisición del control a través de una clase particular de acciones, algunos Estados miembros tienen normas específicas que se aplican a las otras clases.
- En todos los Estados miembros que han adoptado normas detalladas, se permiten excepciones y derogaciones en circunstancias específicas siempre que los principios generales sean adecuadamente respetados.

— Algunos Estados miembros tienen normas que impiden al oferente adquirir valores en mejores condiciones fuera de la oferta o después de la oferta obligatoria (en un período de 6 a 12 meses). Esas adquisiciones pueden ser simplemente prohibidas, o, en otros Estados miembros conducen a una revisión de la contraprestación pagada en la OPA obligatoria.

B) La naturaleza de la contraprestación

En la mayoría de los Estados Miembros, el oferente tiene la libertad de ofrecer como contraprestación dinero en metálico o valores (que, en algunos Estados Miembros, tienen que ser admitidos a cotización en un mercado regulado en una zona económica definida). En algunos Estados Miembros, cuando se ofrecen valores, siempre tiene que ofrecerse una alternativa en metálico, mientras que en algunos otros Estados Miembros una alternativa en metálico tiene que ser ofrecida sólo en determinadas circunstancias. Finalmente, algunos Estados miembros generalmente requieren una oferta en metálico y sólo permiten la emisión de valores como contraprestación en situaciones restringidas.

III. LA NECESIDAD DE ARMONIZACIÓN

El efecto de la redacción del artículo 5.1 de la Directiva es que la cuestión de si un precio es equitativo o no es una cuestión de Derecho comunitario, en última instancia determinable por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. En la opinión del Grupo, no es deseable que tal cuestión —que surgirá en medio de una operación compleja en la que el tiempo es esencial y en la que la cuestión dependerá mucho de las circunstancias concretas, si se deja indefinida— debería ser determinada por procedimientos judiciales largamente dilatados en el tiempo. La probabilidad de esos procedimientos puede bien tener un efecto de desincentivar operaciones del todo, lo que es indeseable.

El Grupo considera por tanto que, al menos, debería quedar claro que corresponde a los Estados miembros el satisfacer el requisito de la de prever uno o varios criterios de precio equitativo, dentro del margen de apreciación fijado por un requisito amplio en la Directiva de que la OPA obligatoria debe ser hecha a un precio equitativo.

La gran diversidad de los regímenes nacionales aplicables a la contraprestación que ha de ser ofrecida en una OPA obligatoria indica que es difícil concebir una sola regla que pueda ser utilizada en todos los países y en todas las situaciones para alcanzar un nivel adecuado de protección de los accionistas minoritarios. No solo son los diferentes criterios utilizados en los Estados

miembros de distinta relevancia a causa de las características específicas de sus mercados de valores, sino que también la significación de las circunstancias determinadas debe ser tenida en cuenta adecuadamente al determinar el precio que ha de ser ofrecido. Por ambas razones, cualquier tipo de regulación debería permitir un grado razonable de flexibilidad, con el objetivo de alcanzar efectivamente un tratamiento equivalente de todos los tenedores de valores.

Por otro lado, el Grupo subraya que un funcionamiento eficiente de los mercados de valores en la Unión Europea requiere un suficiente grado de predecibilidad respecto de la contraprestación que ha de ser ofrecida en las OPAs obligatorias. De hecho es un desincentivo muy grande a la adquisición del control que esa adquisición imponga una obligación de lanzar una oferta sin que el precio sea predecible. El Grupo por tanto reconoce la conveniencia de introducir a nivel de la Unión Europea una aproximación armonizada que prevea un medio para que los oferentes calculen y determinen idealmente el precio equitativo. Esta aproximación debería, por un lado, crear una fuerte presunción a favor de un precio establecido en aplicación de una regla común y al mismo tiempo dar suficiente flexibilidad en determinadas circunstancias.

IV. LAS CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE UNA APROXIMACIÓN EUROPEA

Las cuestiones principales que han de ser tratadas en una aproximación de la Unión Europea al precio equitativo en una OPA obligatoria tienen que ver con la determinación de la contraprestación que ha de ser ofrecida en la oferta y con el tratamiento de las adquisiciones durante o después de la oferta en mejores condiciones.

1. La contraprestación que ha de ser ofrecida en la OPA obligatoria

El Grupo sostiene la opinión de que el principio de tratamiento equivalente de todos los tenedores de acciones de la misma clase requiere que el precio que ha de ser ofrecido en la OPA obligatoria debería, en circunstancias normales, ser igual al precio más alto pagado por el oferente por las acciones de esa clase, con independencia de que la adquisición se haya realizado o no en el mercado, durante un cierto período anterior a la fecha de la adquisición de valores por parte del oferente que resulten en el cambio de control de la sociedad. Los Estados miembros deberían tener la libertad de establecer la duración de este período entre 6 y 12 meses.

La norma del precio más alto ofrece el doble beneficio de permitir a los accionistas minoritarios compartir plenamente la prima pagada por el adquiren-

te en cualquier momento dentro del período considerado, mientras que al mismo tiempo da al oferente la certeza de que no tendrá que pagar más en la OPA obligatoria de lo que ha estado dispuesto a pagar en el período precedente y como resultado le permite determinar él mismo a qué precio máximo está dispuesto a adquirir todos los valores de la sociedad.

El Grupo, de todas formas, considera que la norma del precio más alto puede no alcanzar un tratamiento equivalente de los tenedores de valores en determinadas circunstancias. Esas circunstancias incluyen, pero no están limitadas a, las siguientes situaciones:

- el precio más alto pagado fue fijado mediante colusión (es decir, mediante acuerdo con el vendedor para evadir la regla del precio más alto pagado);
- los precios de mercado quedaron afectados en general por acontecimientos altamente excepcionales;
- los precios de mercados para los valores relevantes han sido manipulados;
- la fijación de un precio más bajo puede ser una condición necesaria para hacer posible que compañías en crisis puedan ser rescatadas de la quiebra.

Basándose en estas observaciones, el Grupo considera que la Directiva debería:

- por un lado, incluir una regla por la que el precio más alto pagado, tal y como ha sido definido anteriormente, por el oferente se acepta como el precio equitativo en una OPA obligatoria en circunstancias normales;
- por otro lado, declarar explícitamente que los Estados miembros tienen la posibilidad de definir situaciones en las que esta presunción puede ser desplazada y los criterios que pueden ser aplicados por las autoridades supervisoras en su decisión de considerar un precio más alto o más bajo que el precio más alto pagado.

Con respecto a la definición de las situaciones en las que la presunción puede ser desplazada, el Grupo considera que la Directiva debería contener los siguientes principios:

- el principio fundamental es el de equidad, es decir, la desviación de la regla sólo debe producirse cuando se demuestre que su aplicación resultaría claramente en un precio no equitativo;
- cuando la desviación conduzca a un precio más bajo, la carga de la prueba la tiene que soportar el oferente, lo que significa que la autoridad super-

visora no debería siquiera considerar la solicitud si el argumento que se proporciona no parece suficiente;

— ante cualquier duda, la decisión debe ser finalmente guiada por el principio del interés de los accionistas, es decir, los casos poco claros deberían ser decididos dando prevalencia al tratamiento equitativo de los accionistas de la sociedad objeto de la oferta.

Con respecto a los criterios que pueden ser aplicados en esas circunstancias, el Grupo considera que los Estados miembros deberían tener la posibilidad de emplear uno o varios de los siguientes criterios:

- el valor medio de mercado en un cierto período (de 3 a 6 meses) antes de la oferta;
- el valor de liquidación de la sociedad;
- cualquier otro criterio objetivo de valoración normalmente aplicado en análisis financiero.

El Grupo recomienda que cualquier decisión por la que una autoridad supervisora considere que el precio es diferente del precio más alto pagado debe ser acompañada por completa información sobre la naturaleza exacta de las determinadas circunstancias invocadas, la razón precisa de por qué en esas circunstancias el precio más alto pagado no es equitativo y la justificación detallada (naturaleza de los criterios, manera en que se han combinado...) que condujeron a la autoridad supervisora para determinar finalmente el precio que ha de ser pagado por el oferente.

El Grupo observa que, cuando existen diferentes clases de acciones, las normas que gobiernan la determinación del precio equitativo deben aplicarse clase por clase. El Grupo considera además que los Estados miembros deberán adoptar normas específicas, cuando una OPA obligatoria se deriva de la adquisición del control a través de una participación de una clase particular de acciones, o de algunas pero no de todas las clases, que se aplican en relación con las otras clases de acciones en conformidad plena con los principios generales de la Directiva.

El Grupo subraya, finalmente, que la cuestión de si un precio ofrecido en la OPA obligatoria es equitativo depende en gran medida del tiempo de la OPA obligatoria. Toda referencia a un precio pagado o a un valor de mercado de los valores en un período anterior a la adquisición de control por naturaleza se convierte en menos relevante cuanto más tiempo lleve después de ese momento la oferta es efectivamente realizada. El Grupo cree por tanto que al oferente se

le debe requerir para que haga la OPA obligatoria dentro de un corto período de tiempo (que ha de ser fijado por los Estados miembros dentro de un máximo de 30 días) tras haber adquirido el control de la sociedad a través de la adquisición de acciones.

2. Reglas aplicables al pago de un precio mayor durante o después de la OPA obligatoria

El Grupo considera que existen poderosos argumentos según los que el principio de tratamiento equivalente de los tenedores de acciones de la misma clase debería contemplarse como requiriendo que no se ofrezca un precio mayor durante la OPA obligatoria o durante un cierto período después de la OPA obligatoria a los tenedores de acciones que no vendan en la oferta. Un beneficio adicional para los accionistas minoritarios de esa norma es que actúa como un incentivo para que el oferente fije el precio ofrecido en la OPA obligatoria a un nivel razonablemente alto.

En esta aproximación, los Estados miembros tendrían que adoptar normas dirigidas a alcanzar este objetivo, pero podrían escoger libremente entre a) un sistema en el que la adquisición de acciones en mejores condiciones está totalmente prohibida durante la oferta o durante un cierto período después de la oferta y b) un sistema por el que la adquisición de acciones en condiciones más favorables durante la oferta o durante un determinado período después de la oferta obliga al oferente a pagar la diferencia a los tenedores de acciones que vendieron sus acciones en la OPA obligatoria.

Respecto de la duración de ese período, el Grupo recomienda que los Estados miembros deberían adoptar un período de entre 6 y 9 meses.

En resumen, una aproximación armonizada debería ser introducida a nivel de la Unión Europea con el objetivo de proporcionar medios para que los oferentes puedan prever e idealmente determinar el precio equitativo que tendrían que pagar en una OPA obligatoria. Esta aproximación debería, por un lado, crear una poderosa presunción a favor de un precio establecido por aplicación de una regla común y al mismo tiempo permitir suficiente flexibilidad en determinadas circunstancias.

El precio que ha de ser ofrecido en una OPA obligatoria debería, en circunstancias normales, ser equivalente al precio más alto pagado por el oferente por las acciones de la clase relevante, ya sea en el mercado o fuera del mercado, durante un cierto período de tiempo anterior a la fecha de la adquisición de valores por parte del oferente que resultó en el cambio de control de la sociedad. Los Estados miembros deberían poder tener libertad para fijar la duración de este período entre 6 y 12 meses.

Los Estados miembros deberían tener la posibilidad de definir tanto las situaciones en las que la presunción anteriormente señalada puede ser desplazada como los criterios que pueden ser aplicados por las autoridades supervisoras en su decisión de aplicar un precio superior o inferior al precio más alto pagado.

Con respecto a la definición de las situaciones en las que la presunción puede ser desplazada, la Directiva debería contener los siguientes principios: 1) se puede desviar de la regla solo cuando se demuestre que su aplicación resultaría en un precio no equitativo, 2) cuando la desviación conduzca a un precio inferior, la carga de la prueba la debe soportar el oferente, 3) todos los casos dudosos deberían ser resueltos dando prevalencia al interés de los accionistas de la sociedad objeto de la oferta.

Con respecto a los criterios que pueden ser aplicados en tales circunstancias, los Estados miembros deberían tener la posibilidad de utilizar uno o varios de los siguientes criterios: 1) el precio medio de mercado durante un cierto período (de 3 a 6 meses) con anterioridad a la oferta, 2) el valor de liquidación de la sociedad, 3) cualquier otro criterio objetivo de valoración normalmente aplicado en análisis financiero.

Cualquier decisión por la que una autoridad supervisora aplica un precio distinto del precio más alto pagado debería ir acompañada de información de apoyo completa.

La cuestión de si el precio ofrecido en la OPA obligatoria es equitativo depende en gran medida de las circunstancias temporales de la oferta. Al oferente se le debería requerir que haga la OPA obligatoria dentro de un corto período (que ha de ser fijado por los Estados miembros dentro de un máximo de 30 días) tras haber adquirido el control de la sociedad a través de la adquisición de acciones.

Se requiere que los Estados miembros pongan en práctica a) un sistema en el que la adquisición de acciones en condiciones más favorables es completamente prohibida durante la oferta o durante un cierto período después de la oferta o b) un sistema por el que la adquisición de acciones en condiciones más favorables durante la oferta o durante un cierto período después de la oferta obliga al oferente a pagar la diferencia a los tenedores de valores que vendieron sus acciones en la OPA obligatoria. Los Estados miembros deberían tener la libertad de fijar la duración de este período entre 6 y 9 meses.

CAPÍTULO III

**Los derechos de compra y venta obligatoria tras una oferta
(*squeeze-out*; *sell-out*)**

I. INTRODUCCIÓN

El derecho de venta obligatoria (*squeeze-out*) se refiere básicamente al derecho que tiene un accionista mayoritario de una sociedad de obligar a los accionistas minoritarios a venderle las acciones. Simétricamente, el derecho de compra obligatoria (*sell-out*) se refiere al derecho de un accionista minoritario de obligar al accionista mayoritario a que le adquiera las acciones. En los casos en los que los derechos de compra y venta obligatorios han sido dispuestos por Ley, las normas relevantes normalmente determinan ciertos umbrales que el accionista mayoritario debe haber alcanzado para que se activen estos derechos.

Los derechos de compra y venta obligatorias pueden ser relevantes para los accionistas mayoritarios y para los accionistas minoritarios tanto en sociedades cotizadas y no cotizadas, y con independencia de que el umbral haya sido alcanzado mediante una OPA general sobre las acciones o de otro modo. A la luz de su mandato, el Grupo se centra en este informe en la conveniencia de los derechos de compra y venta obligatorias en el contexto de las OPAs, es decir, cuando existe una oferta general de adquisición de las acciones que están admitidas a cotización en un mercado regulado. En su Segundo informe, el Grupo tratará los derechos de venta y compra obligatorias desde una perspectiva más general.

Este capítulo da, en primer lugar, un breve panorama de las normas existentes relacionadas con los derechos de compra y venta obligatorias, tanto a nivel de la Unión Europea como en los distintos Estados Miembros. El Grupo examina después por un lado si los derechos de venta y compra obligatorios producen beneficios significativos en el contexto de las OPAs, y por otro lado la medida en que parece deseable alguna armonización a nivel de la Unión Europea. El Grupo finalmente recomienda que los derechos de venta y compra obligatorios estén generalmente disponibles en la Unión Europea tras las OPAs, y presenta las características fundamentales de una aproximación de la Unión Europea a ambos derechos.

II. LA SITUACIÓN ACTUAL

1. El derecho de venta obligatoria

A) La situación actual a nivel de la Unión Europea

El derecho de venta obligatoria no está regulado en ninguno de los instrumentos de Derecho de sociedades de la Unión Europea.

En particular, la Segunda Directiva de Derecho de sociedades sobre formación y mantenimiento del capital de las sociedades ⁽²³⁾ no contiene normas relacionadas con el derecho de venta obligatoria. Los mecanismos previstos en el artículo 36 (amortización obligatoria de acciones) y en el artículo 37 (rescate de acciones) de la Segunda Directiva son diferentes del derecho de compra obligatoria (squeeze-out), ya que son financiados con los fondos de la sociedad misma, y no con los fondos del accionista mayoritario.

En el contexto de SLIM ⁽²⁴⁾, un Grupo de trabajo de Derecho de sociedades para la simplificación de la primera y la segunda Directivas de Derecho de sociedades recomendó facilitar las condiciones en las que una amortización obligatoria de las acciones puede ser realizada en los Estados miembros que no hayan introducido un derecho de venta obligatoria en sus legislaciones nacionales. Esta recomendación, junto con las demás recomendaciones realizadas por el Grupo SLIM, será examinada por el Grupo en la segunda parte de su mandato.

La Tercera Directiva de Derecho de sociedades sobre fusiones ⁽²⁵⁾ permite que una mayoría de accionistas en una sociedad fusionada acuerden que todas las acciones de esa sociedad incluyendo las de una minoría que disienta sean sustituidas por acciones de la sociedad absorbente. Sin embargo esta norma, que no se aplica a las adquisiciones de una empresa por medio de una OPA, es

⁽²³⁾ Segunda Directiva del Consejo de 13 de diciembre de 1976 sobre coordinación de las salvaguardias que, para la protección de los intereses de los socios y de los terceros, son requeridas por los Estados miembros de las sociedades dentro del significado del párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con respecto de la formación de sociedades anónimas y el mantenimiento y alteración de su capital, con vistas a hacer esas salvaguardias equivalentes (77/91/CEE).

⁽²⁴⁾ Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo. Resultados de la Cuarta fase de SLIM. COM (2000) 56 de 4 de febrero de 2000.

⁽²⁵⁾ Tercera Directiva del Consejo de 9 de octubre de 1978 basada en el artículo 54.3.g) del Tratado y relativa a fusiones de sociedades anónimas (78/855/CEE).

diferente del derecho de venta obligatoria en que a) las acciones de los accionistas minoritarios no son transmitidas a los accionistas mayoritarios de sociedad, y b) la Directiva no requiere que esas fusiones sean posibles por medio de contraprestación en metálico para los accionistas de la sociedad adquirida. El Grupo considerará esas fusiones en la segunda parte de su mandato.

Una forma de derecho de venta obligatoria fue incluida en el borrador de novena Directiva sobre grupos de sociedades ⁽²⁶⁾, en el que el artículo 33 permitiría a una empresa que haya adquirido directa o indirectamente el 90% o más del capital de una sociedad anónima hacer una declaración que conduzca a la formación de un grupo de sociedades y disponer la adquisición obligatoria de las acciones de los minoritarios. El borrador de novena Directiva no dado lugar ni siquiera a una propuesta oficial de la Comisión.

La Directiva sobre OPAs ⁽²⁷⁾ no incluye ninguna norma relativa al derecho de compra obligatoria.

En esta situación en la que el Derecho comunitario guarda silencio sobre el derecho de venta obligatoria, los Estados miembros tienen libertad para decidir si, y en qué condiciones, ese derecho debe ser introducido en sus legislaciones nacionales.

B) La gran diversidad de los regímenes nacionales

La gran mayoría de los Estados miembros actualmente disponen de un derecho del accionista mayoritario de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios. Sin embargo, las condiciones en las que ese derecho puede ser ejercitado difieren grandemente, en particular en las siguientes áreas: los tipos de sociedades en las que existe el derecho, la relación o falta de relación con las OPAs, los umbrales que tienen que alcanzarse, y la determinación de la contraprestación que ha de ser ofrecida a los accionistas minoritarios.

Solamente en unos pocos Estados miembros puede ejercerse el derecho de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios en todas las sociedades de responsabilidad limitada. En la mayoría de los Estados Miembros, este derecho se aplica sólo a las sociedades anónimas. Algunos de los Estados miembros limitan este derecho a las sociedades cuyos valores están cotizados

⁽²⁶⁾ Borrador de Novena Directiva de Derecho de sociedades sobre la gestión de Grupos que contengan una sociedad anónima como filial.

⁽²⁷⁾ Ver el Texto Conjunto aprobado por el Comité de Conciliación el 6 de junio de 2001 en el Anexo 6 de este Informe.

en un Mercado regulado (o a las sociedades que hayan realizado ofertas públicas de sus valores).

Algunos Estados miembros establecen una relación directa entre el derecho de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios y las OPAs, en el sentido de que ese derecho sólo puede ser ejercitado cuando los umbrales aplicables hayan sido alcanzados mediante una oferta pública. En otros Estados Miembros, el derecho de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios se ofrece con carácter general, con independencia de cómo se haya alcanzado el umbral aplicable. Sin embargo, algunos de los Estados miembros tienen reglas especiales aplicables a la situación en la que el derecho de comprar las participaciones es recitado con posterioridad a una OPA.

El umbral al que se condiciona el derecho de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios varía en la mayoría de los Estados miembros entre el 90% y el 95%, con el caso extremo de un 98% en un Estado Miembro. En la mayoría de Estados Miembros, el umbral se fija por referencia a la cantidad de capital que se tiene o al número de votos que se tienen. La mayoría de los Estados miembros han elegido sólo uno de estos criterios, pero algunos han fijado el umbral por referencia a los dos criterios, conjuntamente (capital y derechos de voto). En un Estado Miembro, el umbral tiene que ser alcanzado bien en términos de capital o de derechos de voto.

En algunos de los Estados miembros, en los que el derecho de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios puede ser ejercitado solo cuando los umbrales aplicables hayan sido alcanzados mediante una OPA, el umbral se fija por referencia a la proporción de aceptaciones de la oferta: la oferta debe haber sido aceptada por accionistas que representen 90% o más del capital respecto del que se ha hecho la oferta. Debe observarse que en esa situación, los derechos y obligaciones surgen clase por clase (lo que significa que el derecho de comprar las participaciones de los minoritarios queda sujeto a la existencia de ofertas separadas por clases de acciones, con aplicación separada del umbral).

Con respecto a la determinación de la contraprestación que ha de ser ofrecida, pueden distinguirse tres grupos de Estados miembros. En el primer grupo (Estados miembros en los que el derecho de comprar las participaciones de los minoritarios puede ejercitarse solo cuando los umbrales de capital o de derechos de voto han sido alcanzados en virtud de una oferta pública), la contraprestación ofrecida no puede ser, en la mayor parte de los Estados miembros, menor que la ofrecida en la OPA.

En el Segundo grupo (Estados miembros en los que el derecho de comprar las participaciones de los minoritarios puede ser ejercitado cuando el umbral de capital o de derechos de voto se haya alcanzado por una OPA o de otro modo),

la situación más frecuente es que la contraprestación que ha de ser ofrecida debe ser determinada por expertos nombrados por un Tribunal ⁽²⁸⁾. Los criterios que han de ser empleados por estos expertos no están necesariamente expuestos con claridad en la ley, pero algunos de los Estados miembros sí reconocen que, si el derecho es ejercitado con posterioridad a una OPA reciente, la contraprestación ofrecida en esa OPA debería ser adecuadamente tenida en cuenta, en la mayoría de los casos como un mínimo.

En el tercer grupo (Estados miembros en los que el umbral se fija por referencia a la proporción de aceptaciones de la OPA), el accionista mayoritario normalmente tiene el derecho de adquirir las restantes acciones de una clase en las mismas condiciones que las de la oferta para esa clase (en virtud de la presunción *iuris tantum* de que esas condiciones son equitativas si el umbral de aceptaciones ha sido alcanzado. Si el accionista minoritario puede demostrar que el precio de la oferta no era equitativo, puede solicitar una valoración supervisada por un tribunal).

2. El derecho de compra obligatoria

a) La situación actual a nivel de la Unión Europea

El derecho de compra obligatoria no está regulado, en la actualidad, por ninguno de los instrumentos de Derecho de sociedades adoptados al nivel de la Unión Europea.

La Tercera Directiva de Derecho de sociedades sobre fusiones ⁽²⁹⁾ permite a los Estados miembros eximir de ciertos requisitos previstos en la Directiva a la fusión por una sociedad que tiene el 90% o más, pero no todas, las acciones de otra sociedad si los accionistas minoritarios de la sociedad fusionada tienen derecho a que se compren sus acciones por la sociedad absorbente y a recibir contraprestación que se corresponda al valor de sus acciones. Sin embargo, esta disposición, que no se aplica a las adquisiciones de empresas mediante OPAs, es diferente del derecho de compra obligatoria en que queda sometido a una decisión de la sociedad absorbente de llevar a cabo una fusión conforme al procedimiento simplificado.

⁽²⁸⁾ En un Estado Miembro, la contraprestación que ha de ser ofrecida es determinada por el accionista mayoritario y basado en el análisis de múltiples criterios y una investigación de un experto y un informe (el experto nombrado por el accionista mayoritario debe recibir la aprobación del supervisor del mercado de valores).

⁽²⁹⁾ Tercera Directiva del Consejo de 9 de octubre de 1978 basada en el artículo 54.3.g) del Tratado relativa a las fusiones de las sociedades anónimas (78/855/CEE): Artículos 27 y 28.

El derecho de compra obligatoria fue incluido en el borrador de Novena Directiva sobre la gestión de grupos, cuyo artículo 39 permitía a los accionistas minoritarios solicitar a una empresa que hubiera adquirido directa o indirectamente el 90% o más del capital de una sociedad anónima que adquiriera sus acciones.

La Directiva sobre OPAs no incluye ninguna disposición relativa al derecho de compra obligatoria.

Al igual que por lo que se refiere al derecho de venta obligatoria, en esta situación en la que el Derecho comunitario permanece en silencio respecto del derecho de compra obligatoria, los Estados miembros tienen la libertad de decidir si, y en qué condiciones, ese derecho debería ser introducido en sus legislaciones nacionales.

b) La gran diversidad de los regímenes nacionales

Aproximadamente la mitad de los Estados miembros establecen un derecho de vender las acciones al accionista mayoritario⁽³⁰⁾. De nuevo, aquí, las condiciones en las que ese derecho puede ser ejercitado difieren grandemente, en las mismas áreas identificadas anteriormente en relación con el derecho de venta obligatoria.

Sólo en un pequeño número de Estados miembros puede ejercitarse el derecho de venta obligatoria en todas las sociedades de responsabilidad limitada (sociedades de capital). En uno de ellos, este derecho solo se aplica a sociedades que están cotizadas en un Mercado regulado. En la mayoría de los Estados miembros en los que existe este derecho, se aplica sólo a sociedades anónimas. Unos pocos Estados miembros limitan este derecho a sociedades cuyas acciones están admitidas a cotización en un mercado (o sociedades que han ofrecido públicamente valores).

En un pequeño número de Estados Miembros, el derecho de compra obligatoria puede ser ejercido solamente cuando los umbrales aplicables hayan sido

(30) Debe subrayarse que el Grupo deliberadamente restringió su estudio a los regímenes nacionales que prevén un derecho de compra obligatorio en circunstancias normales. Los derechos especiales de compra organizados por los Derechos de varios Estados miembros en situaciones específicas [p. ej. cuando ha existido una solicitud por parte de un accionista o accionistas con fundamento en la existencia de “opresión” (“gestión ilegítima y perjudicial de los asuntos de la sociedad”) por los controladores de la sociedad, en cuyo caso la acción más frecuente es una orden del tribunal de compra de las acciones por la mayoría, o algunas veces por la sociedad] quedan fuera del presente informe.

alcanzados en virtud de una OPA. En la mayoría de los Estados miembros en los que el derecho existe, se ofrece generalmente, con independencia de cómo haya sido alcanzado el umbral aplicable. Sin embargo, algunos de los Estados miembros tienen reglas especiales aplicables a la situación en la que el derecho de compra obligatoria es ejercitado con posterioridad a una OPA.

El umbral al que se condiciona el derecho de compra obligatorio varía en la mayoría de Estados miembros entre el 90% y el 95%, con la excepción de un Estado Miembro (en el que este derecho se aplica sólo a las sociedades anónimas que no son cotizadas y en el que el ejercicio del derecho no queda sujeto al hecho de que ninguna de las partes alcancen un determinado umbral sino a la presencia de razones apropiadas —p. ej., un conflicto de intereses— que ha de ser presentado a un Tribunal) ⁽³¹⁾.

En la mayoría de los Estados Miembros, el umbral es fijado por referencia a la cantidad de capital o al número de votos que se tienen. La mayoría de los Estados miembros han optado por ambos criterios de forma cumulativa. En un Estado Miembro, el umbral tiene que ser alcanzado alternativamente, en capital o en derechos de voto. Sin embargo, unos pocos Estados miembros fijan el umbral por referencia a la cantidad de capital sólo, y otro Estado Miembro por referencia al número de acciones ordinarias (con voto).

En algunos de los Estados miembros en los que el derecho de compra obligatorio puede ser ejercitado solo cuando los umbrales aplicables hayan sido alcanzados en virtud de una OPA, los derechos y obligaciones surgen clase por clase (lo que significa que el derecho de compra obligatoria queda sujeto a la existencia de ofertas separadas por clases de acciones, con aplicación separada del umbral).

Con respecto a la determinación de la contraprestación que ha de ser ofrecida, en algunos Estados miembros los accionistas minoritarios tienen el derecho de vender las acciones de una clase en las mismas condiciones que en la oferta por las acciones de esa clase (en virtud de una presunción *iuris tantum* de que esas condiciones son equitativas si el oferente tiene más del 90% del capital de una clase como resultado de la oferta. En este caso, cualquier parte puede solicitar una valoración ordenada judicialmente en su lugar). En los demás Estados miembros en los que existe el derecho de compra obligatoria, la contraprestación que ha de ser ofrecida es frecuentemente determinada por expertos nombrados por un Tribunal, pero a veces es determinado por el supervisor del mercado de valores o bajo el control de éste. Un pequeño número de Estados miembros establecen que, si el derecho es ejercitado con posterioridad a una

(31) En numerosos Estados miembros existen acciones y medidas de carácter similar contra la opresión.

OPA reciente, la contraprestación ofrecida en esa OPA debería ser tenida en cuenta adecuadamente.

III. LA JUSTIFICACIÓN PARA LOS DERECHOS DE VENTA OBLIGATORIA Y DE COMPRA OBLIGATORIA, Y LA NECESIDAD DE ARMONIZACIÓN

1. La justificación para el derecho de venta obligatoria

A) Los fundamentos para justificar el derecho de venta obligatoria

El Grupo mantiene la opinión de que el derecho de un accionista mayoritario de comprar las participaciones de los accionistas minoritarios con posterioridad a una OPA puede ser justificado conforme a los siguientes argumentos:

— La existencia continuada de los accionistas minoritarios tras una OPA crea varios tipos de costes reales o de oportunidad y riesgos para el accionista mayoritario:

(i) el accionista mayoritario soportará costes relativos a su incapacidad de integrar la sociedad adquirida en su grupo en términos de actividades, uso de activos, organización y finanzas. La existencia continuada de accionistas minoritarios inhibe la gestión eficiente del accionista mayoritario de la sociedad como parte de su grupo y por tanto reduce los beneficios potenciales de la OPA;

(ii) el accionista mayoritario soportará costes directos por tener que mantener la infraestructura para celebrar las Juntas generales de accionistas para la participación de accionistas minoritarios (anuncios, lugar de celebración de la Junta, publicidad, etc.) y en relación con otros derechos ejercitables por los accionistas minoritarios (convocatoria de Juntas de accionistas, solicitudes de información, derecho de poner acciones contra la sociedad, sus administradores, etc.);

(iii) el accionista mayoritario corre el riesgo de que los accionistas minoritarios exploten sus derechos de forma abusiva. Pueden amenazar con utilizar sus derechos solo para causar costes y molestias al accionista mayoritario para hacerle aceptar sus peticiones u obstruir su desarrollo de los negocios de la sociedad (“*hold-ups*”).

Estos costes y riesgos para el accionista mayoritario son causados por los derechos de los accionistas minoritarios restantes. El valor de la protección continuada de sus derechos en términos de interés público se convierte en desproporcionada a los costes y riesgos del accionista mayoritario cuando la minoría restante queda reducida a un nivel muy bajo.

— Sin un derecho de venta obligatoria, las OPAs son menos atractivas para los oferentes potenciales por los costes y riesgos relacionados con la existencia de accionistas minoritarios después de la oferta. Se reducirían las probabilidades de presentación de ofertas voluntarias y los precios ofrecidos en ellas, y la serie de circunstancias en las que esas ofertas son eficientes económicamente. De la misma manera, el derecho de venta obligatoria puede ser percibido como un contrapeso a la OPA obligatoria.

— Se puede alcanzar un efecto similar al del derecho de venta obligatoria en algunos Estados miembros mediante un procedimiento de exclusión de cotización. Los procedimientos de exclusión de cotización generalmente implican una obligación de realizar una oferta a los accionistas minoritarios que quedan en la sociedad, con las correspondientes cargas, costes de retraso y de publicidad. Esta solución es ineficiente cuando el accionista mayoritario acaba de hacer una OPA y además no garantiza que los accionistas minoritarios vayan a transmitir sus acciones. El derecho de venta obligatoria es un medio más eficiente de alcanzar el mismo fin.

B) Compatibilidad con el derecho de propiedad

La capacidad de una parte de hacer ejecutar la adquisición de las acciones de otra representa una significativa violación de los derechos adquiridos de esta última. El Grupo, por tanto, considera que este derecho puede ser solo justificado en circunstancias excepcionales y cuando existan suficientes salvaguardias.

El Grupo advierte que los derechos de propiedad están protegidos en la mayoría de los Estados miembros por normas de rango constitucional, y además están garantizados por la Convención Europea de Derechos Humanos. La protección ofrecida por estas disposiciones hace posible privar a una persona de su propiedad solo cuando esté justificado por el interés público y cuando se ofrece una adecuada compensación.

Varios tribunales en los Estados Miembros ⁽³²⁾ han decidido que el derecho de venta obligatoria no ha de ser contemplado como incompatible con estas

(32) Ver, por ejemplo:

- Sentencia del Tribunal Supremo alemán de 7 de agosto de 1962 (Feldmühle).
- Sentencia del Tribunal Supremo francés de 29 de abril de 1997, *Association de défense des actionnaires minoritaires y otros c. Société Générale y otros*, Recueil Dalloz 1998, pp. 334-338.
- Sentencia del Tribunal Supremo alemán de 27 de abril de 1999 (DAT/Altana).
- Sentencia del Tribunal Supremo alemán de 23 de agosto de 2000 (Moto Meter).

disposiciones protectoras, ya que este derecho no se ejerce sólo para satisfacer intereses privados. En efecto, existe un interés general y público en que las sociedades estén gestionadas eficientemente, por un lado, y en que los mercados de valores sean suficientemente líquidos, por otro. En la medida en que el derecho de venta obligatoria se ejerce sólo cuando la minoría es suficientemente pequeña y se ofrece una compensación apropiada, el uso del derecho de venta obligatoria para proteger estos intereses públicos es proporcionado.

2. La justificación del derecho de compra obligatoria

El grupo considera que el derecho de compra obligatoria de los accionistas minoritarios tras una OPA puede justificarse con los siguientes argumentos:

— tras una OPA, el accionista mayoritario puede tener la tentación de abusar de su posición dominante, p. ej., haciendo que la sociedad entre en operaciones con partes vinculadas en condiciones anormales, modificando la política de dividendos, cambiando la estrategia de la sociedad para ajustarse a los objetivos de un grupo de sociedades más amplio controlado por la sociedad adquirente, reduciendo la información proporcionada a los accionistas minoritarios, etc. En algunos Estados Miembros, los derechos concedidos por la Ley a los accionistas minoritarios para protegerlos de esos abusos ya no son accesibles cuando los accionistas minoritarios están por debajo de un cierto nivel, y el Grupo cree que, en la mayoría, si no en todos los Estados miembros, las dificultades prácticas para que los accionistas minoritarios puedan proteger sus intereses de manera continua son considerables;

— en situaciones en las que el mercado del valor se ha vuelto ilíquido como resultado de la OPA, los accionistas minoritarios no pueden conseguir una compensación adecuada mediante una simple venta de sus acciones en el mercado;

— el derecho de compra obligatoria es un mecanismo apropiado para contrarrestar la presión que los accionistas sufren para vender en una OPA. En las consultas organizadas por el Grupo, se expresó la opinión de que no existe justificación para un derecho de compra obligatoria en las situaciones en las que se ha lanzado una OPA, porque los accionistas minoritarios tienen la oportunidad de vender en la oferta. El Grupo no comparte esta opinión y considera, en cambio, que los accionistas minoritarios pueden tener buenas razones (precio poco atractivo, perspectivas prometedoras para la sociedad...) para no vender en el curso de la oferta, pero deberían tener derecho de modificar su decisión a la vista del resultado de la oferta. Una regla en virtud de la que la contraprestación requerida en el derecho de compra obligatoria no fuera mayor que la

contraprestación ofrecida en la OPA ayudaría a evitar comportamientos puramente especulativos;

— el derecho de compra obligatoria ha de ser considerado como una justa contrapartida por el derecho de venta obligatoria que se confiere al accionista mayoritario, y como un componente de la proporcionalidad de la solución de la venta obligatoria de los accionistas minoritarios.

Otra opinión expresada en las consultas organizadas por el Grupo fue la de que el derecho de compra obligatoria tras la formulación de una OPA crea cargas financieras muy pesadas e injustificadas para el accionista mayoritario. El Grupo no comparte esta opinión: al contrario, ve la existencia de los fundamentos que justifican el derecho de compra obligatoria tras una OPA, es decir, una oferta general por todas las acciones de la sociedad. Esa oferta puede ser voluntaria u obligatoria. El derecho de compra obligatoria no requiere que el accionista mayoritario compre más acciones de las que estaba dispuesto a adquirir cuando hizo la OPA.

3. La necesidad de armonización

A la vista de las justificaciones de los derechos de venta y de compra obligatorias tras una OPA general, el Grupo considera que estos derechos deberían ser ofrecidos en toda la Unión Europea con regulación similar. Las sociedades deberían tener similares oportunidades mínimas en todos los lugares de la Unión Europea para consolidar el control y para apoyar la reestructuración industrial, y un adecuado nivel de protección de los tenedores de valores debería ser alcanzada en similares condiciones en todos los Estados Miembros.

El Grupo considera que una iniciativa a nivel de la Unión Europea es necesaria para asegurar que los derechos de compra y de venta obligatorios tras OPAs generales existan en toda la Unión Europea y armonizar las condiciones en las que estos derechos pueden ser ejercitados.

El derecho de compra obligatoria puede ser considerado como una compensación por la norma sobre OPA obligatoria incluida en la Directiva. La ausencia de un derecho de compra obligatoria en algunos Estados miembros es un impedimento para las OPAs voluntarias, y la disponibilidad de un derecho de venta obligatoria es un incentivo para lanzar una OPA general. Por estas razones, la introducción de un derecho de venta obligatorio similar en todos los Estados miembros debería ser favorable para el desarrollo de un mercado eficiente de control societario en la Unión Europea.

El derecho de compra obligatoria debería ser introducido en todos los Estados de la Unión Europea en condiciones similares como una contrapresta-

ción por el derecho de venta obligatoria. Normas armonizadas y transparentes sobre la protección de los inversores deberían contribuir a incrementar su confianza y con ello la liquidez de los mercados financieros.

El Grupo no ha examinado si existen razones similares que justifiquen la existencia de los derechos de compra y de venta obligatorios en otras situaciones distintas de aquellas en las que los umbrales aplicables hayan sido alcanzados en virtud de una OPA. El Grupo considerará esta cuestión en su futuro trabajo de la segunda parte de su mandato y alcanzará conclusiones apropiadas en su segundo informe.

IV. LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE UNA APROXIMACIÓN EUROPEA

Las principales cuestiones que han de ser tratadas por una aproximación de la Unión Europea a los derechos de compra y de venta obligatorias tras una OPA se refieren a la definición de los umbrales aplicables y la determinación de la contraprestación. Por estos elementos, reglas similares deberían ser adoptadas en toda la Unión Europea, mientras que al mismo tiempo queda suficiente espacio para que los Estados miembros tomen en consideración adecuadamente las peculiaridades de su Derecho de sociedades y las características de sus mercados financieros.

1. El derecho de compra obligatoria

A) Los criterios empleados para definir los umbrales aplicables

El Grupo considera que los Estados miembros deberían tener la posibilidad de fijar el umbral para activar el derecho de compra obligatoria del accionista mayoritario por referencia al capital en manos del accionista mayoritario y por cualquier persona que actúe en concierto con él tras la OPA, entre 90% y 95%. Ese pasillo podría permitir la suficiente flexibilidad para que los Estados miembros tomen en consideración las características de sus mercados financieros (por ejemplo, un Estado Miembro en el que las acciones pueden ser admitidas a cotización con sólo un 10% del capital podría querer fijar el umbral en una cifra superior al 90%).

El mínimo del 90% parece apropiado a la vista de la necesidad de restringir cualquier interferencia con el derecho de propiedad dentro de lo razonable. Por otro lado, el máximo del 95% está justificado a la vista de las dificultades prácticas para alcanzar un porcentaje más alto a través de una OPA debido a la

presencia en la mayoría de sociedades de accionistas no encontrables y la posible existencia de una minoría obstinada que rehúsa acceder a la oferta incluso en términos razonables.

El Grupo llegó a la conclusión de que los Estados miembros deberían alternativamente tener la posibilidad de fijar el umbral por referencia al número de aceptaciones en la oferta, es decir, la oferta debe ser aceptada por accionistas que tengan el 90% o más del capital al que la oferta va dirigida. Los Estados miembros que decidan aplicar esta opción tendrían que diseñar normas apropiadas para tratar la posición del oferente en el inicio de la oferta, a efectos de determinar qué acciones no pueden ser contadas al calcular si el umbral del 90% ha sido alcanzado.

El Grupo reconoce que estas dos opciones producen diferentes resultados, lo que depende de las acciones que inicialmente tenga el oferente. Comparado con una regla del 90% del capital, el porcentaje de aceptaciones siempre es más exigente para el oferente. Comparado con una regla del 95% del capital, la regla del porcentaje de aceptaciones es más exigente para el oferente cuando su posición inicial era superior al 50% del capital. Por otro lado, esta regla del porcentaje de aceptaciones hace posible alcanzar una protección de las minorías progresiva, a medida que las minorías son más pequeñas (lo que a su vez es un incentivo para lanzar ofertas generales tempranas) y proporciona una base de valoración robusta sin la necesidad de apoyarse pesadamente en procedimientos de valoración.

El Grupo sostiene la opinión, finalmente, de que cuando existan distintas clases de acciones, el derecho de compra obligatoria debería aplicarse clase por clase, cualquiera que sea la opción de las anteriores que se retenga o se introduzca a nivel nacional. Como consecuencia, el derecho de compra obligatoria puede ser ejercitado solo para la clase o clases en las que el umbral aplicable (porcentaje de capital de la clase relevante o porcentaje de aceptaciones para la clase relevante) ha sido alcanzado en virtud de una oferta hecha con respecto de la clase o clases relevantes. La justificación para esa aproximación clase por clase se sustenta en hacer posible una aplicación proporcional del derecho de compra obligatoria en el interés tanto del accionista mayoritario (que no tiene que alcanzar el umbral para la sociedad en su conjunto para ser capaz de sacar a los accionistas minoritarios de una clase) y los accionistas minoritarios (que no pueden ser expulsados de una clase si no se alcanza el umbral en esa determinada clase).

B) La contraprestación que ha de ser ofrecida

El Grupo asume la opinión de que en ambos tipos de umbrales (porcentaje de capital o porcentaje de aceptaciones), el precio ofrecido en la OPA debería presumirse que es un precio equitativo por las acciones de los accionistas mino-

ritarios si la oferta ha sido aceptada por accionistas que tienen el 90% o más del capital con respecto del que se ha hecho la oferta. Esta presunción se aplicaría a condición de que el derecho de venta obligatoria se ejercite dentro de un período definido tras la oferta. En opinión del Grupo, la duración de ese período debería ser fijada por los Estados miembros entre 3 y 6 meses, pero esto puede necesitar ciertas comprobaciones a cargo de expertos en el mercado. La presunción del precio de la oferta como el precio equitativo debería ser *iuris tantum*, de modo que pueda ser rebatida ante los tribunales o la autoridad supervisora de las OPAs en determinadas circunstancias.

En la situación en la que una OPA obligatoria haya sido hecha, el Grupo considera que el precio ofrecido en esa OPA obligatoria debería ser considerado como equitativo en un procedimiento posterior de venta obligatoria, incluso si la oferta ha sido aceptada por accionistas que tengan menos del 90% del capital respecto del que se hizo la oferta, ya que el precio ofrecido en la OPA obligatoria tiene que ser equitativo. De nuevo aquí, la presunción quedaría sujeta a un límite temporal y debería ser rebatible en circunstancias especiales.

En todas las demás situaciones (p. ej., cuando el porcentaje del 90% de aceptaciones no ha sido alcanzado, o cuando no se ha hecho ninguna OPA obligatoria, o cuando el límite temporal ha expirado), el Grupo recomienda que la contraprestación que ha de ser ofrecida sea determinada por un experto o expertos nombrados por un Tribunal o por la autoridad que supervise la OPA.

Por lo que se refiere a la naturaleza de la contraprestación, el Grupo considera que los accionistas que rechazaron la oferta deberían ser tratados de una manera no menos favorable que aquellos que originalmente la aceptaron. Como consecuencia, si el dinero, o una alternativa en dinero, han sido ofrecidos en la OPA, el dinero o la alternativa en dinero deberían ser ofrecidos en el procedimiento de venta obligatoria también.

2. El derecho de compra obligatoria

A) Los criterios empleados para definir los umbrales aplicables

El Grupo considera que los Estados miembros deberían tener la posibilidad de fijar el umbral para la activación del derecho de compra obligatoria de los accionistas minoritarios cuando el capital en manos del accionista mayoritario y de cualquier persona que actúe concertadamente con él, una vez finalizada la oferta, alcance un porcentaje situado entre el 90% y el 95%. Este pasillo permitiría la suficiente flexibilidad para que los Estados miembros tengan en cuenta las características de sus mercados financieros. En opinión del Grupo, no sería apropiado fijar el umbral para el ejercicio del derecho de compra

obligatoria por referencia al número de aceptaciones en la oferta, ya que esto iría en contra de los intereses de los accionistas minoritarios.

El Grupo considera que, cuando existen diferentes clases de acciones, el derecho de compra obligatoria debería aplicarse clase por clase. Como consecuencia, el derecho de compra obligatoria puede ser ejercitado sólo en las clases en las que el umbral aplicable (porcentaje de capital en la clase relevante) haya sido alcanzado en virtud de una oferta pública formulada respecto de la clase relevante. La justificación para esa aproximación “clase por clase” se basa en que hace posible una aplicación proporcional del derecho de compra obligatoria, en interés tanto de los accionistas minoritarios (que pueden ejercitar sus derechos de compra obligatoria tan pronto como se alcance el umbral para la clase relevante) como para el accionista mayoritario (que no se verá forzado a comprar las participaciones de los accionistas minoritarios si no se alcanza el umbral en la clase relevante).

En opinión del Grupo, parece necesario que los Estados miembros adopten disposiciones que aseguren que:

- el derecho de compra obligatoria no sea ejercitable en situaciones en las que el umbral sólo se alcance momentáneamente;
- un procedimiento adecuado garantice un tratamiento equitativo de todos los accionistas minoritarios una vez que uno de ellos decida ejercitar el derecho de compra obligatoria, procedimiento que debería evitar la carga de múltiples solicitudes.

B) La contraprestación que ha de ser ofrecida

El Grupo recomienda reflejar las mismas propuestas hechas *supra* respecto del procedimiento de venta obligatoria.

En resumen, el Grupo opina que, a la vista de sus justificaciones en el contexto de las OPAs, se requiere una iniciativa de la Unión Europea para asegurar que el derecho de venta y compra obligatorias existan en todos los Estados miembros con posterioridad a una OPA general. Con respecto a la definición de los umbrales aplicables y a la determinación de la contraprestación que ha de ofrecerse, deberían adoptarse reglas similares en toda la Unión Europea, al mismo tiempo que se deja suficiente espacio para que los Estados miembros tomen adecuadamente en cuenta las peculiaridades de sus Derechos de sociedades y las características de sus mercados financieros.

El Grupo estima que los Estados miembros deberían tener la posibilidad de fijar el umbral para la activación del derecho de venta obligatoria por referencia

al capital (entre el 90% y el 95%). Alternativamente, los Estados miembros deberían tener la posibilidad de fijar el umbral por referencia al número de aceptaciones en la oferta (el 90%). Cuando existan diferentes clases de acciones, el derecho de venta obligatoria debería aplicarse clase por clase, con independencia de la opción que se adopte.

Con respecto a la contraprestación que ha de ser ofrecida al ejercer el derecho de venta obligatoria, el Grupo opina que el precio ofrecido en la OPA debería presumirse como un precio equitativo si la oferta ha sido aceptada por accionistas que tengan un 90% o más del capital respecto del que se ha formulado la oferta. Si se ha formulado una OPA obligatoria, el precio de la OPA obligatoria debería presumirse *iuris tantum* como un precio equitativo en el procedimiento de venta obligatoria, incluso aunque la oferta no haya sido aceptada por accionistas que representen el 90% o más del capital relevante. En todas las demás situaciones, la contraprestación debería ser determinada por expertos. Deberá ofrecerse un pago en metálico, o una alternativa en metálico, si hubieran sido ofrecidos en la OPA.

El Grupo considera que los Estados miembros deberían fijar el umbral para la activación del derecho de compra obligatoria por referencia al capital (entre el 90% y el 95%). Cuando existan varias clases de acciones, el derecho de compra obligatoria debería ser aplicado clase por clase.

Con respecto a la contraprestación que ha de satisfacerse en el ejercicio del derecho de compra obligatoria, el Grupo recomienda reflejar simétricamente las propuestas hechas *supra* respecto del derecho de venta obligatoria.

ANEXO 4

PANORÁMICA DE LAS BARRERAS ANTI-OPA MÁS IMPORTANTES

1. Con anterioridad a la oferta.

1.1. Barreras a la adquisición de acciones de la sociedad.

- Límites a la propiedad de acciones (*ownership caps*).
- Algunos tipos de acciones de oro.
- Restricciones a la transmisibilidad de las acciones (aplicables a las acciones no cotizadas; las acciones cotizadas pueden quedar sujetas a restricciones derivadas de los acuerdos entre accionistas).
- Falta de acceso a las acciones subyacentes (en el caso de que se negocien certificados de depósito en lugar de las acciones subyacentes).

- Dilución de las acciones adquiridas por el oferente o potencial oferente (*poison pills*; ciertas clases de *poison debt*).
- Reducción de las acciones disponibles mediante: adquisición de las propias acciones; participaciones cruzadas; estructuras piramidales.

1.2. Barreras al ejercicio del control en la junta general.

- Limitaciones máximas del número de votos.
- Acciones con derechos de voto dobles o múltiples.
- Acciones con derechos de voto limitados o inexistentes; derechos de participación sin votos.
- Disposiciones que discriminan los derechos de voto con el paso del tiempo (*time lapse voting schemes*).
- Requisitos de quórum discriminatorios.
- Poderes de representación irrevocables.
- Acuerdos de voto vinculantes; *trust* de voto.
- Supermayorías.
- Algunos tipos de acciones de oro.

1.3. Barreras al ejercicio del control en el consejo de administración.

- Codeterminación o cogestión.
- Otras estructuras societarias que limitan el control de los accionistas sobre el consejo de administración (sociedades en comandita por acciones).
- Acciones con derechos especiales de nombrar administradores.
- Consejo de administración dividido en tramos para su nombramiento (*staggered board*).
- Períodos inamovibles de nombramientos de los miembros del consejo de administración.
- Requisitos para ser miembro del consejo de administración (p. ej. la previa tenencia de acciones por un período especificado).

- Paracaídas de oro (*golden parachutes*).
 - Requisito de supermayoría para remover o elegir al consejo de administración.
- 1.4. Barreras para el ejercicio del control sobre los activos de la sociedad.
- Venta de activos (*“scorched earth”*).
 - Escisiones.
 - Concesión de opciones de venta sobre activos societarios (*“crown jewels”*).
 - Cláusulas de cambio de control en contratos no financieros.
 - Creación de cargas financieras como consecuencia de la transmisión del control.
 - *Poison debt*.
 - Cláusulas indemnizatorias a favor de administradores o empleados (*“golden and tin parachutes”*).
 - Cláusulas de cambio de control en contratos de préstamo.
- 1.5. Creación de problemas de regulación.
- Cláusulas indemnizatorias a favor de administradores o adquisiciones defensivas que crean problemas de derecho de la competencia, o adquisición de negocios sujetos a regulación especial.
 - Adquisiciones defensivas para invocar las normas sobre participaciones recíprocas.
2. Barreras creadas con posterioridad a la oferta (nota: algunas barreras previas a la oferta también pueden ser creadas con posterioridad a la oferta).
- 2.1. Reducción de acciones adquiribles por el oferente.
- Adquisiciones de acciones propias, auto-oferta, OPA de exclusión.
 - Emisión de capital a un sujeto amistoso (*“white squire”*).

- 2.2. Incremento del coste de la oferta.
 - Emisión de capital con derechos de suscripción preferente.
- 2.3. Creación de problemas de regulación.
 - Acciones administrativas o judiciales (sobre la oferta misma, o por problemas de derecho de la competencia o por problemas de regulación especial, etc.).
- 2.4. Búsqueda de un oferente competidor.
 - “*White knight*”.
- 2.5. Adquisición de la participación del oferente en la sociedad.
 - “*Greenmail*”.
- 2.6. Oferta dirigida a la sociedad oferente.
 - Defensa “*pacman*”.

PROPUESTA DE DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (TEXTO PERTINENTE A EFECTOS DEL EEE) [COM (2002) 534 final - 2002/0240 (COD)]

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, el apartado 1 de su artículo 44,

Vista la propuesta de la Comisión ⁽¹⁾,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social ⁽²⁾,

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado ⁽³⁾,

Considerando lo siguiente:

(1) Conforme a la letra g del apartado 2 del artículo 44 del Tratado, es preciso coordinar, haciéndolas equivalentes en toda la Comunidad, determinadas garantías que los Estados miembros exigen a las sociedades sujetas al derecho de un Estado miembro y cuyos valores se admitan a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, a fin de proteger los intereses tanto de los socios como de terceros.

(1) DOCE C45, de 25 de febrero de 2003, pp. 1 y ss.

(2) Pendiente de emisión.

(3) Dictamen del Parlamento Europeo..., posición común del Consejo de... y Decisión del Parlamento Europeo de)... Decisión del Parlamento Europeo de y Decisión del Consejo de

(2) Es necesario proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al derecho de un Estado miembro cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un traspaso de control y al menos parte de sus valores se admitan a negociación en un mercado regulado.

(3) Debe haber claridad y transparencia a escala de la Comunidad en relación con las cuestiones jurídicas que han de resolverse en caso de ofertas públicas de adquisición e impedir que los planes de reestructuración de sociedades en la Comunidad se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión.

(4) Cada uno de los Estados miembros deberá designar a una o varias autoridades que se encarguen de supervisar los aspectos de la oferta regulados por la presente Directiva y velen por que las partes de dicha oferta cumplan las normas adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Las distintas autoridades deben colaborar entre sí.

(5) Para ser eficaz, la normativa sobre adquisiciones públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo, y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación. No obstante, a la hora de aplicar cualquier norma o excepción establecida o de conceder el beneficio de cualquier cláusula de inaplicación, las autoridades supervisoras deben respetar determinados principios generales.

(6) La supervisión debe poder ser efectuada por organismos de autorregulación.

(7) De conformidad con los principios generales del derecho comunitario y, en particular, el del derecho de defensa, las decisiones de las autoridades supervisoras deberán poder someterse, en las circunstancias oportunas, al control de una jurisdicción independiente. Sin embargo, debe dejarse en manos de los Estados miembros la labor de determinar si cabe establecer derechos que puedan hacerse valer en los procedimientos administrativos o judiciales, ya sean contra una autoridad supervisora o entre las partes de una oferta.

(8) Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los Estados miembros deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiriera el control de la sociedad o la obligación

de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.

(9) La obligación de presentar una oferta a todos los titulares de valores no debe aplicarse a aquéllos cuyas participaciones ya les confieran el control de sociedades existentes en el momento de la entrada en vigor de la legislación nacional de transposición de la presente Directiva.

(10) La obligación de presentar una oferta no se aplicará en caso de adquisición de valores sin derecho de voto en juntas generales ordinarias. Sin embargo, los Estados miembros deben poder establecer que la obligación de formular una oferta a todos los titulares de valores no sólo se refiera a los valores con derecho de voto, sino también a los valores que sólo confieran derecho de voto en determinadas circunstancias o que no confieran derechos de voto.

(11) A fin de limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, debe exigirse a los oferentes que anuncien lo antes posible su decisión de presentar una oferta y que informen de ésta a la autoridad supervisora.

(12) Los titulares de valores deben ser debidamente informados de las condiciones de la oferta por medio de un folleto de oferta. Al mismo tiempo deberá facilitarse información adecuada a los representantes del personal de la sociedad afectada o, en su defecto, directamente al propio personal.

(13) Es preciso establecer normas que regulen el plazo de aceptación de la oferta.

(14) Para poder desempeñar satisfactoriamente sus funciones, las autoridades supervisoras deben poder exigir en todo momento a las partes de la oferta que faciliten información a su respecto y que cooperen y faciliten de modo inmediato y eficaz información a las demás autoridades de supervisión de los mercados de capitales.

(15) Para evitar toda operación que pueda frustrar la oferta, es preciso limitar los poderes del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de emprender operaciones de carácter excepcional, sin que ello constituya un obstáculo indebido para que la sociedad afectada desarrolle su línea habitual de actividades.

(16) Debe imponerse al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada la obligación de publicar un documento en el que exponga su opinión sobre la oferta y los motivos en que esa opinión se fundamenta, así como su parecer sobre las repercusiones de la oferta en todos los ámbitos de interés para la sociedad y, en particular, en el empleo.

(17) A fin de dotar de mayor utilidad a las disposiciones vigentes en materia de libre negociación de los valores de las sociedades contempladas en

la presente Directiva y libre ejercicio del derecho de voto, es importante que las estructuras y mecanismos de defensa previstos por dichas sociedades sean transparentes y que dichas estructuras y mecanismos se presenten periódicamente a la junta general.

(18) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para, por una parte, garantizar a todo oferente la posibilidad de adquirir los valores contemplados, al neutralizar las disposiciones que establezcan restricciones a la transferencia de valores y al derecho de voto, y, por otra, para retirar todo efecto a las restricciones a la transferencia de valores y el derecho de voto que puedan impedir a un oferente que posea suficientes títulos de la sociedad afectada ejercer los correspondientes derechos de voto a fin de modificar los estatutos, al neutralizar las limitaciones de voto y derechos especiales de nombramiento en favor de accionistas en la primera junta general tras cerrarse la oferta.

(19) Es preciso que los Estados miembros establezcan normas que regulen el supuesto de caducidad de la oferta, definan el derecho del oferente a revisar su oferta, contemplen la posibilidad de competencia de ofertas por los valores de una sociedad, definan el procedimiento de publicación del resultado de la oferta y estipulen la irrevocabilidad de la misma y las condiciones autorizadas.

(20) La información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente y de la sociedad afectada debe regularse por las disposiciones nacionales pertinentes, y, en particular, las adoptadas en aplicación de la Directiva 94/45 del Consejo, de 22 de septiembre de 1994, sobre la constitución de un comité de empresa europeo o de un procedimiento de información y consulta a los trabajadores en las empresas y grupos de empresas de dimensión comunitaria ⁽⁴⁾, de la Directiva 98/59/CE del Consejo, de 20 de julio de 1998, relativa a la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros que se refieren a los despidos colectivos ⁽⁵⁾, y de la Directiva 2002/14/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 11 de marzo de 2002, por la que se establece un marco general relativo a la información y a la consulta de los trabajadores en la Comunidad Europea ⁽⁶⁾. Sin embargo, es importante prever la posibilidad de que los trabajadores de la sociedad afectada o sus representantes puedan pronunciarse sobre las posibles repercusiones de la oferta en el empleo.

(4) DO L 254 de 30-09-1994, p. 64; Directiva modificada por la Directiva 97/74/CE (DO L 10 de 16-1-1998, p. 22).

(5) DO L 225 de 12-08-1998, p. 16.

(6) DO L 80 de 23-03-2002, p. 29.

(21) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que todo accionista que, de resultas de una oferta pública de adquisición, haya alcanzado un alto grado de control en una sociedad pueda obligar a los restantes accionistas minoritarios a venderle sus títulos. Del mismo modo, cuando un accionista haya alcanzado un alto grado de control de una sociedad de resultas de una oferta pública de adquisición, los accionistas minoritarios restantes deben tener la posibilidad de obligarle a adquirir sus títulos.

(22) Toda vez que los objetivos de la medida (definir orientaciones mínimas en materia de ofertas públicas de adquisición y garantizar un grado de protección suficiente a los titulares de valores de toda la Comunidad) no pueden ser realizados suficientemente por los Estados miembros (necesidad de transparencia y seguridad jurídica cuando las adquisiciones o tomas de control sean de dimensiones transfronterizas) y pueden por tanto alcanzarse mejor en el ámbito comunitario, la Comunidad podrá adoptar medidas conforme al principio de subsidiariedad enunciado en el artículo 5 del Tratado. Conforme al principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, la presente Directiva no excederá lo necesario para alcanzar tales objetivos.

(23) La adopción de una Directiva es el procedimiento más adecuado para crear un marco que establezca ciertos principios comunes y un reducido número de requisitos generales a los que los Estados miembros habrán de dar cumplimiento mediante normas más detalladas, según sus sistemas nacionales y su contexto cultural.

(24) Sin embargo, es conveniente que los Estados miembros prevean sanciones a toda infracción a las disposiciones nacionales de transposición de la presente Directiva.

(25) Deben adoptarse las medidas necesarias para la aplicación de la presente Directiva de conformidad con la Decisión 1999/468 del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión ⁽⁷⁾.

(26) Es preciso contemplar la posibilidad de que la Comisión reexamine y, en su caso, revise las disposiciones destinadas a imponer mayor transparencia y velar por el buen funcionamiento de las juntas generales en caso de oferta pública de adquisición.

(27) Es preciso permitir que los Estados miembros prorroguen por un plazo determinado la aplicación de las disposiciones relativas a las obligaciones del órgano de administración o dirección de las sociedades afectadas.

(7) DO L 184 de 17-07-1999, p. 23.

Han adoptado la presente Directiva:

Artículo 1.º Ámbito de aplicación.—1. La presente Directiva contempla medidas de coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, incluidos los establecidos por organismos oficialmente habilitados para regular los mercados (en lo sucesivo denominadas “las normas”), relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 93/22/CEE del Consejo ⁽⁸⁾ en uno o varios Estados miembros (en lo sucesivo denominado “mercado regulado”).

2. La presente Directiva no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de valores realizadas por sociedades cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales aportados por el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas participaciones, a petición de los titulares, se readquieran o reembolsen directa o indirectamente a cargo de los activos de dichas sociedades. Se asimila a semejantes readquisiciones o reembolsos el hecho de que una sociedad de inversión colectiva actúe de manera que el valor de sus participaciones en bolsa no se aparte sensiblemente de su valor de inventario neto.

Art. 2.º Definiciones—1. A efectos de la presente Directiva se entenderá por:

a) “oferta pública de adquisición” u “oferta”: oferta pública dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al derecho nacional;

b) “sociedad afectada”: la sociedad cuyos valores sean objeto de una oferta;

c) “oferente”: toda persona física o jurídica, de derecho público o privado, que presente una oferta;

d) “personas que actúen de concierto”: las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuer-

(8) DO L 41 de 11-6-1993, p. 27. Directiva modificada por última vez por la Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y el Consejo (DO L 290 de 17-11-2000, p. 27).

do, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, respectivamente, de obtener el control de la compañía afectada o impedir el éxito de la oferta;

e) “valores”: los valores mobiliarios que confieran derechos de voto en una sociedad;

f) “partes de la oferta”: el oferente, los miembros del órgano de administración o dirección del oferente cuando se trate de una sociedad, la sociedad afectada, los titulares de valores de la sociedad afectada y los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y las personas que actúen de concierto con las partes mencionadas.

2. A efectos de la letra d) del apartado 1, las personas controladas por otra persona según el artículo 87 de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y el Consejo ⁽⁹⁾ se considerarán personas que actúan de concierto con dicha persona y entre sí.

Art. 3.º Principios generales.—1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:

a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma categoría deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;

b) los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y los centros de actividad de la sociedad;

c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;

d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tal que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;

⁽⁹⁾ DO L 184 de 6-7-2001, p. 1.

e) un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez garantizado que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en metálico y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación;

f) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.

2. A efectos del respeto de los principios contemplados en el apartado 1, los Estados miembros:

a) velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la presente Directiva;

b) podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la presente Directiva con vistas a reglamentar las ofertas.

Art. 4.º Autoridad supervisora y derecho aplicable.—1. Los Estados miembros designarán a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva. Las autoridades así designadas deberán ser bien autoridades públicas o bien asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. Los Estados miembros informarán a la Comisión de dichas designaciones, especificando todo posible reparto de funciones. Los Estados miembros velarán por que esas autoridades desempeñen sus funciones de forma imparcial e independiente de todas las partes de la oferta.

2.a) La autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

b) Cuando los valores de la sociedad afectada no estén admitidos a negociación en un mercado regulado del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social, la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en cuyo mercado regulado estén admitidos a negociación los valores de la sociedad.

Cuando los valores de la sociedad estén admitidos a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro, la autoridad competente para la

supervisión de la oferta será la del Estado miembro en cuyo mercado regulado se admitieron por primera vez los valores.

c) Cuando los valores de la sociedad afectada sean admitidos a negociación por primera vez y simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro, la sociedad afectada deberá determinar cuál, entre las de los Estados miembros, es la autoridad competente para la supervisión de la oferta mediante notificación a dichos mercados regulados y a sus autoridades competentes en el primer día de negociación de valores.

Cuando los valores de la sociedad afectada ya estén admitidos a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro en la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 20 y hayan sido admitidos simultáneamente, las autoridades supervisoras de dichos Estados miembros se pondrán de acuerdo sobre cuál de ellas será la autoridad competente para la supervisión de la oferta en un plazo de cuatro semanas tras la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 20. A falta de decisión de las autoridades supervisoras, la sociedad afectada determinará cuál de ellas es la autoridad competente el primer día de negociación de valores siguiente a la expiración del plazo mencionado en la primera fase.

d) Los Estados miembros velarán por que se hagan públicas las decisiones contempladas en la letra c).

e) En los casos contemplados en las letras b) y c), los asuntos relativos a la contraprestación ofrecida en caso de oferta, en particular el precio, y los relativos al procedimiento de oferta, en particular la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, el contenido del folleto de oferta y la divulgación de la oferta se tratarán con arreglo a las normas del Estado miembro de la autoridad competente. En los asuntos relativos a la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y en los relativos al derecho de sociedades, en particular el porcentaje de derecho de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de presentar una oferta, así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda frustrar la oferta, las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social.

3. Los Estados miembros velarán por que todas las personas que ejerzan o hayan ejercido servicios en las autoridades supervisoras estén sometidas al secreto profesional. La información sujeta al secreto profesional únicamente podrá comunicarse a cualesquiera personas o autoridades con arreglo a disposiciones legislativas.

4. Las autoridades supervisoras de los Estados miembros en virtud de la presente Directiva y las demás autoridades supervisoras de los mercados de

capitales, en particular a efectos de la Directiva 89/592/CEE del Consejo ⁽¹⁰⁾, la Directiva 93/22/CEE del Consejo y la Directiva 2001/34/CEE del Parlamento Europeo y el Consejo, cooperarán y se facilitarán mutuamente cuanta información sea necesaria con vistas a la aplicación de las normas elaboradas de conformidad con la presente Directiva y, en particular, en los casos contemplados en las letras b), c) y e) del apartado 2. La información así intercambiada estará sometida al secreto profesional impuesto a las personas que ejerzan o hayan ejercido actividades en las autoridades supervisoras destinatarias de la misma. La cooperación incluirá la capacidad de notificar los actos jurídicos necesarios para la aplicación de las medidas adoptadas por las autoridades competentes en relación con las ofertas así como otras medidas de ayuda que razonablemente puedan solicitar las autoridades supervisoras interesadas a fin de investigar cualquier violación efectiva o presunta de las normas establecidas o introducidas en aplicación de la presente Directiva.

5. Las autoridades supervisoras dispondrán de todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones y, entre ellas, el deber de velar por que las partes de la oferta cumplan las normas establecidas en aplicación de la presente Directiva.

Siempre y cuando se respeten los principios generales contemplados en el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros, en las normas que establezcan o introduzcan en aplicación de la presente Directiva, podrán disponer la posibilidad de que sus autoridades supervisoras otorguen el beneficio de excepciones a dichas normas, en determinados tipos de casos determinados en el ámbito nacional u otros casos particulares.

6. La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de designar a las autoridades, judiciales u otras, encargadas de entender litigios y juzgar irregularidades cometidas durante el procedimiento de oferta ni a la facultad de los Estados miembros de establecer disposiciones que determinen si las partes de la oferta tienen derecho a emprender acciones judiciales o interponer recursos administrativos y en qué circunstancias. En particular, la presente Directiva no afectará a la facultad de que puedan disfrutar los tribunales de un Estado miembro de renunciar a entender un litigio y de determinar si éste influye o no en el resultado de la oferta. La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras o a la resolución de litigios entre las partes de una oferta.

(10) DO L 334 de 18-11-1989, p. 30.

Art. 5.º Protección de los accionistas minoritarios; oferta obligatoria; precio equitativo.—1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores a un precio equitativo.

2. La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores.

3. El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinará por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período de seis a doce meses antes de la oferta contemplada en el apartado 1.

Los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros elaborarán una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de éste en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el salvamento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

5. La contraprestación propuesta por el oferente podrá estar constituida exclusivamente por valores líquidos.

Cuando la contraprestación ofrecida por el oferente no consista en valores líquidos admitidos a negociación en un mercado regulado, los Estados miembros podrán prever que dicha contraprestación incluya, al menos como opción, efectivo.

En todos los casos, el oferente deberá proponer, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo cuando, a título individual o junto con personas que actúen de concierto con él, en un período que comenzará al menos tres meses antes de la emisión de lanzamiento de su oferta en aplicación del apartado 1 del artículo 6 y concluirá antes del final del plazo de aceptación de la oferta, haya adquirido en efectivo más del 5% de los valores o derechos de voto de la sociedad afectada.

6. La Comisión adoptará, con arreglo al procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 17, las disposiciones de aplicación de los apartados 4 y 5 del presente artículo.

7. Además de la protección contemplada en el apartado 1, los Estados miembros podrán adoptar otros instrumentos a fin de proteger los intereses de los titulares de valores, siempre y cuando dichos instrumentos no obstaculicen el curso normal de la oferta.

Art. 6.º Información sobre la oferta.—1. Los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la autoridad supervisora. Los Estados miembros podrán exigir que se informe a la autoridad supervisora antes de hacer pública tal decisión. Tan pronto como se haya hecho pública la oferta, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

2. Los Estados miembros velarán por que el oferente tenga la obligación de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa. Antes de publicar el folleto de oferta, el oferente lo transmitirá a la autoridad supervisora. Una vez publicado, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

Cuando el folleto de oferta contemplado en el primer párrafo esté sujeto a la aprobación previa de la autoridad supervisora y reciba dicha aprobación, se reconocerá, sin perjuicio de su posible traducción, en todos los demás Estados miembros en cuyos mercados se admitan a negociación los valores de la sociedad afectada sin que sea necesario obtener la aprobación de las autoridades

supervisoras de cada Estado miembro. Estas últimas únicamente podrán exigir que se incluya información complementaria en el folleto de oferta si dicha información es propia del mercado del Estado o Estados miembros en cuyos mercados se admiten a negociación los valores de la sociedad afectada y se refiere a los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta y recibir la contraprestación debida a consecuencia de la oferta, así como al régimen fiscal a que quedará sujeta la contraprestación ofrecida a los titulares de valores.

3. El folleto de oferta contemplado en el apartado 2 contendrá al menos la información siguiente:

- a) el contenido de la oferta;
- b) la identidad del oferente o, cuando éste sea una sociedad, su forma, denominación y domicilio social;
- c) los valores o la categoría o categorías de valores a que se refiere la oferta;
- d) la contraprestación ofrecida por cada valor o categoría de valores y, en caso de ofertas obligatorias, el método de valoración utilizado para determinarla, con indicación del modo en que se hará efectiva tal contraprestación;
- e) el porcentaje o número máximo y mínimo de valores que el oferente se compromete a adquirir;
- f) en su caso, los valores que ya posea el oferente y las personas que actúan de concierto con él en la sociedad afectada;
- g) todas las condiciones a las que esté sujeta la oferta;
- h) las intenciones del oferente en cuanto a la prosecución de las actividades de la sociedad afectada y, en la medida en que se vea afectada por la oferta, de la sociedad oferente, así como al mantenimiento de los puestos de trabajo de su personal y directivos, incluido cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo. Esto se refiere, en particular, a los planes estratégicos del oferente en relación con las sociedades y sus posibles repercusiones en el empleo y los centros de actividad;
- i) el plazo de aceptación de la oferta;
- j) en el supuesto de que la contraprestación propuesta por el oferente incluya valores del tipo que fueren, información sobre los mismos;
- k) información sobre la financiación de la oferta;
- l) la identidad de las personas que actúen de concierto con el oferente o con la sociedad afectada, así como, en caso de sociedades, su forma, denomina-

ción y domicilio social, así como su relación con el oferente y, en su caso, con la sociedad afectada;

m) indicación de la legislación nacional que regirá los contratos celebrados entre el oferente y los titulares de valores de la sociedad afectada y derivados de la oferta, así como los órganos jurisdiccionales competentes.

4. La Comisión adoptará, con arreglo al procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 17, las disposiciones de aplicación del apartado 3 del presente artículo.

5. Los Estados miembros velarán por que las partes de la oferta estén obligadas a facilitar a las autoridades supervisoras de su Estado miembro, siempre que lo soliciten, toda la información sobre la oferta que obre en su poder y que resulte necesaria para que la autoridad supervisora ejerza sus funciones.

Art. 7.º Plazo de aceptación.—1. Los Estados miembros dispondrán que el plazo de aceptación de la oferta no pueda ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta. Sin perjuicio del principio general contemplado en la letra f) del apartado 1 del artículo 3.º, los Estados miembros podrán prever que se prolongue el período de diez semanas, siempre y cuando el oferente notifique al menos con dos semanas de antelación su intención de cerrar la oferta.

2. Los Estados miembros podrán prever normas que modifiquen en casos concretos el periodo contemplado en el apartado 1. Los Estados miembros podrán autorizar a la autoridad supervisora a conceder una excepción a la duración prevista en el apartado 1 a fin de que la sociedad afectada pueda convocar una junta general para estudiar la oferta.

Art. 8.º Publicidad de la oferta.—1. Los Estados miembros velarán por que la oferta se haga pública de modo tal que se garantice la transparencia y la integridad del mercado de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta, a fin de evitar, en particular, la publicación o difusión de datos falsos o engañosos.

2. Los Estados miembros preverán la publicación de toda la información o todos los documentos exigidos con arreglo al artículo 6 según normas que garanticen que los titulares de valores, al menos en los Estados miembros en los que los valores de la sociedad afectada estén admitidos a negociación en un mercado regulado, y los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada o, en su defecto, los propios trabajadores, puedan obtenerlos fácil y rápidamente.

Art. 9.º Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada.—1. Los Estados miembros velarán por el cumplimiento de las normas previstas en los apartados 2 al 5.

2. Durante el período contemplado en el segundo párrafo, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.

Dicha autorización será obligatoria al menos a partir del momento en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba la información sobre la oferta contemplada en la primera frase del apartado 1 del artículo 6.º y en tanto su resultado no se haya hecho público o la oferta no haya caducado. Los Estados miembros podrán disponer que se adelante el momento a partir del cual debe obtenerse tal autorización, por ejemplo, a partir de aquél en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta.

3. Por lo que se refiere a las decisiones adoptadas antes de iniciarse el período contemplado en el segundo párrafo del apartado 2 y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

4. A efectos de la obtención de la autorización previa o confirmación de los titulares de valores conforme a los apartados 2 y 3, los Estados miembros podrán establecer normas que permitan la convocatoria de una junta general en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.

5. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y a los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta con arreglo a la letra h) del apartado 3 del artículo 6.º sobre la sociedad afectada y sus repercusiones probables en el empleo y los centros de actividad. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada comunicará al mismo tiempo dicho dictamen a los representantes del personal de la sociedad o, en su defecto, directamente al personal. Cuando el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba oportunamente un dictamen inequívoco de los representantes del personal en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al documento.

Art. 10. Información sobre las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1.º—1. Los Estados miembros velarán por que las socie-

dades contempladas en el apartado 1 del artículo 1.º publiquen información detallada sobre los siguientes aspectos:

a) la estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, con indicación, en su caso, de las distintas categorías de acciones y, para cada categoría de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente;

b) cualquier restricción a la transferencia de valores, tales como limitaciones a la posesión de valores o autorizaciones de la sociedad u otros titulares de valores, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 46 de la Directiva 2001/34/CE;

c) las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas (por ejemplo, a través de estructuras piramidales o accionariado cruzado), a efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Directiva 2001/34/CE;

d) los titulares de cualquier valor que incluya derechos de control especiales, con descripción de tales derechos;

e) el mecanismo de control de votos previsto, en su caso, en el sistema de accionariado de los empleados, cuando éstos no ejerzan directamente el derecho de voto;

f) cualquier restricción al derecho de voto, tales como limitaciones a los derechos de voto a un determinado porcentaje o a número de votos, plazos impuestos al ejercicio del derecho de voto o separación entre la posesión de un valor y el derecho de voto;

g) los acuerdos entre accionistas que puedan implicar restricciones a la transferencia de valores o a los derechos de voto a efectos de la letra c) del apartado 1 del artículo 87 de la Directiva 2001/34/CE;

h) las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración o dirección y a la modificación de los estatutos de la sociedad;

i) los poderes de los miembros del órgano de administración o dirección y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar valores;

j) los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad, junto con sus efectos;

k) los acuerdos entre la sociedad y sus dirigentes o empleados que prevean indemnizaciones cuando éstos sean despedidos sin razón válida tras una oferta pública de adquisición.

2. La información contemplada en el apartado 1 deberá publicarse en el informe de gestión de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el artículo 46 de la Directiva 78/660/CEE del Consejo ⁽¹¹⁾ y en el artículo 36 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo ⁽¹²⁾, y, cuando proceda, se actualizará a lo largo del año conforme a los requisitos de transparencia impuestos a las sociedades cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

3. Los Estados miembros velarán por que, en las sociedades cuyos valores se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, la junta general de accionistas se pronuncie al menos cada dos años sobre los aspectos estructurales y mecanismos de defensa contemplados en el apartado 1. Los Estados miembros obligarán al órgano de administración o dirección a justificar tales aspectos estructurales y mecanismos de defensa.

Art. 11. Imposibilidad de imponer restricciones a la transferencia de valores y el derecho de voto.—1. Sin perjuicio de las obligaciones impuestas por el Derecho comunitario a las sociedades cuyos valores se negocian en un mercado regulado de un Estado miembro, los Estados miembros velarán por que se aporten las garantías contempladas en los apartados 2, 3 y 4 cuando se haga pública una oferta.

2. Durante el plazo de aceptación de la oferta, no podrá imponerse al oferente ninguna de las restricciones a la transferencia de valores previstas en los estatutos de la sociedad afectada.

Durante el plazo de aceptación de la oferta, no podrá imponerse al oferente ninguna de las restricciones a la transferencia de valores prevista en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o entre titulares de valores de la sociedad afectada.

3. Todas las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto cuando la junta general decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.^o

Todas las restricciones al derecho de voto previstas en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o entre titulares de valores de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto cuando la junta general decida sobre las posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.^o

4. Cuando, tras una oferta, el oferente posea un número de valores de la sociedad afectada tal que, en aplicación de la legislación nacional, le permita

(11) DO L 222 de 14-08-1978, p. 11.

(12) DO L 193 de 18-07-1983, p. 1.

modificar los estatutos de la sociedad, las restricciones a la transferencia de valores y al derecho de voto contempladas en los apartados 2 y 3, así como los derechos especiales de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección dejarán de surtir efecto en la primera junta general tras el cierre de la oferta.

A tal efecto, el oferente deberá tener derecho a convocar una junta general en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.

5. Los apartados 2 y 3 no se aplicarán a los valores sin derecho de voto que confieran beneficios económicos específicos.

Art. 12. Otras normas en materia de ofertas.—Los Estados miembros establecerán asimismo normas que regulen las ofertas como mínimo en los siguientes ámbitos:

- a) caducidad de la oferta;
- b) revisión de las ofertas;
- c) competencia de ofertas;
- d) publicación de los resultados de las ofertas;
- e) irrevocabilidad de la oferta y condiciones autorizadas.

Art. 13. Información y consulta a los representantes de los trabajadores.—Sin perjuicio de lo dispuesto en la presente Directiva, la información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente y de la sociedad afectada se regirán por las disposiciones nacionales pertinentes, y, en particular, las adoptadas en aplicación de las Directivas 94/45/CE, 98/59/CE y 2002/14/CE.

Art. 14. Retirada obligatoria.—1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo en uno de los dos siguientes supuestos:

- a) cuando posea valores que representen al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada;
- b) cuando haya adquirido, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social objeto de la oferta.

En el supuesto contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado, pero no superior al 95% del capital social.

2. Los Estados miembros velarán por que estén en vigor normas que permitan calcular cuándo se alcanza el umbral.

Cuando la sociedad afectada posea varias categorías de acciones, la norma contemplada en el apartado 1 se aplicará por separado a cada categoría.

3. Los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo. Dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta.

En caso de oferta voluntaria, el precio se presumirá justo si corresponde a la contraprestación de la oferta y si el oferente ha adquirido, al aceptar la oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social objeto de la oferta.

Tras una oferta obligatoria, la contraprestación de la oferta se considerará justa.

4. En los supuestos contemplado en las letras a) y b) del primer párrafo del apartado 1, la presunción de precio justo sólo se aplicará si el derecho de recurso a la retirada obligatoria se ejerce en un plazo de 3 meses tras el final del período de aceptación de la oferta. En todos los demás casos, el precio deberá ser determinado por un experto independiente.

Art. 15. Recompra obligatoria.—1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, un titular de valores minoritario pueda exigir al oferente que posea al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada que recompre sus valores a un precio justo. Los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado, pero no superior al 95% del capital social.

No obstante, el derecho de recurso a la recompra obligatoria no podrá ejercerse cuando el umbral elegido únicamente se haya alcanzado durante un corto período de tiempo.

2. Cuando la sociedad afectada posea varias categorías de acciones, la norma contemplada en el apartado 1 se aplicará por separado a cada categoría.

3. El precio se determinará con arreglo a lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 14.

Art. 16. Sanciones.—Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicables a las violaciones de las disposiciones nacionales adop-

tadas en aplicación de la presente Directiva y tomarán cuantas medidas sean necesarias para garantizar la aplicación de dichas disposiciones. Las sanciones así previstas deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasivas. Los Estados miembros notificarán tales disposiciones a la Comisión no más tarde de la fecha prevista en el apartado 1 del artículo 20 e informarán cuanto antes de cualquier posterior modificación al respecto.

Art. 17. Comitología.—1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido en virtud de la Decisión de la Comisión (2001/528/CE) ⁽¹³⁾.

2. Cuando se haga referencia al presente apartado se aplicará el procedimiento de reglamentación previsto en el artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE, sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 7 y el artículo 8 de la misma.

3. El período establecido en el apartado 6 del artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE queda fijado en tres meses.

Art. 18. Revisión.—Cinco años después de la fecha contemplada en el apartado 1 del artículo 20, la Comisión examinará y, en su caso, propondrá que se revisen el apartado 2 del artículo 4.^o y los artículos 10 y 11 en función de la experiencia adquirida en la aplicación de dichos artículos.

Art. 19. Período transitorio.—Se autoriza a los Estados miembros a prorrogar la aplicación del artículo 9.^o por un período no superior a tres años tras la fecha indicada en el apartado 1 del artículo 20, a condición de que informen sobre ello a la Comisión no más tarde de la fecha prevista en el apartado 1 del artículo 20.

Art. 20. Transposición de la Directiva.—1. Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva antes del 1 de enero de 2005. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas incluirán una referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

2. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión el texto de las disposiciones fundamentales de Derecho interno que adopten en los ámbitos regulados por la presente Directiva.

(13) DO L 191 de 13-07-2001, p. 45.

Art. 21. Entrada en vigor.—La presente Directiva entrará en vigor el vigésimo día siguiente al de su publicación en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*.

Art. 22. Destinatarios.—Los destinatarios de la presente Directiva serán los Estados miembros.

Hecho en Bruselas, el [...]

Por el Parlamento Europeo

El Presidente

Por el Consejo

El Presidente

JURISPRUDENCIA

FIANZA EN GARANTÍA DE OBLIGACIONES FUTURAS. FIANZA PRESTADA POR UNO DE LOS CÓNYUGES Y MODIFICACIÓN POSTERIOR DEL RÉGIMEN ECONÓMICO MATRIMONIAL

*[Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil)
de 18 de marzo de 2002] ⁽¹⁾*

Ponente: Excmo. Sr. D. José de Asís Garrote

ANDRÉS DOMÍNGUEZ LUELMO

*Profesor Titular de Derecho Civil.
Universidad de Valladolid*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El Banco actor recurre la sentencia de la Audiencia que confirmando la de primera instancia desestimaba la demanda promovida contra los demandados, en orden a que se les condenase al pago de la cantidad que se reclama en la demanda, por estar a ello obligados en virtud de una

póliza de afianzamiento intervenida por Corredor Colegiado de Comercio el 30 de junio de 1979, en virtud de la cual, el propio demandado señor A.L., garantiza al Banco de Santander (actor en el procedimiento), «el pago de forma solidaria y con renuncia a los beneficios de excusión y división de las cantidades que a dicho Banco adeude en la actualidad “Alaceros Elgoibar, S.A.” y la

(1) *Vid. La Ley* n.º 5548 de 21 de mayo de 2002, p. 10 y ss.

que esta misma pueda tener en lo sucesivo, cualquiera que sea el concepto de que procedan y la forma en que la obligación haya sido contraída incluso por cantidades que haya tenido que satisfacer el Banco en virtud de avales o fianzamientos por préstamos en beneficios de terceros y en favor de la persona garantizada por la póliza hasta una suma de 14.000.000 de ptas. más comisiones e intereses devengados y no satisfechos, así como los gastos que extrajudicial o judicialmente se ocasionen por cuenta o culpa del indicado deudor». Se estableció como duración de la fianza un tiempo ilimitado, «interin no hayan sido canceladas las obligaciones y satisfechas las cantidades que de las mismas se deriven y ello aunque se suscriban nuevas pólizas por el mismo u otros fiadores en favor de la misma persona garantizada». La deuda que se reclama ha nacido en virtud de la utilización del crédito concedida a la misma entidad fiada «Alaceros Elgoibar, S.A.», en Póliza mercantil suscrita por esta entidad y el Banco de Santander el 28 de julio de 1992, por importe de 60.000.000 de ptas., de las que dispuso la entidad acreditada, y aunque el crédito de la póliza se constituyó con garantía prendaria de 1.000 acciones de la sociedad «Aceros Especiales, S.A.», cuyo nominal superaba en 40.000.000 de ptas. el importe del crédito, esta garantía real, se vio lamentablemente reducida, al ser declarada la susodicha sociedad en suspensión de pagos, calificando la insolvencia de la misma como definitiva. Habiendo sido demandada también la esposa del señor A. Doña Mercedes O., porque su matrimonio fue contraído en régimen legal de gananciales, sin embargo, concertaron la separación de bienes el 19 de octubre de 1993, después de dividir y liquidar la primera, operaciones estas de carácter matrimonial llevadas a efecto, después de haber agotado el crédito de sesenta millones la sociedad avalada por su marido, solicitando, por ende, se le condene solidariamente con su marido al pago de la cantidad reclamada, o subsidiariamente, hasta el importe con que pueda hacer frente con los bienes que le fue-

ron adjudicados al producirse la división o liquidación de los bienes de la sociedad de gananciales.

Las sentencias de instancias que fueron de conformidad, no dieron lugar a la demanda, no tanto porque entendieran que no sea posible el fianzamiento de deudas futuras, sino porque éstas de alguna forma han de estar predeterminadas o al menos hacer posible su determinación al constituir la fianza, pues si, a tal efecto, estaban determinadas las circunstancias de las partes, y la cuantía máxima de la futura obligación, sin embargo, en cuanto al carácter de la deuda, dada la generalidad en que está redactada la cláusula, hay que entender que se refieren a las deudas que nacen de las relaciones normales del tráfico mercantil a que se dedica la sociedad fiada, como pago a proveedores mediante descuentos de letras, o abonos de cheques, pero no al abono de crédito de tal entidad y que por referirse a una relación no prevista en la póliza de fianzamiento del año 1979, se concertó para asegurar su devolución una garantía de carácter real.

Segundo.—La impugnación a la sentencia la fundamenta la parte recurrente, en haber efectuado la sentencia recurrida una aplicación indebida de distintas normas de interpretación, en otro caso, errónea, del contrato de fianza, en base al cual ejercitaba la reclamación articulándolo en dos motivos, en el primero por aplicación indebida de preceptos del Código que no eran de aplicación al caso, ya que tratándose en la interpretación, sobre el alcance de las obligaciones presentes y futuras garantizadas por la Póliza de Garantía y Afianzamiento de Operaciones Mercantiles suscrita el 30 de junio de 1979 en relación con la Póliza de Crédito con Garantía de Valores de 28 de julio de 1992, intervenidas ambas por Corredor de Comercio, y entendiéndose que el contenido de la cláusula estaba estipulada con absoluta claridad, los términos de la primera de las citadas Pólizas, que aparecen recogidos en el primer párrafo del fundamento de derecho anterior, a la que hay que añadir como

conclusión que «habida cuenta que esta Póliza garantiza cualquier clase de operaciones que puedan existir a nombre de la persona a favor de cual se presta la garantía...» en la cita de acuerdos o pactos; estipulaciones claras, que no dejan duda de cual es la voluntad de las partes contratantes, y que están comprendidas dentro de las facultades que le asisten a la hora de contratar, al amparo del principio de la libertad de contratación consagrado en el artículo 1255 del Código Civil, por lo que resultan por consiguiente inaplicables los artículos 1283, 1286 y 1288 del Código Civil de acuerdo con el criterio del llamado «canon de la totalidad», establecido por la jurisprudencia respecto a la hermenéutica que ha de mantenerse en la interpretación de las cláusulas contractuales, como se sostiene en las sentencias, entre otras en la de 2 de marzo de 1998, cuando dice que «para el supuesto de no ser posible atenerse al sentido estrictamente literal de las cláusulas del contrato, reconociendo así la preferencia que, en materia interpretativa de los contratos, haya de concederse al criterio gramatical, es decir, al reconocido en el artículo 1281 del Código Civil, lo cual está en línea con la consolidada doctrina jurisprudencial respecto a que las normas de interpretación consignadas en dicho texto tienen carácter de subsidiaridad en su aplicación, de forma que cuando la literalidad de las cláusulas sean claras, no son de aplicar otros diferentes a las correspondientes al sentido gramatical», en igual sentido otras anteriores, y las sentencias posteriores a la transcrita, de 10 de junio de 1998 y 5 de abril de 1999 y el Auto de 20 de febrero de 2001, que señala que las normas o reglas interpretativas contenidas en los artículos de 1281 a 1289 del Código Civil, constituye un conjunto o cuerpo subordinado y complementario entre sí, de los cuales tienen rango prioritario y preferencial, la correspondiente al primer párrafo del artículo 1281, de tal manera que si la claridad de los términos de un contrato no dejan duda sobre la intención de las partes, no cabe posibilidad de que entren en juego las restantes reglas contenidas

en los artículos siguientes. Por lo que en este supuesto apareciendo la cláusula redactada en términos claros, que no dejan duda a la voluntad de los contratantes, de que el demandado señor A.L. afianzaba cualquier deuda la entidad acreditada «Alaceros Elgoibar, S.A.», frente al Banco Santander, hasta un límite de 14.000.000 de pesetas, hay que estar al tenor literal de la misma, de acuerdo con el citado artículo, por lo que, el Juzgador de instancia al acudir a los artículos siguientes, además de estar contra la lógica interpretativa, infringe la doctrina jurisprudencial señalada más arriba. Habiendo resultando igualmente inaplicable al caso de autos el artículo 1827 del Código Civil que establece que «la fianza no se presume: debe ser expresa y no puede extenderse a más de lo contenido en ella», porque al respecto, el primero de los conceptos aludidos, no hay duda de su manifiesto cumplimiento, en cuanto que la fianza está constituida en Póliza intervenida por fedatario mercantil, y en cuanto a la extensión de la fianza ha de referirse a cualquiera de las deudas contraídas por la sociedad fiada al Banco afianzado, siempre que no sobrepase el límite máximo al que alcance la fianza en los términos contratados en la Póliza, y durante el plazo de vigencia de la misma de acuerdo el tenor literal de la cláusula del contrato en la forma que se ha sostenido en el presente fundamento.

Por lo que se ha de dar al primero de los motivos articulado al amparo del n.º 4 del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, alegando aplicación indebida de los artículos 1283, 1286, 1288 y 1827 del Código Civil (*sic*).

Tercero.—En el segundo motivo, al amparo del n.º 4 del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, se alega infracción, por interpretación errónea, del artículo 1825 del Código Civil, que establece la posibilidad de «prestar fianza en garantía de deudas futuras, cuyo importe aún no sea conocido; pero no se podrá reclamar contra el fiador hasta que la deuda sea líquida», y sin embar-

go la sentencia niega esta posibilidad a no conceder este efecto a la póliza de afianzamiento que sirve de base a la presente reclamación.

Hay que entender como mantiene la parte recurrente, e incluso la sentencia recurrida, y la inmensa mayoría de la doctrina científica, que el precepto invocado consagra la posibilidad del afianzamiento de las deudas futuras, sin que ello entre en contradicción con lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 1824 del Código Civil, que establece que «la fianza no puede existir sin una obligación válida», consagrando el carácter accesorio de esta modalidad contractual, pues hay que entender que la fianza en los casos de aseguramiento de deudas futuras, está subordinada al nacimiento de la obligación principal y el fiador se obliga sólo condicionalmente, para el caso de que la obligación futura llegue a tener realidad.

No podemos estar sustraídos a la realidad social y especialmente, a lo que ocurre frecuentemente en el tráfico mercantil, en el que es habitual afianzar deudas futuras, como ocurre en el caso de autos, en el que la sociedad mercantil de la que es socio administrador el demandado, que tiene que afianzar las obligaciones no solamente las existentes en el momento de constituirse la fianza sino las que puedan producirse en un futuro, hasta un límite máximo de las cantidades de las que puede resultar deudora la sociedad con el Banco, con el que mantiene relaciones para llevar a buen término sus operaciones comerciales, mediante la financiación de las mismas, afianzando el socio al Banco la deuda que en esas operaciones pueda contraer la sociedad avalada. Deuda que resultó por la utilización de la totalidad del crédito concedido por el Banco actor en Póliza mercantil suscrita el 28 de julio de 1992, por importe de 60.000.000 de pts. a la entidad fiada, de la que resultó garante el demandado señor A.L., y que a diferencia de lo mantenido en la sentencia recurrida, en contra de la interpretación literal de la cláusula en que establece la garantía, que

además de resultar clara, no establece limitación alguna, salvo las que son propias de esta especie de afianzamientos, que han sido reconocidos (hay antecedentes en el derecho histórico, en la Ley 6.^a, Título XII, Partida 5.^a y en el artículo 1376 del Proyecto de Código de 1851), tanto por la doctrina científica, como por la jurisprudencia, como aquellos afianzamientos que se contraen para asegurar el cumplimiento de obligaciones no nacidas en el momento de constituirse el contrato de fianza, pero sí son previsibles o determinables en el momento de constituirse el contrato, haciendo innecesario a raíz del nacimiento de la deuda, un nuevo contrato de fianza, concretándose esa determinación, en que estén fijadas las partes cuyas relaciones jurídicas hagan nacer las obligaciones que se garantizan, y el importe máximo de las mismas, como se reconoce en la sentencia de esta Sala de 23 de febrero de 2000, en el fundamento tercero de la misma. Siendo así, que en este supuesto están determinados esos dos elementos, a saber la sociedad “Alaceros Elgoibar, S.A.” y el “Banco de Santander”, hoy “Santander Central Hispano, S.A.”, y la cantidad máxima, en la cifra de 14.000.000 de pesetas, hace que se estime el motivo y por consiguiente, y atención también a lo expuesto al examinar el motivo anterior, el recurso, y en su virtud, anular la sentencia de primera instancia y dando lugar a la demanda, condenar al demandado don José Ramón al pago de 14.000.000 de pts. intereses legales desde la interposición de la demanda, pero como al mismo tiempo también se pedía se condenase solidariamente al pago de la misma cantidad a su esposa doña Mercedes O.I., porque habiendo contraído matrimonio en régimen legal de gananciales, concertaron la separación de bienes el 19 de octubre de 1993, y haber dividido y liquidado susodicha sociedad legal de gananciales, después de haberse constituido en deudora la sociedad “Alaceros Elgoibar, S.A.” frente al Santander “Central Hispano, S.A.”, a quien garantizaba el marido hasta catorce millones

de pesetas, o subsidiariamente hasta el importe con que pueda hacer frente con los bienes que le fueron adjudicados al producirse la división y liquidación de los bienes de la sociedad de gananciales. Al respecto, hay que tener en cuenta lo dispuesto en los artículos 6 y 7 del Código de Comercio, por lo que no procede dar lugar a la primera de las peticiones ya que el marido en el ejercicio del comercio únicamente puede obligar a los bienes comunes del matrimonio, pero en forma alguna, a los de la esposa, pero en cambio, procede dar lugar a la petición subsidiaria de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1317 del Código Civil, que dispone que la modificación del régimen económico matrimonial realizada durante el matrimonio no perjudicará en ningún caso los derechos ya adquiridos por terceros, y la interpretación dada al mismo por la doctrina de esta Sala en sentencias de 26 de junio, 7 de noviembre de 1992, 21 de julio y 13 de octubre de 1994, y 25 de septiembre de 1999, de otorgar al referido precepto una eficacia decisiva para hacer efectiva la deuda sin necesidad de pedir la rescisión por fraude de las nuevas capitulaciones y sin tener que demostrar que no se pueden cobrar de otro modo sus créditos.

Cuarto.—Por lo expuesto procede dar lugar al recurso y casando la sentencia de primera instancia anularla, y en su virtud, dictar otra dando lugar enteramente a la demanda en lo que respecta al demandado señor A., y respecto a la señora O., únicamente en el sentido de que alcanza la responsabilidad de esta condena a los bienes que le fueron adjudicados en la división y liquidación de bienes de la sociedad de gananciales el 19 de octubre de 1993, por lo que no pro-

cede hacer expresa condena en costas de este recurso y respecto de las de primera instancia han de ser impuestas al demandado, de acuerdo con el párrafo 1.º del artículo 523 de la Ley de Enjuiciamiento Civil y sin que proceda hacer declaración alguna respecto a las de la apelación decretándose la devolución de la fianza ex n.º 3 del artículo 1715 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

FALLO

Que debemos estimar y estimamos el recurso de casación promovido por el Procurador don Cesáreo H. S. en nombre y representación del Banco de Santander, hoy “Santander Central Hispano, S.A.”, contra la sentencia de la Sección Segunda de la Audiencia Provincial de San Sebastián, que confirmaba la del Juzgado de Primera Instancia n.º 4 de la misma ciudad dictada en el Juicio de Menor Cuantía n.º 959/1994 el veintiuno de julio de mil novecientos noventa y cinco, y casándola la anulamos, y dando lugar a la demanda formulada por dicha parte recurrente contra don José Ramón A.L. y doña Mercedes O.I., debemos condenar y condenamos al primero a que pague a “Santander Central Hispano, S.A.” la suma de catorce millones de pesetas e intereses legales de esa cantidad desde la interposición de la demanda, respondiendo de esa suma los bienes que le han sido adjudicados a doña Mercedes O.I. en la división de la sociedad de gananciales llevada a efecto el 19 de octubre de 1993, imponiendo las costas de primera instancia al demandado señor A.L. y sin hacer expresa declaración respecto a las causadas en los recursos de apelación y casación, decretándose la devolución de la fianza a la parte recurrente.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. ANTECEDENTES.
 - II. CONFIGURACIÓN DE LA FIANZA CONSTITUIDA EN GARANTÍA DE OBLIGACIONES FUTURAS.
 - III. EL PROBLEMA DE LA NECESIDAD DE CONCRETAR LA OBLIGACIÓN GARANTIZADA.
 - IV. FIANZA PRESTADA POR UNO DE LOS CÓNYUGES Y SU ALCANCE EN CUANTO A LA SOCIEDAD DE GANANCIALES: INOPONIBILIDAD DE LA MODIFICACIÓN POSTERIOR DEL RÉGIMEN ECONÓMICO MATRIMONIAL.
 - V. CONCLUSIONES.
-

I. ANTECEDENTES

Esta sentencia resuelve el recurso de casación interpuesto en su día contra la Sentencia, dictada en grado de apelación, de la Audiencia Provincial de San Sebastián (Sección Segunda) de 27 de julio de 1996 (Ponente: Ilma. Sra. D.^a Ane Maite Loyola Iriondo), como consecuencia de juicio ordinario declarativo de menor cuantía, seguido ante el Juzgado de Primera Instancia n.º 4 de San Sebastián de 21 de julio de 1995, sobre reclamación de cantidad, cuyo recurso fue interpuesto por “Banco de Santander, S.A.”, en el que son recurridos don José Ramón A.L. y su esposa doña Mercedes O.I. El Tribunal Supremo casa y anula la Sentencia de la Audiencia, que confirmaba la del Juzgado de Primera Instancia, y da lugar a la demanda formulada por el recurrente, condenando a los demandados.

Los hechos fundamentales para la adecuada comprensión de este caso son los siguientes. El día 30 de junio de 1979, el codemandado don José Ramón A.L. y Ángel Urteaga, S.A., afianzaron de forma solidaria frente al “Banco de Santander, S.A.”, las cantidades que a dicho banco adeudase, tanto en el momento de formalización de la Póliza, como en lo sucesivo, la mercantil “Alaceros Elgoibar, S.A.”, cualesquiera que fueran los conceptos de las que procediesen y la forma en que la obligación se contrajera, hasta la suma de 14.000.000 de pts. El día 28 de julio de 1992 la afianzada “Alaceros Elgoibar, S.A.”, suscri-

bió por medio del demandado don José Ramón A.L. una Póliza de crédito con garantía de valores por importe de 60.000.000 de pts., constituyéndose un derecho real de prenda, como forma de garantía, respecto de las acciones que “Alaceros Elgoibar, S.A.”, poseía en la empresa “Distribución de Aceros Especiales, S.A.”. La entidad afianzada “Alaceros Elgoibar, S.A.”, no cumplió los compromisos contractuales derivados de la citada póliza, por lo que el 15 de septiembre de 1994 el Banco de Santander procedió al cierre de cuenta arrojando un saldo deudor por importe de 65.430.752 de pts. Aunque el crédito se constituyó con garantía prendaria de 1.000 acciones de la sociedad “Distribución de Aceros Especiales, S.A.”, cuyo nominal superaba en 40.000.000 de pts. el importe del crédito, tal garantía real se vio reducida al ser declarada esta sociedad en suspensión de pagos, calificándose la insolvencia de la misma como definitiva. Ello motiva que el Banco de Santander reclame la cantidad en función de la póliza formalizada el 30 de junio de 1979. Con anterioridad al incumplimiento de sus compromisos contractuales por parte de “Alaceros Elgoibar, S.A.”, don José Ramón A.L. había procedido el 19 de octubre de 1993 a la disolución de la sociedad legal de gananciales mediante escritura pública, adjudicando a su esposa, doña Mercedes O.I., una serie de inmuebles.

La demanda del “Banco de Santander, S.A.” se presenta el 12 de diciembre de 1994. Se postulaba en el *Suplico* que se dictara sentencia con los siguientes pronunciamientos: A) Se condene a los demandados don José Ramón A.L. y doña Mercedes O.I., de forma solidaria a pagar a “Banco Santander, S.A.” la suma de catorce millones de pesetas (14.000.000 de ptas.), así como sus intereses al tipo legal desde la presentación de esta demanda, hasta su completo pago, respondiendo cada uno de ellos con todos sus bienes. B) Subsidiariamente y para el caso de que por el Juzgador se estimara que se ha formulado debidamente el inventario, se condene a los demandados don José Ramón A.L. y doña Mercedes O.I., a pagar a “Banco Santander, S.A.”, la suma de catorce millones de pesetas (14.000.000 de ptas.), así como sus intereses legales desde la presentación de esta demanda, hasta que se lleve a efecto su completo pago, respondiendo el primero de los demandados, don José Ramón A.L., de forma ilimitada, y doña Mercedes O.I., con los bienes que le hayan sido adjudicados en las Capitulaciones Matrimoniales formalizadas en escritura otorgada el 19 de octubre de 1993, ante el Notario de San Sebastián don Diego María G.A., número... de su Protocolo, entre los que se encuentran las fincas n.º ... y..., que se han descrito en el apartado sexto de la versión fáctica de esta demanda. C) Se imponga a los demandados las costas causadas en el procedimiento. Por medio de Otrosí se solicitaba que se acordara la medida cautelar prevista en el art. 42.2.º de la LH.

Por Auto de 20 de diciembre de 1994 se admitió a trámite la demanda y se declaró no haber lugar a la medida cautelar solicitada. Mediante escrito de 22 de diciembre de 1994 la entidad demandante solicitó embargo preventivo de los

bienes propiedad de los demandados para cubrir las responsabilidades reclamadas. En Auto de 5 de enero de 1995 se acordó no haber lugar al embargo solicitado. Finalmente, por escrito de 10 de enero de 1995 la parte demandante solicitó la anotación preventiva de la demanda formulada por la vía del art. 42.1.º de la LH, lo que se acordó mediante Auto de 16 de enero de 1995.

Por el Juzgado de Primera Instancia se dictó sentencia el 21 de julio de 1995, cuyo fallo es el siguiente: “Desestimando la demanda formulada por ‘Banco de Santander, S.A.’, frente a don José Ramón A.L. y doña Mercedes O.I., imponiendo a la parte demandante las costas causadas en la Instancia. Firme que sea la presente resolución procedáse a la cancelación de la anotación preventiva de la presente demanda acordada mediante Auto de fecha 16 de enero de 1995 expidiendo al efecto el oportuno mandamiento por duplicado al Registro de la Propiedad n.º 4 de San Sebastián”.

Contra dicha sentencia se interpuso recurso de apelación, resuelto por la Sentencia de la Audiencia Provincial de San Sebastián (Sección 2.ª) de 27 de julio de 1996, cuya parte dispositiva es como sigue: “Fallamos: Que desestimando como desestimamos el recurso de apelación interpuesto por contra la Sentencia de fecha 21 de julio de 1994 (*sic*) dictada por el Juzgado de Primera Instancia núm. 4, debemos confirmar y confirmamos dicha resolución imponiendo a la parte apelante las costas ocasionadas en esta instancia”. El recurso de casación interpuesto se fundó en los siguientes motivos: “I. Infracción, por aplicación indebida, de los artículos 1283, 1286, 1288 y 1287 del Código Civil. II. Infracción, por interpretación errónea, del artículo 1825 del Código Civil”.

Básicamente son dos los hechos controvertidos que desencadenan esta litis: a) La eficacia de la fianza constituida en 1979 en garantía de deudas futuras, por tiempo ilimitado y con fijación de un máximo de responsabilidad por parte de los garantes. b) Si las capitulaciones matrimoniales formalizadas en escritura otorgada el 19 de octubre de 1993, en virtud de las cuales se dividió y liquidó la sociedad legal de gananciales, y se concertó el régimen de separación de bienes, son o no oponibles a la entidad demandante.

II. CONFIGURACIÓN DE LA FIANZA CONSTITUIDA EN GARANTÍA DE OBLIGACIONES FUTURAS

Puede considerarse doctrina jurisprudencial consolidada la admisión de la fianza constituida en garantía de obligaciones futuras. Este tipo de contratos que suelen englobarse bajo la denominación de *afianzamientos generales* o *pólizas de afianzamiento general* se utilizan profusamente en el ámbito bancario. En ellos una o más personas se obligan ante una entidad de crédito a responder, con carácter solidario y por tiempo indefinido, estableciéndose una cantidad máxima de responsabilidad, del cumplimiento de las obligaciones que sur-

jan a cargo de una determinada persona y a favor de la entidad bancaria como consecuencia del desenvolvimiento de los negocios a los que afecten⁽²⁾. Se puede afirmar que la Sentencia objeto de comentario consolida en este punto la línea marcada por la STS de 23 de febrero de 2000, en la que se afirma que “son constantes las sentencias que contemplan fianzas de obligaciones futuras sin plantearse siquiera el tema de su validez, que se considera indiscutible y que es práctica habitual en el tráfico mercantil”⁽³⁾.

No obstante esta afirmación, en la jurisprudencia del Tribunal Supremo han existido ciertas vacilaciones en torno a lo que debe entenderse por deudas *futuras* en el art. 1825 del CC. Según este precepto, “Puede también prestarse fianza en garantía de deudas futuras, cuyo importe no sea aún conocido; pero no se podrá reclamar contra el fiador hasta que la deuda sea líquida”. Utilizando una interpretación literal, la STS de 24 de noviembre de 1924 interpretó que la fianza sólo afectaba a las obligaciones existentes al tiempo de la constitución de la misma pero que, al no ser conocido su importe, son de cuantía indeterminada⁽⁴⁾. Es decir, se trataría de obligaciones ilíquidas porque el carácter futuro a que se refiere el art. 1825 del CC se predica de la cuantía de la deuda

(2) Cfr. GUILARTE ZAPATERO, V., “Comentario al art. 1825”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, dirigidos por ALBALADEJO, XXIII, 2.ª ed., Edersa, Madrid, 1990, pp. 99 y ss.; “Comentario al art. 1825”, en VV.AA., *Comentario del Código civil*, II, 2.ª ed., Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 1792; y en *Jurisprudencia sobre fianzas y demás garantías*, La Ley, Madrid, 1997, pp. 19 y ss.; CARRASCO PERERA, A., *Fianza, accesoriadad y contrato de garantía*, La Ley, Madrid, 1991, p. 78; BONARDELL LENZANO, R., “Contrato de afianzamiento general y de cobertura de riesgos. Pignoración de saldos de depósitos bancarios”, en GARCÍA VILLAVERDE, R. (Dir.), *Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, p. 848; GALGANO, F., “Fideiussione *omnibus* e contratto autonomo di garanzia”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, II, La Ley, Madrid, 1994, pp. 899 y ss.; REYES LÓPEZ, M.J., *Fianza y nuevas modalidades de garantía. Análisis crítico de sus elementos y efectos. Comentarios y Jurisprudencia*, Ed. General de Derecho, Valencia, 1996, p. 223; SÁNCHEZ LERMA, G.A., “Contratos mercantiles de garantía”, en *Contratos Mercantiles* (Dir. DE LA CUESTA RUTE, J.M.; y Coord. VALPUES-TA GASTAMINZA, E.), II, Bosch, Barcelona, 2001, pp. 246 y ss.

(3) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000\1241). Ponente: Excmo. Sr. D. Xavier O’Callaghan Muñoz.

(4) En este mismo sentido, con cita de esta Sentencia, la SAP de A Coruña (Sección 5.ª) de 18 de mayo de 1992 (Act. Civ. @422/1992), Ponente: Ilmo. Sr. Cibeira-Yebra Pimentel.

No obstante, como destaca CARRASCO PERERA, A., “La fianza general”, en *Estudios de Derecho Civil en homenaje al Prof. Dr. José Luis Lacruz Berdejo*, II, 1993, p. 1048, la doctrina aludida de la STS de 24 de noviembre de 1924 no constituye el fundamento del fallo, sino que la falta de responsabilidad del fiador se basó en el hecho de que el deudor fiado no había contraído ninguna obligación. Y además, en ningún precepto del CC se adivina que el concepto de deuda futura pueda ser equivalente al de deuda no vencida o deuda aún no exigible.

garantizada y no de la obligación en cuanto tal. Aunque, como se ha destacado, literalmente el art. 1825 del CC sólo se refiere al supuesto de duda nacida y determinada, pero no liquidada, lo cierto es que la práctica y las decisiones jurisprudenciales han ampliado la aplicación del precepto a cualquier situación jurídica en la que, partiendo de una relación existente y medianamente determinada, puedan surgir en el futuro una pluralidad de relaciones debitorias determinadas. Se incluirían así los supuestos de deuda nacida y determinada, pero sometida en su eficacia a una condición suspensiva, deuda no nacida al tiempo de constitución de la fianza (exista o no una relación jurídica comercial actual de la que la deuda pueda constituirse en el futuro), y de relaciones jurídicas ya existentes de las que pueden surgir una pluralidad de relaciones obligatorias futuras⁽⁵⁾.

Sin embargo, en la STS de 29 de abril de 1992 se vuelve de alguna manera al criterio de la vieja jurisprudencia cuando se afirma que “la recta hermenéutica de ese art. 1825 al hablar de garantías de deudas futuras, no se refiere en su estricta literalidad a la inexistencia de esa deuda futura al momento de constituir la fianza, sino a la inconcreción de su importe que es, en rigor, según el precepto, lo único que al nacer la fianza ‘aún no es conocido’, luego lo serán los otros elementos de la deuda cuya calidad o especie de ‘futura’ exclusivamente proviene de ese desconocimiento de su importe, por lo que ello mal puede encajar con el supuesto de hecho controvertido, en donde cuando se genera la fianza no solamente no existía el importe en cuestión, sino que la obligación principal todavía no se había constituido ni siquiera en su estructuración más elemental de sujeción económica, ya que, entonces, se carecía de todo indicio relativo a su existencia”⁽⁶⁾.

Dejando a un lado este pronunciamiento, y dando un paso más en la evolución jurisprudencial, la STS de 29 de marzo de 1979⁽⁷⁾, reiterando la doctrina de la STS de 17 de febrero de 1962⁽⁸⁾, afirma que “es válida la garantía de una

(5) Cfr. GUILARTE ZAPATERO, “Comentario al art. 1825”, en VV.AA., *Comentario del Código civil*, II, cit., p. 1792; CARRASCO PERERA, A., “Comentario al art. 1825”, en *Comentarios al Código civil* (BERCOVITZ Y RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi, Pamplona, 2001, p. 2052.

(6) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 29 de abril de 1992 (RJ 1992\4470). Ponente: Excmo. Sr. D. Luis Martínez-Calcerrada y Gómez. Vid. comentario a la misma de CARRASCO PERERA, en CCJC, n.º 28, 1992, pp. 337 y ss.

(7) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 29 de marzo de 1979 (RJ 1979\1235). Ponente: Excmo. Sr. D. José Antonio Seijas Martínez.

(8) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 17 de febrero de 1962 (RJ 1962\1094). Ponente: Excmo. Sr. D. Tomás Ogayar y Ayllón.

deuda futura de cuantía desconocida e incierta cuando existe la obligación de la que puede derivar, al ser susceptibles de afianzamiento todas las obligaciones cualquiera que sea su objeto, incluso las deudas futuras, cuyo importe no sea aún conocido, aunque como dispone el citado artículo 1825, no se pueda en tal caso reclamar contra el fiador hasta que la deuda sea líquida, o sea, hasta que la deuda esté completamente determinada”. Esta doctrina se reproduce en la STS de 20 de febrero de 1987⁽⁹⁾, si bien en ésta lo que se discutía era el momento en el que se entendía nacida la obligación del fiador a efectos de la legitimación del acreedor para impugnar por fraude las capitulaciones matrimoniales de aquél. Igualmente mantiene este criterio la STS de 27 de septiembre de 1993⁽¹⁰⁾. En general se puede afirmar que las Sentencias de las Audiencias Provinciales recogen sin mayor comentario la posibilidad de afianzar deudas futuras, citando al respecto la jurisprudencia del Tribunal Supremo anteriormente mencionada⁽¹¹⁾.

Hay que tener en cuenta que muchos de los pronunciamientos jurisprudenciales que aluden a la necesidad de una *obligación ya existente* no se refieren a que la obligación se haya ya contraído y esté determinada en el momento de constituirse la relación obligatoria de fianza, sino a que no es posible proceder contra el fiador hasta que la deuda esté completamente determinada. En este

⁽⁹⁾ Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 20 de febrero de 1987 (RJ 1987\701). Ponente: Excmo. Sr. D. Antonio Sánchez Jáuregui.

⁽¹⁰⁾ Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 27 de septiembre de 1993 (RJ 1993\6745). Ponente: Excmo. Sr. D. Francisco Morales Morales. En parecido sentido aunque se refiere sólo indirectamente a la fianza de deudas futuras la STS (Sala de lo Civil) de 13 de febrero de 1998 (RJ 1998\708). Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda.

⁽¹¹⁾ Cfr., con diferentes planteamientos, la SAP de Lleida (Sección 2.ª) de 22 de febrero de 1994 (Act. Civ. @676/1994), Ponente: Ilmo. Sr. D. Antonio Angós Ullate; SAP de Cáceres (Sección 2.ª) de 19 de diciembre de 1995 (Ar. Civ. 1995\2429), Ponente: Ilmo. Sr. D. Enrique Vergara Dato; SAP de Girona (Sección 2.ª) de 23 de marzo de 1997 (Ar. Civ. 1998\534), Ponente: Ilma. Sra. D.ª Nuria Bassols Muntada; SAP de Valencia (Sección 8.ª) de 19 de febrero de 1998 (Ar. Civ. 1998\310), Ponente: Ilmo. Sr. D. José Alfonso Arolas Romero; SAP de Alicante (Sección 4.ª) de 5 de junio de 1998 (Ar. Civ. 1998\6048), Ponente: Ilmo. Sr. D. Manuel Benigno Flórez Menéndez; SAP de Cuenca de 27 de enero de 1999 (Ar. Civ. 1999\2778), Ponente: Ilmo. Sr. D. Luis López-Calderón Barreda; SAP de Barcelona (Sección 17.ª) de 10 de febrero de 2000 (Act. Civ. BD131152/2001), Ponente: Ilmo. Sr. D. José Miguel Fontcuberta de la Torre; SAP de Murcia (Sección 4.ª) de 10 de mayo de 2000 (Act. Civ. BD259451/2001), Ponente: Ilmo. Sr. D. Andrés Pacheco Guevara; SAP de Huelva (Sección 2.ª) de 25 de mayo de 2000 (Act. Civ. BD104745/2001), Ponente: Ilmo. Sr. D. Francisco José Martín Mazuelos; SAP de Madrid (Sección 20.ª) de 3 de julio de 2000 (Ar. Civ. 2001\576), Ponente: Ilma. Sra. D.ª Purificación Martínez Montero de Espinosa; SAP de Asturias (Sección 6.ª) de 15 de enero de 2001 (Act. Civ. BD233254/2001), Ponente: Ilma. Sra. D.ª Elena Rodríguez-Vigil Rubio.

sentido es especialmente significativa la STS de 17 de febrero de 1962, anteriormente citada⁽¹²⁾.

La Sentencia objeto de comentario se enmarca entre las que admiten sin problemas la posibilidad de afianzamiento de deudas futuras. Sin embargo, creo que no es del todo correcto el enfoque del 3.º Fundamento de Derecho cuando afirma que en estos casos la fianza “está subordinada al nacimiento de la obligación principal y el fiador se obliga sólo *condicionalmente*, para el caso de que la obligación futura llegue a tener realidad”. En realidad, aunque dentro del ámbito de aplicación del art. 1825 del CC encaja también el afianzamiento de deudas condicionales, creo que en el presente caso no estamos ante esta figura sino ante la fianza de deuda propiamente futura, en la que, como destaca GUILARTE ZAPATERO, el fiador “queda vinculado a la garantía desde el momento de su formalización, aun antes de nacer la obligación principal”⁽¹³⁾. Ello plantea una serie de problemas que es preciso analizar con más detenimiento.

III. EL PROBLEMA DE LA NECESIDAD DE CONCRETAR LA OBLIGACIÓN GARANTIZADA

Uno de los problemas que plantea la admisión del afianzamiento de deudas futuras es el de la determinabilidad de su objeto, dados los términos en que están redactados los arts. 1261 y 1273 del CC (no hay contrato si no existe “objeto cierto que sea materia de contrato”; el objeto del contrato “debe ser una cosa determinada en cuanto a su especie”). Para algunos autores se puede hablar de determinabilidad *per relationem*, referida a todas las operaciones que un sujeto pueda asumir respecto a otro. Aunque existe una cierta imprevisibilidad del riesgo contractual asumido que sería incompatible con el requisito de la determinabilidad del objeto del contrato, se considera que tampoco es necesario que esté determinado *a priori* en las relaciones de acreedor y deudor, pues es posible su concreción *per relationem* en cuanto a una serie de operaciones concretas que se fijan respecto a un determinado sector empresarial⁽¹⁴⁾.

Me parece más acertada la postura de quienes defienden la admisibilidad de esta figura sobre la base del principio que inspira el segundo inciso del art.

(12) Igualmente, destaca CARRASCO, “La fianza general”, *cit.*, p. 1049, que a veces la expresión “obligación ya existente” se identifica con la existencia, al tiempo del contrato de fianza, de unas relaciones comerciales entre el deudor y el banco, que de acuerdo con la práctica mercantil se unifican y suavizan bajo el concepto puramente descriptivo de “relación de cuenta corriente”. *Vid.* en este sentido la STS de 29 de marzo de 1979, ya citada.

(13) Cfr. *Jurisprudencia sobre fianza...*, *cit.*, p. 20.

(14) Cfr. REYES LÓPEZ, *Fianza y nuevas modalidades de garantía...*, *cit.*, p. 229.

1273 del CC. Se puede así considerar que un contrato tiene objeto determinado cuando la materia sobre la que recae ha sido suficientemente concretada por el consentimiento de los contratantes, de modo que no sea preciso un nuevo convenio entre las partes para fijar definitivamente cuál sea dicha materia. Partiendo de esta idea, se afirma que la fianza general no sólo sería un contrato con objeto determinado, sino un contrato *absolutamente* determinado, dado que la expresión “todas las deudas” u otra equivalente no deja lugar a dudas en cuanto a lo que constituye el objeto de la relación fideusoria, pues para determinarlo no hace falta nuevo convenio entre las partes ⁽¹⁵⁾. En definitiva, como se destaca en la Sentencia objeto de comentario, el hecho de desconocer hasta el momento final la cantidad de que va a responder el fiador es una consecuencia del carácter accesorio de la fianza, sin que se deba confundir la amplitud del objeto con su indeterminación. Y es precisamente en virtud de la accesoriedad como puede llegarse a “determinar” el objeto de la fianza.

Las reglas de interpretación del Código civil que se barajan en el recurso conducen también a esta conclusión. No se puede hablar de objeto absolutamente indeterminado y aplicar sin más la sanción del ap. 2.º del art. 1289, porque no se plantean dudas en cuanto al objeto del contrato. Ni siquiera la Sentencia considera aplicables los arts. 1283, 1286 y 1288 del CC que acuden al denominado canon hermenéutico de la totalidad, dado que tienen carácter subsidiario, de forma que cuando la literalidad de las cláusulas sea clara, no son de aplicar otros criterios diferentes a las correspondientes al sentido gramatical que recoge el art. 1281.

Otro de los problemas, ligado con el anterior, que puede plantear el afianzamiento de deudas futuras es el del tiempo durante el cual puede considerarse vinculado el fiador. En la práctica este tipo de fianza suele pactarse por tiempo indefinido. En la Sentencia objeto de comentario estamos precisamente ante un supuesto en que la duración de la fianza se establece *por tiempo ilimitado* “ínterin no hayan sido canceladas las obligaciones y satisfechas las cantidades que de las mismas se deriven y ello aunque se suscriban nuevas pólizas por el mismo u otros fiadores a favor de la misma persona garantizada”. Cuestión diferente, que aquí no se plantea, es que se prevea la posibilidad de una denuncia unilateral. Ésta puede dejar sin efecto la garantía para las operaciones y contratos que se celebren con el deudor principal después de la notificación correspondiente, pero desde luego debe considerarse que continúa vigente res-

(15) Cfr. CARRASCO, “La fianza general”, *cit.*, pp. 1062 y ss., y “La extensión objetiva de la fianza”, en CARRASCO PERERA, A. CORDERO LOBATO, E., MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía*, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 160 y ss.; GUI-LARTE ZAPATERO, “Comentario al art. 1825”, en VV.AA., *Comentario del Código civil*, II, *cit.*, p. 1792.

pecto a los anteriores, aunque venzan o sean exigibles después ⁽¹⁶⁾. La jurisprudencia reconoce al fiador esta posibilidad de denuncia cuando las obligaciones del deudor principal no están especialmente determinadas, o aun siendo determinadas son de tracto sucesivo indefinido ⁽¹⁷⁾. En el caso que nos ocupa no se plantea la cuestión, y además las obligaciones garantizadas por el fiador se refieren a las concretas relaciones comerciales entre el Banco y la Sociedad afianzada ⁽¹⁸⁾.

Lo que sí se establece es un máximo de responsabilidad. La Sentencia comentada, al igual que la STS de 23 de febrero de 2000, parece considerar que estamos ante requisito necesario para la validez del afianzamiento general por deudas futuras ⁽¹⁹⁾, aunque a mi juicio no es éste un presupuesto esencial de la determinabilidad de las obligaciones garantizadas. La STS de 13 de febrero de 1998 entiende que el hecho de no fijarse un límite máximo a la cuantía avalada ni limitación alguna en cuanto al plazo de duración de la fianza no infringe los arts. 1826 y 1827 del CC pues la extensión de la fianza prestada es la misma que la de la obligación asumida por el afianzado ⁽²⁰⁾. Como destaca CARRASCO, la fijación de una cantidad máxima no mejora la condición del fiador ni le proporciona un buen nivel de información sobre el alcance de la obligación, pues basta fijar un máximo tan elevado como quiera el acreedor, suficiente para cubrir ilimitadamente sus riesgos ⁽²¹⁾. Por otro lado, tiene poco sentido exigir un máximo de responsabilidad cuando el fiador, como ocurre en la mayoría de los casos que han llegado a los tribunales, es la persona que controla desde el punto de vista económico las actividades del deudor principal.

En definitiva, lo que sí es esencial a la hora de admitir el afianzamiento de deudas futuras es que no sea preciso un nuevo convenio entre las partes para fijar la obligación garantizada. La Sentencia comentada así lo destaca cuando señala

(16) Cfr. REYES LÓPEZ, *Fianza...*, *cit.*, p. 229.

(17) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 3 de julio de 1999 (RJ 1999\4901). Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Villagómez Rodil.

(18) No obstante, en la doctrina, GUILARTE ZAPATERO, *Jurisprudencia sobre fianza...*, *cit.*, p. 20, considera que en estos casos el fiador no puede desistir mediante la revocación del consentimiento prestado. En parecido sentido, la STS (Sala de lo Civil) de 20 de mayo de 1989 (RJ 1989\3873). Ponente: Excmo. Sr. D. Manuel González Alegre y Bernardo.

(19) Cfr. STS (Sala de lo Civil) de 23 de febrero de 2000 (RJ 2000\1241), Ponente: Excmo. Sr. D. Xavier O'Callaghan Muñoz. En este mismo sentido, FERNÁNDEZ ARROYO, M., "Comentario a la STS de 23 de febrero de 2000", *CCJC*, n.º 53, 2000, pp. 727 y ss.

(20) Cfr. STS (Sala de lo civil) de 13 de febrero de 1998 (RJ 1998\798). Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda.

(21) Cfr. "La fianza general", *cit.*, p. 1068.

que este tipo de fianzas “se contraen para asegurar el cumplimiento de obligaciones no nacidas en el momento de constituirse el contrato de fianza, pero que son previsibles o determinables en el momento de constituirse el contrato, haciendo innecesario a raíz del nacimiento de la deuda, un nuevo contrato de fianza”. Es precisamente este dato, que no sea necesario un nuevo convenio entre las partes, lo que hace que la obligación esté completamente determinada; lo que, insisto, nada tiene que ver con que todavía no se sepa de qué deudas se ha de responder y la cuantía de las mismas. Ello vendrá dado posteriormente sobre la base del principio de accesoriadad de la fianza que nos permitirá completar la información necesaria sobre si existen o no obligaciones afianzables, de cuáles responde el fiador y cuál es el límite de su responsabilidad.

Así entendida, las ventajas que en el tráfico ofrece la fianza *omnibus* son claras. Como todo derecho de garantía, disminuye el riesgo asumido por el acreedor, pero sobre todo ahorra muchos costes en cuanto a la información sobre la disponibilidad financiera del deudor. El coste que supone la información sobre el desarrollo de la empresa o la actividad del deudor se desplaza hacia el fiador, de manera que el deudor recibe el crédito en condiciones más favorables, pues no es preciso repercutirle estos costes como precio del dinero (por vía de intereses por el riesgo del impago del crédito). Además de ello, como se ha destacado, la concesión de crédito es mucho más fluida si el acreedor no tiene que examinar en cada ocasión la consistencia de la garantía ofrecida por el deudor, ni tampoco éste necesita en cada caso buscar una garantía a satisfacción del acreedor⁽²²⁾. A mayores, ante el riesgo que para el acreedor pueden suponer las situaciones concursales del fiador, la fianza general no necesita ser renovada, por lo que puede más fácilmente no quedar afectada por la retroacción de la quiebra.

IV. FIANZA PRESTADA POR UNO DE LOS CÓNYUGES Y SU ALCANCE EN CUANTO A LA SOCIEDAD DE GANANCIALES: INOPONIBILIDAD DE LA MODIFICACIÓN POSTERIOR DEL RÉGIMEN ECONÓMICO MATRIMONIAL

Son numerosas las resoluciones judiciales recaídas sobre el problema relativo a la prestación de fianza por un cónyuge casado bajo el régimen de gananciales y los efectos que produce la misma sobre el patrimonio consorcial. Igual-

(22) Cfr. CARRASCO, “La fianza general”, *cit.*, pp. 1055 y ss. A ello añade que la globalidad beneficia también al deudor por cuanto permite flexibilizar las condiciones de su pasivo posibilitando una renegociación de la deuda. Esta posibilidad no aparece en los casos de fianza simple, dada la amenaza que para el acreedor suponen artículos como los 1835 y 1851 del CC si decide renegociar las condiciones del pasivo del deudor (*v.gr.* quita y espera, transacción, novación).

mente numerosas Sentencias inciden en la misma cuestión en Derecho navarro cuando los cónyuges están casados bajo el régimen de conquistas, aunque aquí se da una peculiaridad con relación al régimen del CC: que existe un precepto que contempla específicamente la situación. Concretamente la Ley 61 de la Compilación, bajo la rúbrica genérica de *afianzamiento*, dispone que “cualquiera de los cónyuges puede afianzar, obligarse de otro modo, o dar garantía real, tanto a favor del otro como de terceras personas. Estas garantías prestadas a favor de terceros por uno solo de los cónyuges, afectarán exclusivamente a los bienes privativos de éste. Si se prestaren por los dos cónyuges, afectarán tanto a los bienes privativos como a los bienes comunes” (23).

Gran parte de los pronunciamientos que han recaído sobre la materia se refieren a supuestos, como el de la Sentencia objeto de comentario, de una sociedad mercantil de la que es socio administrador el demandado, que afianza las obligaciones de aquella existentes en el momento de constituirse la fianza y las que puedan producirse en un futuro. Quizá ello pueda haber influido en la resolución de muchos casos en que lo propio hubiera sido aplicar, como destaca GUILARTE GUTIÉRREZ, la doctrina del levantamiento del velo (24). Los accionistas de una sociedad anónima no pueden sin más quedar incluidos en el

(23) Con relación al Derecho navarro existen bastantes puntos de fricción en torno a la aplicación de los arts. 6 y ss. del Código de Comercio, ya que la Ley 61 de la Compilación es aplicable sin diferenciar si los afianzamientos son o no mercantiles, y si son a no comerciantes los que prestan este tipo de garantía. Es conocida la contradicción entre las SSTs de 19 de enero de 1987 (*RJ* 1987/305) y de 16 de febrero de 1987 (*RJ* 1987/698) en que los litigantes son idénticos y el supuesto de hecho de la *litis* el mismo. En la primera se da preferencia a la aplicación de la Ley 61, mientras que la segunda considera aplicables previamente los arts. 6 y ss. del Código de Comercio. *Vid.* comentario crítico a ambas Sentencias de DELGADO ECHEVERRÍA, J., EN *CCJC*, n.º 13, 1987, §§ 340 y 340 bis, pp. 4325 y ss.; y con otra perspectiva diferente, ARECHEDERRA ARANZADI, L.I., “Fianza y bienes de conquista”, *RDM*, 1987, pp. 126 y ss. El mismo asunto sobre el que versaron estas dos Sentencias volvió a reproducirse dando lugar a la STSJ de Navarra de 10 de febrero de 1993. Sobre la misma, ampliamente, SANCIÑENA ASURMENDI, C., “La fianza en el régimen de conquistas”, *Act. Civ.*, 1995-4, XXXVIII, pp. 767 y ss. *Vid.* además, HUALDE MANSO, T., “Fianza otorgada por cónyuge navarro casado bajo régimen de conquistas (Comentario a la Sentencia del TSJ de Navarra de 26 de enero de 1991)”, *Act. Civ.*, 1991-2, XXIX, pp. 395 y ss.

Tras la reforma de la Compilación por Ley foral de 1 de abril de 1987, lo cierto es que el régimen del Derecho navarro se acerca bastante al del Código civil, pues la Ley 61 debe ser interpretada de acuerdo con lo que establecen las Leyes 54 y 85. Cfr. FERNÁNDEZ URZAINQUI, F.J., “Comentario a las Leyes 61 y 85”, en RUBIO TORRANO, E. (Dir.), *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra*, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 157 y ss., y 261 y ss.

(24) Cfr. GUILARTE GUTIÉRREZ, V., *Gestión y responsabilidad de los bienes gananciales*, Lex Nova, Valladolid, 1991, pp. 517-518.

concepto de comerciante individual, y ni siquiera necesariamente el administrador único de una sociedad es comerciante, sino la sociedad ⁽²⁵⁾.

Al problema de la fianza constituida por el esposo y su alcance en cuanto a la sociedad de gananciales se refiere la STS de 20 de febrero de 1987, anteriormente citada. En este caso se afirma que las obligaciones de afianzamiento asumidas por los esposos en las pólizas de afianzamiento mercantil lo fueron cuando en sus matrimonios regía el régimen económico de gananciales. Tales obligaciones redundaban en beneficio de las sociedades de gananciales respectivas, pues afianzaban operaciones de una sociedad de la que los cuatro cónyuges implicados eran los únicos socios, entendiéndose por ello la resolución impugnada que resultaba aplicable al caso la doctrina contenida en la STS de 6 de octubre de 1980 ⁽²⁶⁾, es decir, que al estar la fianza constituida en interés y beneficio de ambas familias, la responsabilidad asumida, aunque unilateralmente por los maridos, está inmersa y redundante haciéndola extensiva al patrimonio ganancial. Como en la Sentencia que ahora es objeto de comentario, también en la de 1987 ocurre que, cuando la sociedad de gananciales que regía el régimen económico del matrimonio de la recurrente con su esposo fue sustituida por el de separación de bienes y se adjudicó a la esposa en la pertinente liquidación de aquélla el bien inmueble embargado, no existía por parte de la entidad mercantil afianzada saldo alguno deudor frente al Banco ejecutante, así como tampoco operaciones en curso, por lo que para el Tribunal Supremo la adecuada resolución del caso nos conduce a la problemática que plantea el tema del afianzamiento por deudas futuras. De este modo se llega a la conclusión “de la existencia de la obligación garantizada en el momento en que la fianza se prestó, con la ineludible consecuencia de responder desde dicho momento los bienes de la sociedad de gananciales del matrimonio del esposo fiador y la aquí recurrente al pago de las deudas que en el futuro pudieran originarse en contra del obligado principal, responsabilidad del patrimonio ganancial que no puede eludir la circunstancia de que algunos de los bienes, entre ellos el embargado, se atribuyen a la esposa al otorgar capitulaciones matrimoniales estatuyendo el régimen de separación de bienes, razón por la que la sentencia recurrida al entenderlo así no interpretó erróneamente el artículo 1438 del Código Civil en la redacción que le fue dada por la Ley 14/1975, de 2 de mayo (aplicable al

(25) En este sentido SAT de Madrid (Sala 1.ª) de 8 de junio de 1988 (RGD n.º 528, 1988, pp. 5385-5389), STS 15 de marzo de 1991 (RJ 1991\2261). Y en la doctrina, DELGADO ECHEVERRÍA, “Comentario...”, *cit.*, pp. 4332-4333; GUILARTE GUTIÉRREZ, *Gestión y responsabilidad...*, *cit.*, pp. 464 y ss. y 516 y ss.; BELLO JANEIRO, D., “Responsabilidad con los bienes gananciales ante fianza prestada por uno de los cónyuges”, *Act. Cív.*, 1993-1, VII, pp. 138 y ss.

(26) Cfr. STS (Sala de lo civil) de 6 de octubre de 1980 (RJ 1980\3616), Ponente: Excmo. Sr. D. Carlos de la Vega Benayas.

caso), y sí por el contrario hizo una debida aplicación del mismo, por lo que procede la desestimación del motivo”.

Conforme al Derecho actualmente vigente, la STS comentada baraja el posible manejo de los arts. 6 y 7 del Código de Comercio y del art. 1327 del CC. La Sentencia no admite la primera petición de la demanda (condena solidaria a ambos cónyuges) por considerar que en aplicación de lo dispuesto en el Código de Comercio, el marido en el ejercicio del comercio únicamente puede obligar a los bienes comunes del matrimonio, pero en forma alguna a los de la esposa⁽²⁷⁾. No obstante sí se accede a la petición subsidiaria (responsabilidad de don José Ramón A.L., de forma ilimitada, y de doña Mercedes O.I., sólo en cuanto a los bienes que le hayan sido adjudicados en las capitulaciones matrimoniales de 19 de octubre de 1993) de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 1317 del CC. Según este precepto “la modificación del régimen económico matrimonial realizada durante el matrimonio no perjudicará en ningún caso los derechos ya adquiridos por terceros”.

Quizá uno de los puntos clave para entender la solución que se recoge en esta Sentencia sea la relativa a la aplicación de los arts. 6 y 7 del Código de Comercio, que al TS le parece indubitada. El art. 1365.2.º del CC al establecer que los bienes gananciales responden directamente frente al acreedor de las deudas contraídas por un cónyuge, se remite al Código de Comercio cuando el marido o la mujer son comerciantes. La Sentencia considera sin más que estamos ante una actividad de un cónyuge comerciante con ocasión de operaciones comerciales, en la que no consta la oposición del otro a la sujeción a responsabilidad del patrimonio ganancial, por lo que se considera que quedan obligados los bienes comunes⁽²⁸⁾.

(27) Según el art. 6 del Código de Comercio, en caso de ejercicio de comercio por persona casada, quedarán obligados a las resultas del mismo los bienes propios del cónyuge que lo ejerza y los adquiridos con esas resultas. Para que los demás bienes comunes queden obligados es necesario el consentimiento de ambos cónyuges; pero de acuerdo con el art. 7 este consentimiento se entiende otorgado cuando se ejerza el comercio con conocimiento y sin oposición expresa del cónyuge que deba prestarlo.

Excedería de este comentario una revisión en profundidad de la responsabilidad de los bienes comunes frente a deudas contraídas en el ejercicio del comercio. Por todos, con abundancia de referencias, *vid.* las agudas observaciones de GUILARTE GUTIÉRREZ, *Gestión y responsabilidad...*, *cit.*, pp. 464 y ss.

(28) Aunque los arts. 7 y 8 del Código de Comercio refieren la oposición expresa del cónyuge no comerciante “al ejercicio del comercio”, parece que en la medida en que un esposo no puede oponerse a que su consorte ejerza el comercio, el contenido de la oposición debe referirse a que por el ejercicio del comercio queden vinculados los restantes bienes gananciales que no provengan de las resultas. Cfr. BELLO JANEIRO, D., “Responsabilidad con los bienes...”, *cit.*, p. 138, y nota 104.

Partiendo de lo anterior, el problema es la interpretación del art. 1317 del CC. Este precepto se refiere a las modificaciones postnupciales, dado que antes del matrimonio no puede producirse perjuicio para tercero, pues el régimen económico sólo empieza a regir tras la celebración del matrimonio. Se trata además de modificaciones del régimen económico en sentido estricto, es decir, de lo que constituye contenido propio de las capitulaciones matrimoniales, y no de otro tipo de disposiciones por razón de matrimonio a que alude el art. 1325 del CC. De alguna manera, lo dispuesto en el art. 1317 del CC excepciona la regla general en virtud de la cual la modificación del régimen económico en capitulaciones matrimoniales es oponible desde la fecha de su publicación (arts. 1325, 1327, 1332 y 1333 del CC; art. 77 de la LRC; art. 266 del RRC; art. 89 del RH), ya que tal modificación no tiene ninguna eficacia en cuanto a los derechos ya adquiridos por terceros ⁽²⁹⁾.

Lo que ahora importa destacar es que el artículo 1317 del CC es una norma de protección de los derechos de los terceros frente a los cambios de régimen económico matrimonial que, con carácter general, permite el art. 1325 del CC. El problema que resuelve es, por tanto, el de la oponibilidad frente a terceros de la mutación del régimen. Como la modificación o sustitución del régimen carece de efectos retroactivos, cabe afirmar que es inoponible frente a los derechos previamente adquiridos por terceros ⁽³⁰⁾. No hace falta que exista ninguna causa de invalidez de las capitulaciones matrimoniales. Tampoco que haya existido fraude: la sentencia insiste en que los acreedores ni tienen que demostrar la existencia de fraude, ni que no pueden cobrar de otro modo sus créditos. Simplemente la deuda se puede hacer efectiva sin necesidad de pedir la rescisión por fraude de las nuevas capitulaciones. En este sentido el Tribunal Supremo recoge aquí la doctrina sustentada, entre otras, por las SSTs de 17 de noviembre de 1987, 25 de enero de 1989, 27 de octubre de 1989, 26 de junio de 1992, 7 de noviembre de 1992, 6 de junio de 1994, 13 de octubre de 1994, 17 de julio de 1997, 18 de noviembre de 1998, y 25 de septiembre de 1999 ⁽³¹⁾.

(29) Cfr. DE LOS MOZOS, J.L., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, dirigidos por ALBALADEJO, M., XVIII-1.º, 2.ª ed., Edersa, Madrid, 1982, p. 95; HERRERO GARCÍA, M.J., “Comentario al art. 1317”, en VV.AA., *Comentario del Código civil*, II, 2.ª ed., Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 576; COSTAS RODAL, L., “Comentario al art. 1317”, en *Comentarios al Código civil* (BERCOVITZ Y RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi, Pamplona, 2001, pp. 1539 y ss.

(30) Cfr. RAGEL SÁNCHEZ, L.F., *Protección del tercero frente a la actuación jurídica ajena; la inoponibilidad*, Tirant lo blanch, Valencia, 1994, p. 211.

(31) Cfr. STS (Sala de lo civil) de 17 de noviembre de 1987 (RJ 1987/8496), Ponente: Excmo. Sr. D. Eduardo Fernández-Cid Temes; STS (Sala de lo civil) de 25 de enero de 1989 (RJ 1989/124), Ponente: Excmo. Sr. D. José Luis Albácar López; STS (Sala de lo civil) de 27 de

Hay que dejar constancia, no obstante, de la existencia de otra línea jurisprudencial diferente. Así, la STS de 25 de febrero de 1999⁽³²⁾ declara nulas las capitulaciones matrimoniales en virtud de las cuales los cónyuges establecen la separación de bienes ante la inexistencia de una causa verdadera, suficiente, lícita y exigible, siendo la finalidad de tales capitulaciones perjudicar los legítimos derechos de los terceros. También se inclinan por la sanción de nulidad o la de rescisión por fraude de las capitulaciones matrimoniales las SSTS de 8 de julio de 1988, 22 de diciembre de 1989, 19 de febrero de 1990, y 30 de abril de 1990⁽³³⁾. Finalmente la STS de 9 de julio de 1990 considera que lo establecido en el art. 1317 del CC “no excluye de modo absoluto y para todo supuesto litigioso la posibilidad de impugnar por vía revocatoria o rescisoria la subsistencia o eficacia de unas capitulaciones matrimoniales modificativas de un régimen económico matrimonial anterior, que se estimen hechas en fraude de acreedores”⁽³⁴⁾.

Casi todos los autores destacan que estos derechos de los terceros que no pueden quedar perjudicados son derechos ya adquiridos, por lo que deben quedar excluidas las expectativas y los derechos en trance de adquisición⁽³⁵⁾. El problema que se plantea aquí es si puede considerarse que el Banco demandante, en cuanto acreedor de una fianza *omnibus*, tiene ya un derecho adquirido

octubre de 1989 (RJ 1989\6965), Ponente: Excmo. Sr. D. Eduardo Fernández-Cid Temes; STS (Sala de lo civil) de 26 de junio de 1992 (RJ 1992\5478), Ponente: Excmo. Sr. D. Gumersindo Burgos Pérez de Andrade; STS (Sala de lo civil) de 7 de noviembre de 1992 (RJ 1992\9098), Ponente: Excmo. Sr. D. Pedro González Poveda; STS (Sala de lo civil) de 6 de junio de 1994 (RJ 1994\4585), Ponente: Excmo. Sr. D. José Almagro Nosete; STS (Sala de lo civil) de 13 de octubre de 1994 (RJ 1994\7482), Ponente: Excmo. Sr. D. Jaime Santos Briz; STS (Sala de lo civil) de 17 de julio de 1997 (RJ 1997\6018), Ponente: Excmo. Sr. D. Ignacio Sierra Gil de la Cuesta; STS (Sala de lo civil) de 18 de noviembre de 1998 (RJ 1998\9693), Ponente: Excmo. Sr. D. Jesús Marina Martínez-Pardo; STS (Sala de lo civil) de 25 de septiembre de 1999 (RJ 1999\7274), Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Villagómez Rodil.

⁽³²⁾ Cfr. STS (Sala de lo civil) de 25 de febrero de 1999 (RJ 1999\1893), Ponente: Excmo. Sr. D. Alfonso Villagómez Rodil.

⁽³³⁾ Cfr. STS (Sala de lo civil) de 8 de julio de 1988 (RJ 1988\10372), Ponente: Excmo. Sr. D. Manuel González-Alegre Bernardo; STS (Sala de lo civil) de 22 de diciembre de 1989 (RJ 1989\8867), Ponente: Excmo. Sr. D. Rafael Casares Córdoba; STS (Sala de lo civil) de 19 de febrero de 1990 (RJ 1990\695), Ponente: Excmo. Sr. D. Francisco Morales Morales; STS (Sala de lo civil) de 30 de abril de 1990 (RJ 1990\2813), Ponente: Excmo. Sr. D. Luis Martínez-Calcerrada y Gómez.

⁽³⁴⁾ Cfr. STS (Sala de lo civil) de 9 de julio de 1990 (RJ 1990\5788), Ponente: Excmo. Sr. D. Francisco Morales Morales. Sobre las anteriores cuestiones, vid. GUILARTE GUTIÉRREZ, v., *Impugnación de capitulaciones matrimoniales en fraude de acreedores*, Tecnos, Madrid, 1991, *passim*.

⁽³⁵⁾ Cfr., por todos, DÍEZ-PICAZO, L., “Comentario al art. 1317”, en *Comentarios a las reformas del Derecho de Familia*, II, Tecnos, Madrid, 1984, p. 1499.

dada la futuridad de las deudas garantizadas. A mi juicio tal derecho existe desde el momento en que se constituyó la fianza, dado que desde ese instante se puede considerar que está perfectamente determinada la obligación u obligaciones garantizadas. Admitida la validez de la fianza por deudas futuras, el art. 1317 debe proteger al acreedor en los mismos términos que frente al fiador. El hecho de que la reclamación no pueda efectuarse en tanto no esté liquidada la deuda no puede considerarse ningún obstáculo, ya que una cosa es la validez y eficacia de la fianza de obligaciones futuras, cuyo contenido puede estar determinado o ser determinable, lo que va a dar lugar a una deuda líquida o pendiente de convertirse en tal, y otra diferente que, mientras esto no ocurra, no se pueda reclamar al fiador⁽³⁶⁾.

En definitiva, como se destaca en las citadas SSTs de 17 de febrero de 1962, 29 de marzo de 1979 y 20 de febrero de 1987, antes de proceder contra el fiador se debe concretar el *quantum* que debe pagar, lo cual es indiferente a efectos de defender la validez de la fianza. Por ello se puede afirmar que la referencia que, en materia de obligaciones futuras el art. 1825 del CC hace a la necesidad de liquidez de la deuda es superflua, ya que esta regla es aplicable a cualquier fianza. Así pues, a efectos de la adecuada coordinación entre lo establecido en los arts. 1317 y 1825 del CC, hay que considerar que al acreedor de una fianza por deudas futuras le es inoponible la modificación de las capitulaciones matrimoniales realizada una vez constituida la fianza, pero bien entendido que debe tratarse de obligaciones futuras determinadas o determinables sin necesidad de nuevo acuerdo entre los interesados. El alcance del término “no perjudicará”, que utiliza el art. 1317 del CC, significa aquí que los derechos de los acreedores subsisten como tales sin que la modificación del régimen económico matrimonial afecte a su contenido. Cuestión distinta es la posibilidad de que tales créditos se vean satisfechos. Es aquí donde no es indiferente que la deuda del fiador sea privativa o consorcial, a efectos del posible embargo y anotación de los bienes gananciales.

No obstante, en la RDGRN de 16 de febrero de 1987 se mantuvo que, tratándose de acreedores *privativos* del marido, no cabe invocar el art. 1317 del CC de manera que no pueden embargarse bienes gananciales concretos, pues “de existir disolución de la sociedad de gananciales, el embargo sólo es posible sobre la parte que ostente el *cónyuge deudor* en la sociedad de gananciales”. Esta solución no deja de ser discutible, aunque sí que es cierto que se hace preciso distinguir los supuestos de débito consorcial y débito privativo. Tratándose de deuda consorcial, es aplicable el art. 1317 del CC, que en este punto debe ponerse en relación con el art. 1401 del CC. El acreedor puede alegar la

(36) Cfr. GUILARTE ZAPATERO, “Comentario al art. 1825”, en VV.AA., *Comentario del Código civil*, II, *cit.*, p. 1792; y en *Jurisprudencia sobre fianzas...*, *cit.*, pp. 19 y ss.

inoponibilidad de la sustitución de un régimen económico matrimonial por otro en capitulaciones posteriores a la fecha en que se contrajo la deuda. Por ello puede seguir embargando todos los bienes que en su día tenían la calificación de gananciales, aunque después se conviertan en privativos del otro cónyuge. Cuando la deuda es privativa, por el contrario, el acreedor no puede utilizar el art. 1401 del CC, pero a efectos de la posible aplicación del art. 1317 del CC, la protección que tiene es la prevista en el art. 1373 del CC⁽³⁷⁾.

Refiriéndose a la postura de la DGRN en lo que concierne a la “presunción de privatividad” de todas las deudas contraídas por uno solo de los cónyuges, escribe CARRASCO PERERA que su criterio impone una interpretación tal de principio de tracto sucesivo (art. 20 de la LH) que prácticamente ha hecho inútil la defensa de los acreedores prevista en el art. 1317 del CC, dado que, si no pueden anotar los embargos sobre los inmuebles que pasaron a ser privativos del cónyuge no deudor en virtud de las capitulaciones matrimoniales, en la práctica se ven impelidos a promover juicios rescisorios de tales capitulaciones⁽³⁸⁾.

V. CONCLUSIONES

La Sentencia comentada recoge la línea jurisprudencial mayoritaria admitiendo sin ningún género de dudas la fianza de obligaciones futuras. En este sentido, si las cláusulas son claras, debe interpretarse que estamos ante un contrato con objeto determinado, siempre que no sea preciso un nuevo acuerdo entre las partes para fijar lo que venga a constituir el objeto de la relación fideusoria. Sobre esta base, hay que entender que estamos ante una obligación perfecta, que debe considerarse diferente de la obligación de pago subsidiario que en el futuro le pueda corresponder al fiador. En realidad lo que el fiador hace es obligarse a cubrir los riesgos futuros. Y cuando paga por el deudor, el fiador no extingue su promesa de cobertura, sino que está cumpliendo las obligaciones fideusorias determinadas en la cobertura inicial. Por ello hace falta que en el momento del pago esas obligaciones hayan nacido, resulten incumplidas y sean exigibles (a ello se refiere el art. 1825 del CC cuando habla de la liquidez de la deuda). Así pues, en el afianzamiento general, la obligación de cobertura que se asume por el fiador no se extingue por cumplimiento, ni su suerte depende de la que tengan cada una de las obligaciones que en el futuro

(37) Cfr. RAGEL SÁNCHEZ, L.F., “Comentario a la RDGRN de 16 de febrero de 1987”, en *CCJC*, n.º 14, 1987, § 352, pp. 4537-4538.

(38) Cfr. CARRASCO, “La fianza general”, *cit.*, p. 1056. En el mismo sentido, ECHEVARRÍA ECHEVARRÍA, S., “Los límites de la responsabilidad ganancial”, en *Academia Sevillana del Notariado. Homenaje a Francisco Manrique Romero*, Madrid, 1989, pp. 156 y ss., y 176 y ss.; BELLO JANEIRO, “Responsabilidad con los bienes...”, *cit.*, pp. 140 y ss.

contraiga el deudor. Al obligarse a cubrir los riesgos futuros, no puede oponer ninguna relación de valuta para desvincularse de su obligación de cobertura.

Partiendo de la base de que la fianza *omnibus*, en cuanto cobertura general, es válida desde el momento en que se pacta, y no cuando nazca cada una de las obligaciones futuras incluidas en dicha cobertura, hay que considerar que el fiador queda vinculado con el acreedor desde el momento en que se constituyó la relación obligatoria de fianza. Por ello, los actos que realice el fiador en fraude de los derechos del acreedor pueden ser atacados por éste a partir del momento inicial, sin necesidad de que el deudor haya contraído e incumplido una obligación exigible y líquida. Esto es lo que ocurre en la Sentencia objeto de comentario, si bien con la particularidad de que por aplicación del art. 1317 del CC, el acreedor no necesita acudir a la rescisión por fraude de las capitulaciones matrimoniales otorgadas, pues frente a él tal modificación es inoponible. En este sentido hay que entender que la referencia a los derechos ya adquiridos por los terceros, que son los que no se pueden ver perjudicados, encaja con la idea de la vinculación del fiador con el acreedor desde el acto constitutivo de la relación fideusoria, sin que pueda defenderse que el acreedor no ha adquirido ningún derecho en tanto no se haya incumplido alguna de las obligaciones comprendidas en la cobertura inicial.

Lo único discutible es la aplicación sin mayores argumentaciones de los arts. 6 y ss. del Código de Comercio, que es lo que hace que respondan los bienes comunes, y no sólo los bienes propios del cónyuge comerciante. Desde esta perspectiva, ante la modificación del régimen económico matrimonial realizada en capitulaciones matrimoniales, el acreedor se ve perjudicado al no poder embargar directamente los mismos bienes sobre los que podía haber dirigido la ejecución antes de tales capitulaciones. Es precisamente la inoponibilidad que proclama el art. 1317 del CC la que permite que el acreedor pueda dirigirse contra los bienes anteriormente gananciales, aunque en las capitulaciones matrimoniales se hayan adjudicado al cónyuge no deudor.

NOTICIAS

1. LA RESPONSABILIDAD DEL AUDITOR FRENTE A LOS ACREEDORES

En un reciente caso, un Tribunal inglés ha tenido ocasión de pronunciarse sobre un aspecto siempre discutible en cuanto a la posición y responsabilidad de los auditores de cuentas [v. “Royal Bank of Scotland plc v. Bannerman Johnstone Maclay (a Firm) and Others”, en *BLG Business Law Quarterly*, 3 (2002), pp. 11-12]. El debate allí planteado resulta interesante por tratarse de un supuesto muy común.

Una entidad de crédito aportó financiación a dos empresas pertenecientes a un mismo grupo. Los auditores de la sociedad matriz habían intervenido en la redacción del plan de negocio de la misma y en la preparación de proyecciones financieras, al tiempo que uno de sus empleados actuaba como *controller* en dicha entidad. Los auditores eran conscientes de que las cuentas auditadas del grupo habían sido puestas a disposición de la entidad de crédito prestataria y que las mismas habían influido en la favorable decisión de financiación de las sociedades auditadas. Cuando estas sociedades devinieron insolventes, el banco descubrió que había una serie de errores en las cuentas y decidió demandar a los auditores por considerar que habían llevado a cabo declaraciones negligentes para sostener la corrección de tales cuentas.

La defensa de los auditores partió del argumento que apunta a que la actuación del auditor se encamina hacia los accionistas de la sociedad y no frente a terceros. El auditor demandado alegó que no estaba vinculado por un deber de diligencia frente al demandante en relación con las cuentas anuales auditadas, toda vez que los auditores no habían invitado al banco a confiar en las mismas. La finalidad de las cuentas era el cumplimiento de una obligación legal orientada a permitir a los accionistas el ejercicio de sus derechos en el marco de la junta general.

La tesis expuesta no fue admitida por el Magistrado. Este consideró la existencia de un deber de diligencia en todo asesor que facilita consejo o información con conciencia de que esa información va a ser utilizada para una determinada finalidad. El hecho de que los auditores preparen sus informes de auditoría con destino a los accionistas y conforme a la finalidad legalmente exigida no excluye esa diligencia. Los auditores podrían eludir la responsabilidad dimanante de esa conducta diligente haciendo una expresa advertencia exonerándose de toda responsabilidad en el supuesto de que terceros sufrieran cualquier tipo de pérdidas sobre la base de la información contenida en las cuentas anuales. La ausencia de esa declaración exoneratoria comportaba la condena a los auditores demandados. La resolución tomó en consideración precisamente el precedente

invocado por la parte demandada (*Galoo Ltd. [in Liquidation] v. Bright Grahame Murray [a Firm] and another*): éste consagra un deber de diligencia para el auditor que sabe que su informe será tenido en cuenta por un oferente. El hecho de no incluir advertencia exoneratoria de responsabilidad resultó, pues, determinante para condenar a los auditores.

Se trata de una doctrina rigurosa que, de confirmarse en la jurisdicción británica, puede comportar la generalización de ese tipo de declaraciones. Ciertamente, se trata de una declaración problemática, ya que, por una parte, cabe discutir la eficacia exoneratoria de responsabilidad de la misma, y, por otro lado, puede provocar una impresión de desconfianza respecto de las cuentas acerca de las cuales emita su opinión el auditor.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

2. PUBLICACIÓN DEL INFORME WINTER SOBRE EL DERECHO DE SOCIEDADES EN EUROPA

El pasado 4 de noviembre se dio a conocer en Bruselas el informe redactado por el Grupo de expertos de alto nivel en Derecho de sociedades cuyo título en nuestra lengua puede ser “Sobre el marco de una regulación moderna del Derecho de sociedades en Europa” (*On a modern regulatory framework for Company Law in Europe*). Este Grupo de expertos ha estado formado por los profesores Jaap Winter (Presidente), José María Garrido, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Jan Schans Christensen, que han contado con el auxilio de Karen Van Hulle, Dominique Thienpont y Erich Eggenhofer. Trabajo, redactado en inglés, que se ha difundido y es conocido bajo la denominación de “Informe Winter”; es decir, el nombre de su presidente, el profesor de la Universidad Erasmus de Rotterdam y abogado en un despacho de Amsterdam.

El Grupo de expertos fue designado por la Comisión europea en septiembre de 2001 para efectuar unas recomendaciones en el marco de una regulación moderna del Derecho de sociedades en la Unión Europea. Realizó un primer informe, presentado en junio de 2002, sobre la propuesta de Directiva referente a las ofertas públicas de compra, que había sido rechazada por el Parlamento europeo en julio de 2001. Informe que ha servido para la nueva propuesta de Directiva sobre esta materia, aun cuando la Comisión y el Consejo se hayan apartado en algunos puntos del Informe de los expertos, en la discusión tendente a alcanzar una posición común, con el fin de obtener un texto que sea acepta-

do por el Parlamento. El segundo Informe, al que aludimos en esta nota, tiene un alcance mayor y ha de servir, sin duda, para el progreso en la modificación del Derecho europeo de sociedades.

Este Informe, del que simplemente nos limitamos a dar noticia de su publicación y a enunciar su contenido, fue precedido de un documento en el que se hizo una consulta (publicado el 25 de marzo de 2002) en el que planteaban los problemas fundamentales y se solicitaban opiniones sobre los mismos, que debían llegar al Grupo antes del 21 de junio. Tras recibir estas respuestas y, sin duda, con la labor que venía realizando el Grupo, ha redactado en poco tiempo un trabajo sugerente de gran interés, en el que se hacen de forma sintética propuestas que, como se ha dicho, han de servir de reflexión para la revisión del ordenamiento europeo del Derecho de sociedades.

El Informe está compuesto por nueve capítulos, no todos de igual valor, al que siguen cuatro anexos. El primer capítulo titulado "Introducción", se refiere a la constitución del grupo, la formulación de la consulta y el propósito de presentar las recomendaciones a la Comisión y al público; en el segundo capítulo, bajo el título de temas generales, el Grupo hace un conjunto de observaciones, sucintas pero de gran interés, sobre la política legislativa que ha llevado hasta el momento la Unión Europea en el campo del Derecho de sociedades y las orientaciones que deben seguirse alterando en parte esa política, las cuales en ocasiones dan la impresión de una falta de coherencia, que se supera en el último de los capítulos del Informe. En todo caso las observaciones de ese segundo capítulo resultan de gran interés, por un lado, porque marcan el fundamento que ha de tener esa política, en la que una de las preocupaciones es la eliminación de los obstáculos con que se encuentran las sociedades para fortalecer su desarrollo y situarse en una situación más favorable en un mercado cada vez más competitivo, por lo que resulta necesario facilitar sus actividades transfronterizas; también señala este trabajo que no son efectivas algunas normas existentes en el Derecho europeo de sociedades actual preocupado por la protección de socios y acreedores, con un cierto descuido de otros aspectos. Advierte el Informe que el ordenamiento societario en vigor adolece en algunos aspectos de una excesiva rigidez que es preciso alterar con una cierta flexibilidad. Con relación a esta cuestión indica que no es efectiva la distinción tradicional entre sociedades abiertas y cerradas (*public and private companies*) debiendo distinguirse tres clases de sociedades: las "cotizadas" en mercados regulados (*listed companies*), las sociedades "abiertas" no cotizadas, pero con libre transmisibilidad de las acciones y una cierta dispersión de su propiedad, y las "cerradas" que tienen limitaciones a la transmisibilidad de las acciones y que es imposible su negociabilidad en un mercado. Aun sobre la base de una cierta tendencia hacia la flexibilidad de sus normas, cada modalidad de sociedades debe tener un régimen distinto. Mientras las "cotizadas" han de ser objeto de normas

sustantivas detalladas e imperativas, con el fin de otorgar una suficiente protección a los accionistas (inversores) y acreedores, las “cerradas” deberían gozar de una autonomía para concretar su estructura y los derechos y responsabilidades de los que en ella participan; y las “abiertas” habrían de tener un régimen intermedio entre las otras dos clases de sociedades. En este capítulo se recomienda el uso de la moderna tecnología electrónica en varias áreas de Derecho de sociedades, pudiendo destacarse, dentro de este aspecto, la importancia de la página web de cada sociedad, que debe ofrecer una información completa de sus hechos, lo cual debe ser un medio fácil para la difusión de la información de la sociedad y el acceso a la misma desde todos los Estados miembros de la Unión Europea, al tiempo que se debe llegar a un registro europeo de sociedades único, igualmente sobre una base electrónica.

El tercer capítulo, dedicado al “gobierno corporativo” (*corporate governance*), hace un amplio y detallado estudio de las cuestiones que se han afrontado en los “códigos” dictados como consecuencia de este movimiento, que afectan a temas importantes de las sociedades, si bien el documento indica, antes de afrontarlos, que el “*corporate governance*” es un sistema que tiene su fundamento sólo parcialmente en el Derecho de sociedades, pues también viene determinado por las normas, las prácticas y las estructuras de los mercados en los que opera, de forma que existe el peligro de que los componentes del sistema de “*corporate governance*” queden aislados de su más amplio contexto. En todo caso, el Grupo indica que ya en su primer informe hizo notar la importancia de la transparencia en el Derecho de sociedades, de modo especial de la necesidad de la información detallada sobre la estructura del capital y del control de la sociedad. Esta importancia de la transparencia, afirma el Informe, ha de referirse de modo especial a las sociedades “cotizadas”, mientras que estima que decrece notablemente ese interés para las sociedades “abiertas” no cotizadas y las “cerradas”. Tras el estudio detallado de los distintos aspectos sobre los que se ha ocupado el movimiento del gobierno corporativo, considera de interés que cada sociedad informe sobre las normas que sigue sobre esos aspectos. Por otro lado, el Grupo se pregunta sobre la conveniencia de un “código” europeo de buen gobierno, contestando a esta cuestión de forma negativa, si bien considera que cada Estado miembro podría publicar el suyo, debiendo la Unión Europea facilitar la coordinación de los esfuerzos de los distintos Estados en ese campo y el intercambio de conocimientos sobre las modificaciones de las normas del Derecho de sociedades y del mercado de valores. Sin entrar en el detalle de este capítulo, puede indicarse que se ocupa de la mejora de la información a los accionistas y acreedores; sobre la protección de los derechos de la minoría; sobre los deberes de los administradores, ocupándose de las funciones de los administradores no ejecutivos y de la vigilancia de los administradores ejecutivos, de la remuneración de los administradores, así como de su responsabilidad respecto a la redacción de los estados financieros. También hace alusión a la

oportunidad de prestar atención al régimen de la responsabilidad de los administradores en el caso de crisis de la empresa, cuando la sociedad entra en insolvencia, haciendo observar que la iniciación de los procedimientos concursales se produce con frecuencia con retraso, y el Informe alude al régimen existente en Gran Bretaña en los casos de “*wrongul trading*” y de “*action en comblement du passif*” del Derecho francés y belga, si bien no llega a concretar los supuestos de hecho en los que debe surgir esa responsabilidad, cuyo régimen afirma que puede estar bien en el Derecho de sociedades o en el Derecho concursal.

El cuarto capítulo, dedicado a las funciones del capital social, es seguramente uno de los más interesantes del Informe. Parte de las normas vigentes en el Derecho europeo de sociedades, que considera que no son favorables para las sociedades europeas, por lo que el Informe sugiere la posibilidad de seguir alguna de las tres alternativas, que habían sido propuestas en el documento de consulta, que son las siguientes: La primera está basada en la simplificación de la segunda Directiva comunitaria en materia de sociedades, tal como había sido propuesto por el programa SLIM (*simpler legislation for the internal market*); la segunda, apoyada en la experiencia norteamericana, radica en alterar de forma radical las normas sobre el capital y los poderes de los administradores, con la supresión del derecho de suscripción preferente, y el otorgamiento de la facultad por parte de éstos de emitir nuevas acciones y de adquirir las que están en circulación; la tercera opción, contemplada en el Informe, se basa en la eliminación del concepto de capital legal, pero combinando ese cambio importante con la necesidad de que las modificaciones del capital continuaran estando controladas por la junta general. El Grupo se inclina por la primera orientación de modificar en ciertos aspectos la segunda Directiva comunitaria para hacerla más flexible, pero con algunas otras modificaciones que sugiere con el fin de la modernización de las normas actuales sobre el capital, de manera que denomina su propuesta como “SLIM-plus”.

El quinto capítulo está dedicado a los grupos sociales partiendo de la generalización de un fenómeno que está presente en todas las grandes sociedades y cuya legitimidad es reconocida en todos los Estados de la UE, estando los grupos afectados ya por la séptima Directiva, por diversas normas referentes a las entidades financieras, especialmente a los bancos y a las sociedades de seguros, y por la legislación antimonopolista. El Grupo de expertos echa en falta la existencia de otras normas para la protección de algunos intereses implicados por ese fenómeno, y cree que, aun cuando no resulta necesaria la promulgación de toda una Directiva sobre los grupos de sociedades, sí considera necesarias determinadas normas que afronten los problemas más importantes, buscando la transparencia de las relaciones dentro del grupo y de su estructura, así

como la tensión entre los intereses del grupo y los de las sociedades que forman parte de él, debiendo prestarse una atención al grupo piramidal.

Los tres capítulos siguientes se ocupan de determinadas cuestiones que podremos considerar como más concretas, como son la reestructuración y movilidad de las sociedades (capítulo VI), la eventual regulación de la “sociedad europea privada” (EPC, *European private company*) en cuya regulación ha de dominar la autonomía de la voluntad, y que sería una forma complementaria de la “sociedad europea” (SE) (capítulo VII), así como las regulaciones de la cooperativa, de la asociación y de la mutualidad europeas (capítulo VIII).

El capítulo IX contiene un conjunto de referencias, que vienen a marcar la política legislativa que en esta materia deberían seguir las Instituciones europeas, y que divide en tres etapas. La primera a “corto plazo” afecta al “gobierno corporativo”, que concreta en un conjunto de medidas (como la ampliación de la transparencia sobre el gobierno de la sociedad; fortalecimiento de las funciones de los administradores no ejecutivos; un régimen adecuado de la remuneración de los administradores y de la transparencia respecto a la que perciba cada uno de ellos; la responsabilidad colectiva de todos los miembros del Consejo de administración; un marco legislativo adecuado para facilitar una eficiente información de los accionistas y su tema de decisión, con el uso de las modernas tecnologías; una coordinación entre los Estados miembros para coordinar el gobierno corporativo) la simplificación de la segunda directiva en la forma que propone el informe (SLIM-plus) y en ofrecer los mecanismos eficaces para las reestructuraciones societarias transfronterizas, especialmente poniendo en vigor la propuesta de décima Directiva sobre fusiones transfronterizas y la catorce sobre transferencia del domicilio social. La segunda etapa a “medio plazo” en la que se enuncian y concretan las propuestas que se sugieren a lo largo del Informe (como el establecimiento de una central electrónica para la conexión de los sistemas de las sociedades cotizadas; introducir en el marco del régimen de la UE la concesión de derechos de la minoría de accionistas para una investigación en ciertos casos; examinar la posibilidad de extender la sanción de inhabilitación de los administradores a todo el ámbito de la UE; prohibir o restringir la admisión de cotización en Bolsa de sociedades que formen parte de grupos piramidales cuya actividad se limite a ser una sociedad holding de otras sociedades cotizadas; simplificar la tercera y la cuarta Directivas, etc.). Por último, la etapa a “largo plazo” alude a la fijación de la necesidad de la creación de otras formas legales europeas y la generalización de las normas básicas de transparencia para todas las entidades con responsabilidad limitada.

Fernando Sánchez Calero

3. 35.º PERÍODO DE SESIONES DEL PLENARIO DE UNCITRAL-CNUDMI (COMISIÓN DE NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL INTERNACIONAL)

Entre el 17 y el 28 de junio del pasado año, en la sede de Naciones Unidas en Nueva York, ha tenido lugar el 35.º Período de Sesiones del Plenario de UNCITRAL.

Junto al control y dirección de la labor de los, por primera vez, seis Grupos de Trabajo de la Comisión y los demás temas ordinarios del Plenario, éste se ha dedicado a la revisión final y a la adopción de una Ley Modelo sobre conciliación comercial internacional.

Esta nota informativa versa sobre ambos aspectos, el nuevo texto y el sumario de tareas desarrolladas por los Grupos de Trabajo desde el último Plenario de la Comisión [Viena, 25 de junio a 13 de julio de 2001, v. 2001 (octubre-diciembre) *RDBB* 275-279].

Ley Modelo sobre la conciliación comercial internacional

De los días 17 al 25, la mayor parte de los del Plenario, éste se constituyó como Comité del Plenario para, bajo la Presidencia del Profesor Abascal Zamora, de la Delegación de Méjico, examinar el Proyecto de Ley Modelo sobre conciliación comercial internacional.

I. Génesis

A resultas del “Día de la Convención de Nueva York”, celebrado el 10 de junio de 1998, poco antes de concluir el 31.º Período de Sesiones del Plenario, fueron recogidas por la Secretaría una variedad de cuestiones relacionadas con el arbitraje que parecían susceptibles de estudio. Ese elenco fue presentado al 32.º Período de Sesiones (A/CN.9/460). El primer tema de la lista era, precisamente, el de la “Conciliación”, conviniéndose en que se trataba también de uno de los primeros que debía ser abordado, labor que se encomendó, con los demás temas acordados, a un “Grupo de Trabajo sobre Arbitraje”.

La materia, a su vez, contaba con ejercicios anteriores de la Comisión que, en 1980, adoptó el “Reglamento de Conciliación”. Quizá ese alto grado de conocimiento del tema ha propiciado su rápida tramitación, pues en el 34.º Período de Sesiones de la Comisión se animaba al Grupo de Trabajo a presentar al siguiente Plenario “el instrumento en forma de proyecto de ley modelo para su examen y aprobación” (par. 316, A/56/17), como ha podido ser.

II. Aspectos principales

La conciliación es entendida como cualquier procedimiento “en el que las partes soliciten a un tercero o terceros (...) asistencia en su intento por llegar a un arreglo amistoso de una controversia que se derive de una relación contractual u otro tipo de relación jurídica o esté vinculada a ellas” (par. 3 art. 1).

El punto de partida de la conciliación es pues la existencia de una controversia, una diferencia entre quienes participan en una relación jurídica de índole contractual, ordinariamente, pero también en otras asimilables. A la disparidad entre los afectados se une la disposición para tratar de resolverla fuera del procedimiento judicial o arbitral, mediante la benévola aceptación de la decisión que sea ofrecida por el conciliador o grupo de conciliadores.

El acuerdo alcanzado por las partes con la ayuda del conciliador es “vinculante y susceptible de ejecución” (art. 14, que acaba con puntos suspensivos y la advertencia para que cada Estado determine los medios de ejecución en su ordenamiento).

La labor del conciliador se reduce a conocer la diferencia entre las partes y a tratar de sugerir posibles soluciones.

A tal fin conviene la independencia del conciliador respecto de las partes, por lo que estará obligado a manifestar “todas las circunstancias que puedan dar lugar a dudas justificadas acerca de su imparcialidad” (par. 5 art. 4). Semejante deber se extiende durante todo el proceso. Esa garantía pesa también sobre la institución o persona a que las partes recurran para que les facilite el proceso, de modo que habrá de tener en cuenta la fórmula idónea para lograr dicha imparcialidad e independencia, la cual podría venir con el nombramiento de “un conciliador de nacionalidad distinta a la nacionalidad de las partes” (par. 4 art. 4).

Una vez aceptado por los interesados el recurso a la conciliación (art. 4), y acordada la persona del conciliador o la institución o persona a cuya asistencia se prefiera recurrir para la designación (par. 3 art. 5), podrá determinarse “la forma en que se sustanciará la conciliación” “por remisión a algún reglamento o por alguna otra vía” (par. 1 art. 6), entendiéndose que la falta de acuerdo sobre el particular deja en libertad al conciliador para el ejercicio de su función (par. 2 art. 6).

III. Principios de la conciliación

Varios principios han de orientar toda iniciativa del conciliador: la rapidez (“la necesidad de lograr un rápido arreglo de la controversia” par. 2 *in fine* art. 6) y la equidad en el tratamiento de las partes (par. 3 art. 6). Bajo dicha inspira-

ción, “en cualquier etapa del procedimiento conciliatorio” podrá el conciliador “presentar propuestas para un arreglo de la controversia” (par. 2 art. 6).

La libertad de actuación del conciliador y, particularmente, en su comunicación con las partes (art. 7), otro de los claros principios de este proceso, se complementa con un deber de confidencialidad acentuado. Todo en la conciliación debe ser confidencial, salvo que la Ley imponga otra cosa (art. 9).

El sigilo alcanza a las manifestaciones que las partes efectúen al conciliador, si éstas así lo imponen. Esa falta de trascendencia que es propia de la conciliación, en tanto que suele constituir una de las razones de su éxito, posee su punto más delicado en la utilidad como prueba judicial o arbitral de la invitación a la conciliación o de la aceptación, de las propuestas de las partes o del propio conciliador para llegar a un acuerdo, incluso de la aceptación por una de las partes del posible arreglo, así como de los documentos preparados exclusivamente para el procedimiento conciliatorio, con independencia de la forma que revistan.

En ese trance, lógicamente, cabría añadir, la Ley Modelo impone una prohibición absoluta: no podrá ser difundido como prueba nada propio de la conciliación por quien haya tomado parte en ella de la forma que sea. Incluso el conciliador, salvo acuerdo de las partes, tiene vedada la condición de árbitro para otra disensión entre las partes o la misma que suscitó el procedimiento conciliatorio (art. 12).

Esa protección del silencio que ha de rodear al proceso conciliatorio impone que la Ley Modelo prohíba a un tribunal judicial o arbitral, la revelación de esa información, a la vez que les impide admitirla como prueba, a no ser que lo prescriba el Derecho interno o resulte necesario para los efectos de la conciliación. Esto último no afecta a las pruebas en sí que habiéndose empleado en la conciliación podrán serlo en el procedimiento judicial o arbitral.

IV. Dos aspectos adicionales de la Ley Modelo

La Ley Modelo excluye de su ámbito la “conciliación judicial o arbitral” (par. 9 art. 1).

Dejando a un lado esa restricción, más que justificada, como el conjunto de aquellas con las que se pretende dotar a la conciliación de la reserva precisa para su buen fin, puede añadirse, por último, el carácter muy flexible del texto. Se revela esa peculiaridad, entre otros lugares, en el artículo 3 y en el par. 7 del artículo 1. Ambos significan que las partes puedan excluir la aplicación de la totalidad de las disposiciones de la Ley Modelo, o de parte de las mismas, si

bien en ese punto el artículo 3 hace reflexionar acerca de la escasa conveniencia de prescindir tanto de la equidad en el trato del conciliador con las partes, como de las reglas de interpretación que establece el artículo 2.

Grupo de Trabajo sobre el Régimen de la Insolvencia

El Plenario de la Comisión examinó tres informes del Grupo de Trabajo sobre Insolvencia de otras tantas sesiones desarrolladas por éste desde el anterior Período de Sesiones del Plenario. Tuvieron lugar en Nueva York (23 de julio a 3 de agosto), Viena (3 a 14 de diciembre) y Nueva York (13 a 17 de mayo), de las que sólo ésta fue en el 2002, encuentros que corresponden a los Períodos de Sesiones 24.º a 26.º del Grupo de Trabajo.

Se ocupa este Grupo de Trabajo de la redacción de una Guía Legislativa sobre insolvencia transfronteriza, acerca de la cual dispone el lector de esta Revista de información [RDBB 2001, núm. 84, pp. 264 y ss.], basada en la primera de las sesiones aludidas, por lo que sólo se menciona con brevedad alguno de los puntos más sobresalientes de las otras dos.

El progreso del Grupo de Trabajo en su labor quizá puede venir representado por la recomendación de la Comisión que sigue a su examen de los informes, en el sentido de que el Grupo considere en su 27.º Período de Sesiones la posibilidad de concluir la labor encomendada.

Significa lo anterior que, al menos desde la perspectiva más general en que la Comisión revisa las tareas de los Grupos, la Guía Legislativa sobre insolvencia transfronteriza puede juzgarse próxima a su conclusión, aunque convenga subrayar que se trata sólo de una recomendación al Grupo.

Ciertamente, el repaso del índice de los informes permite pensar que los temas principales que la Guía debería abordar han sido identificados, y deteniéndose en su desarrollo puede concluirse que han recibido la variedad de soluciones propia del texto que se aspira a redactar.

Quizá puedan considerarse ejemplos de lo anterior los siguientes, relativos al 25.º Período de Sesiones, entre la amplia variedad que los documentos presentan:

- a) La referencia a los procedimientos de insolvencia híbridos, aquellos en que sólo en el tramo final, una vez acordada por los implicados la hipotética solución de la insolvencia, adquiere el proceso carácter judicial, caso de que así se considere preciso (par. 18-24 A/CN.9/507).

- b) Los criterios contables preferibles y el tipo de créditos a los que se refieren (par. 32-35 A/CN.9/507).
- c) El pormenor adquirido al estudiar la masa de la insolvencia, las fórmulas para protegerla, uno de los puntos más ampliamente debatidos, haciéndose reflexiones, entre otros extremos, sobre la paralización automática de las acciones contra el deudor, las medidas cautelares, la afección temporal de los acreedores garantizados y en qué modo puede repercutir sobre los contratos, diferenciándose las modalidades de éstos en función de su relevancia a fin de la reorganización o liquidación de las actividades empresariales, con señalado detenimiento en las acciones de impugnación (par. 38-92 A/CN.9/507).
- d) El catálogo de las obligaciones del deudor, orientado a facilitar el mejor desarrollo del proceso, con el detalle de la información que habrá de facilitar. Al hilo se atienden también los derechos y obligaciones del representante de la insolvencia con expresión de su independencia y de la necesidad de impedir todo conflicto de intereses (par. 93-131 A/CN.9/507).
- e) La consideración de las vías de financiación específicas posteriores a la apertura del procedimiento de insolvencia, con referencia a las facultades del administrador de la insolvencia (par. 132-141 A/CN.9/507).
- f) El examen de los comités de acreedores, composición, funciones, responsabilidad de sus miembros y modo de adoptar las decisiones (par. 142-160 A/CN.9/507).
- g) La presentación de los créditos por los acreedores, otra de las cuestiones debatidas con mayor detenimiento, aborda los créditos excluibles, cómo se han de probar los que se integren, y cuáles son los efectos derivados de la admisión de los mismos (par. 161-204 A/CN.9/507).
- h) El espacio dedicado a los planes de reorganización: presentación, contenido, aprobación, trato de los disidentes y confirmación (par. 209-243 A/CN.9/507).
- i) Las, así llamadas, reorganizaciones extrajudiciales y reorganizaciones judiciales agilizadas (par. 244-246 A/CN.9/507).

Buena parte de esos mismos extremos volvieron a ser debatidos, junto a otros novedosos, en el 26.º Período de Sesiones. Con ello adquirieron una mejor comprensión y se efectuaron nuevas sugerencias para el texto de la Guía.

En ese apartado de nuevas recomendaciones pueden destacarse, entre otras muchas, las siguientes:

- a) La reorganización de los diferentes objetivos que se han de pretender con el procedimiento de insolvencia (par. 18-25 A/CN.9/511).
- b) Los bienes que se verán afectados con alusión al lugar en que se encuentren (par. 38-40 A/CN.9/511).
- c) Las fórmulas para preservar la masa de la insolvencia (par. 41-44 A/CN.9/511).
- d) El mayor detalle acerca de los modos para la disposición de los bienes de la masa de la insolvencia (par. 45-56 A/CN.9/511).
- e) El régimen de la compensación global por saldos netos (“*netting*”) y los contratos financieros (par. 69-74 A/CN.9/511).
- f) La relación entre la junta y el comité de acreedores (par. 89-93 A/CN.9/511).
- g) El plan de reorganización fue considerado desde la perspectiva de los intereses de los créditos pendientes, perfilándose también quiénes podrían aprobar el plan, la participación del deudor, su finalización y enmienda (par. 107-121 A/CN.9/511).

Ha de señalarse, por último, que la materia posee una amplitud y riqueza mucho mayor que la expresable en esta simple nota, además de su interés para el estudioso de nuestro país, cuando se afronta la reforma de la legislación concursal. En tal sentido conviene destacar la benéfica coincidencia en la persona del Profesor Olivencia de la presidencia de la Comisión Especial de la Comisión General de Codificación encargada de la reforma nacional, por una parte y, por otra, su condición de Delegado de España en UNCITRAL. Así se ha auspiciado el flujo de ideas entre ambos proyectos.

Grupo de Trabajo sobre Garantías Reales

Constituido por acuerdo adoptado en el 34.º Plenario, este Grupo de Trabajo ha celebrado una sola sesión, en Nueva York, del 20 al 24 de mayo de 2002, si bien estuvo precedida por un coloquio (Viena, 20 a 22 de marzo) organizado por la Secretaría con la *Commercial Financial Association*, al objeto de identificar las cuestiones principales que habrían de abordarse, el método a seguir, así como para validar la orientación adoptada en los primeros documentos preparados para el trabajo del Grupo.

Probablemente el buen funcionamiento del mencionado coloquio ha resultado definitivo para el avance experimentado por el Grupo de Trabajo. En efecto, éste ha confirmado el objetivo de elaborar una Guía Legislativa sobre las, así llamadas en el documento, garantías reales. Éstas se conciben como las conocidas entre nosotros por la denominación de garantías mobiliarias, en su más amplia acepción, y desde el principio se pretende enfocarlas como una fórmula adecuada para que los operadores del mercado puedan conseguir créditos a unos tipos de interés más favorables, particularmente en los países de economía menos desarrollada o en transición, a la vez que puede resultar útil para los países desarrollados que aspiren a revisar su legislación en ese área (par. 15-20 y 23-26 A/CN.9/512).

A tal fin la lista de garantías mobiliarias se amplía para incluir las que resultan habituales en nuestro Derecho, con independencia de su estricta configuración jurídica y de los bienes (derechos de la propiedad industrial, por ejemplo) sobre los que puedan recaer: prenda, con y sin desplazamiento de la posesión, reserva de dominio e hipoteca mobiliaria. Existe acuerdo de principio, sin embargo, para la exclusión de los valores bursátiles y quizá también de los derechos sobre la propiedad intelectual (par. 27-38 A/CN.9/512).

Han sido objeto de estudio, entre otras cuestiones relativas a la constitución de la garantía, el tipo de obligaciones susceptibles de ser garantizadas, la relación entre la obligación garantizada y el valor de la garantía, el destino de los productos de los bienes gravados, así como las condiciones mínimas para la validez de la garantía (par. 39-62 A/CN.9/512).

Las cuestiones de publicidad merecieron amplia atención por el Grupo de Trabajo. El punto de coincidencia mayoritario se mostró favorable a la constancia registral de todo tipo de garantías mobiliarias, como fórmula más segura para la protección de los derechos de los terceros. Igualmente se enfatizó la conveniencia de que la Guía aludiese a los sistemas telemáticos de registro, así como a los procedimientos de coordinación del único registro nacional con los registros provinciales, en el caso de los Estados federados (par. 63-87 A/CN.9/512).

El último gran capítulo que fue objeto de estudio se refería a las relaciones entre insolvencia y garantías mobiliarias. En ese punto se insistió en la conveniencia de ir a la par con el Grupo de Trabajo sobre Insolvencia, de modo que se facilitase la adopción de criterios comunes. Sobre el particular, aun quedando abierta la cuestión para futuras reuniones conjuntas con dicho Grupo de Trabajo, en las que las diferentes cuestiones podrían ser debatidas con otro pormenor, se expresaron los principios que deben orientar la materia, dirigidos a una adecuada protección del crédito garantizado (par. 88-90 A/CN.9/512).

Grupo de Trabajo sobre Derecho del Transporte

Una de las materias en las que probablemente la necesidad determina que se espere más de la labor de la Comisión es en la de Derecho de Transporte. Desde la entrada en vigor de las Reglas de Hamburgo, hace poco más de un decenio, la situación de dispersión en el régimen jurídico de las mercancías transportadas por vía marítima ha alcanzado cotas no deseadas, cuyos perversos efectos alcanzan a todos los que intervienen en el sector (transportistas, cargadores, destinatarios, aseguradores, de mercancías y de buques, operadores de terminales y auxiliares en general).

De ahí que la Secretaría recibiese instrucciones para estrechar la cooperación, desde 1996 y, particularmente, desde 1998, con el CMI en la preparación de un régimen uniforme novedoso, tendente a resolver el régimen jurídico de las mercancías transportadas por mar que abarcasen fases terrestres previas y posteriores (par. 210-221 A/57/17).

El fruto de esa colaboración ha podido ser examinado por primera vez durante la sesión del Grupo de Trabajo que, constituido por el 34.º Plenario, celebró su primera reunión, novena en el cómputo general de este Grupo preexistente en el esquema de UNCITRAL, en Nueva York, del 15 al 26 de abril del presente año.

Se trataba de iniciar el examen del amplio documento que el CMI venía preparando con la cooperación de diferentes grupos de expertos desde hacía casi dos lustros.

Bajo la experta presidencia del Profesor Illescas, de la Delegación española, el Grupo convino en la conveniencia de desplegar sus mejores medios para afrontar esta cuestión que todos los sectores del mercado reclaman con insistencia. De ahí que acordase la bondad del documento como punto de partida e iniciase el estudio de algunas de sus materias, con vistas a ofrecer al 36.º Plenario de la Comisión una opinión más fundada acerca de la viabilidad del planteamiento.

En tal sentido, como hipótesis de trabajo, se adoptó la de enfocar el futuro instrumento como rector de las relaciones contractuales que ordenan el transporte puerta a puerta, sin que ello obstaculice que él mismo resuelva también el régimen del traslado puerto a puerto, cuando ese sea el interés de los contratantes, enfoque en el que obró de forma preponderante el interés de los agentes envueltos en la operación (par. 26-34 A/CN.9/510).

Se aludió con brevedad a la necesidad de que todo el documento se rigiese a todos los efectos por el principio de equivalencia funcional en las comu-

nicaciones escritas, en sentido tradicional, y las electrónicas (par. 35-38 A/CN.9/510).

Ha sido relativamente detenido el repaso a las cuestiones de responsabilidad previstas en el Proyecto de texto (par. 39-47 A/CN.9/510), así como a las obligaciones de las partes, el ejercicio de control, la transferencia de derechos, el ejercicio judicial de los derechos y la autonomía contractual de las partes (par. 48-70 A/CN.9/510).

También dio la reunión para que se efectuase una primera reflexión acerca de las definiciones de los diferentes sujetos que pueden participar en la tarea del transporte. Se llegó a cierto acuerdo sobre el acierto de las perspectivas adoptadas en el texto (par. 71-190 A/CN.9/510).

Las discusiones sobre las obligaciones del porteador y las del cargador consumieron buena parte del tramo final del Período de Sesiones. Pesó sobre ellas la mayoritaria consideración de las ventajas del enfoque mantenido en el texto, sin que por ello se dejaran de expresar las opiniones contrarias (par. 111-170 A/CN.9/510).

El flete ha sido el último punto que pudo ser abordado. También en él pudo constatarse la existencia de las que, simplificando, pueden resumirse en dos opiniones contrapuestas: la minoritaria preferencia de un sistema puerto a puerto estricto, sin el que texto haga mención siquiera de los hoy día cada vez más inevitables tramos terrestres del transporte marítimo, y la opinión de la mayoría en favor de que el texto acoja los perfiles contractuales más frecuentes en la práctica, los cuales comprenden el transporte por vía marítima como una fase más del transporte puerta a puerta (par. 171-190 A/CN.9/510).

Grupo de Trabajo sobre Comercio Electrónico

El Grupo de Trabajo sobre Comercio Electrónico celebró su única reunión, que sería su 39.º Período de Sesiones, en Nueva York, del 11 al 15 de marzo.

Sirvió de base para la discusión un documento preparado por la Secretaría con la forma de un anteproyecto de convención sobre los contratos celebrados o probados por intercambio electrónico de datos (A/CN.9/WG.IV/WP.95). Dicho documento respondía al deseo de la Comisión, formulado en el 34.º Plenario, de que el Grupo de Trabajo afrontase de modo muy general las incidencias derivadas del empleo de medios telemáticos para la celebración de los contratos en el comercio internacional.

El estudio se restringió a una serie de aspectos de la materia entre los que se cuentan los siguientes:

- a) El ámbito de aplicación del futuro instrumento, sobre lo que se acordó la adopción de fórmulas suficientemente generales (par. 28-40 A/CN.9/509).
- b) Las informaciones que han de facilitarse las partes al contratar por estos procedimientos (par. 60-65 A/CN.9/509).
- c) Cuándo se ha de estimar acordado el contrato (par. 66-73 A/CN.9/509).
- d) El régimen obligatorio de las ofertas contractuales (par. 74-85 A/CN.9/509).
- e) El principio de la general equivalencia funcional entre los mensajes de transmisión electrónica de datos y los tradicionales escritos (par. 86-92 A/CN.9/509).
- f) Tiempo y lugar de referencia para los mensajes remitidos y recibidos mediante intercambio electrónico (par. 93-98 A/CN.9/509).
- g) El régimen de las operaciones automatizadas (par. 99-111 A/CN.9/509).
- h) Las exigencias formales cuando se emplean medios electrónicos (par. 112-121 A/CN.9/509).
- i) Las condiciones generales en esos medios de comunicación entre las partes (par. 122-125 A/CN.9/509).

El elenco anterior evidencia, en una primera aproximación, una parte del contenido de los trabajos que el Grupo tiene por delante, con los que sólo ha comenzado. De ahí que el Plenario animase al Grupo de Trabajo a continuar con la labor emprendida.

Grupo de Trabajo sobre Proyectos de Infraestructura con Financiación Privada

En el 33.º Período de Sesiones de la Comisión fue concluida la Guía Legislativa sobre Proyectos de Infraestructura con Financiación Privada. La difusión de ese texto alcanzó un hito particular con ocasión de un coloquio simultáneo con el 34.º Período de Sesiones de la Comisión. Dicho evento sirvió para que la Comisión acordase la constitución de un Grupo de Trabajo que explorase la posibilidad de dictar una Ley Modelo sobre alguna de las cuestiones incluidas en la Guía.

El Grupo de Trabajo se reunió en Viena, del 24 al 28 de septiembre de 2001, y entresacó del texto de la Guía Legislativa algunas de las disposiciones que a su juicio podrían reclamar un texto uniforme.

El tema central de las mismas fue el de la selección del concesionario, manteniéndose los principios del recurso a “procedimientos competitivos, transparentes y eficaces, adaptados a las necesidades particulares” como fórmula general (par. 22 A/CN.9/505);

Esa regla habría de proyectarse sobre la preselección de los oferentes, de modo que pudieran existir evidencias suficientes para actuar con los criterios apuntados, detallándose en ese punto la posibilidad de admitir uniones temporales de oferentes (par. 29-34 A/CN.9/505);

Tema sucesivo fue el régimen de solicitud de propuestas, distinguiéndose entre el procedimiento en una o en dos etapas, y otros aspectos del procedimiento como el contenido de la solicitud definitiva de propuestas, el tratamiento a ofrecer a las solicitudes de aclaración y modificaciones y los criterios de valoración. Estos contenidos de la Guía fueron juzgados por el Grupo como merecedores de formar parte de una Ley Modelo con ligeras enmiendas (par. 35-51 A/CN.9/505).

Otro tanto acaeció con las materias de presentación, apertura, comparación y evaluación de las propuestas, así como en lo tocante a la negociación final y adjudicación del proyecto (par. 52-59 A/CN.9/505).

Se aceptó la incorporación al texto de las recomendaciones de la Guía que como excepción prevén la adjudicación de un proyecto sin el recurso a regímenes competitivos, al igual que con las referidas a las propuestas no solicitadas. Las relativas al respeto de la confidencialidad y vías de recurso encontraron igual fin (par. 60-89 A/CN.9/505).

En el capítulo relativo a la definición por parte de los Estados de las unidades administrativas encargadas de la contratación, se decidió trasladar al texto de la Ley Modelo las recomendaciones de la Guía que abogan en pro de la continuidad de las relaciones iniciadas, insistiéndose en la necesaria coordinación administrativa, de modo que los cambios de estructura en las unidades del Estado o las Regiones puedan suponer un obstáculo para el desarrollo de los proyectos, modifiquen el equilibrio de los riesgos inicialmente acordado o puedan implicar la pérdida o reestructuración del respaldo financiero del Estado, caso de que éste exista (par. 90-108 A/CN.9/505).

Otras recomendaciones de la Guía que el Grupo de Trabajo acordó trasladar a la futura Ley Modelo aluden al marco legal y acuerdo del proyecto de

infraestructura. En ese orden, las indicaciones acerca de la personalidad jurídica del concesionario y las posibilidades de su reestructuración (venta o traspaso de participaciones a terceros), la obligación del Estado de mantener los arreglos financieros que se hayan establecido (peajes, tarifas, etc.) y facilitar jurídicamente su desarrollo, incluyendo la posibilidad de su relación directa con las entidades financieras envueltas en el proyecto, la explotación de la obra concluida, entre otras, fueron aceptadas (par. 109-138 A/CN.9/505).

Por último el Grupo de Trabajo estuvo de acuerdo en el traslado a la Ley Modelo de las cuestiones atinentes a la duración, prórroga y rescisión del proyecto, así como a las recomendaciones relativas a la solución de controversias entre las diferentes partes implicadas (par. 153-174 A/CN.9/505).

El importante conjunto de cuestiones estudiadas por el Grupo de Trabajo en el tiempo disponible, que mereció la felicitación del Plenario de la Comisión, hace previsible la conclusión de la labor para el próximo Período de Sesiones de la Comisión.

De nuevo, también ese progreso puede explicarse mejor si se tienen presentes las tareas previas de UNCITRAL en materia de contratación de bienes, obras y servicios. En relación con esas Leyes Modelo (de 1993 y 1994), el nuevo texto supone un paso más, que se concreta, entre otras mejoras, en la incorporación de los indispensables aspectos financieros propios de ese tipo de relaciones.

Conclusión

Las páginas anteriores evidencian el amplio trabajo desplegado por UNCITRAL en su 35.^a anualidad. Revelan la importancia para el Derecho del comercio internacional de las cuestiones tratadas. Explican la posición de liderazgo que en la materia corresponde a la Comisión. Ésta, fiel a sus principios organizativos [v., por todos, OLIVENCIA, "UNCITRAL: Hacia un Derecho mercantil uniforme en el siglo XIX", RDM 1993, pp. 9 y ss.; *Nacionalidad e internacionalidad del Derecho mercantil*, Discurso de ingreso en la Real Academia Sevillana de Legislación y Jurisprudencia y contestación de JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Sevilla, 1993; "El tema de la insolvencia en la agenda de UNCITRAL", 1996 (62) *RDBB* 410-433; "La tarea unificadora en materia de transporte" en *Derecho Uniforme del transporte internacional. Cuestiones de actualidad*, Madrid, 1998, pp. 1-22; "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; entre otras] constituye el lugar de referencia de

las tareas orientadas al logro de la paz por la vía de la supresión de los obstáculos jurídicos que puedan entorpecer el comercio internacional (para la consulta de los documentos de la Comisión aludidos en los párrafos precedentes, *vid.* www.uncitral.org).

David Morán Bovio

4. PROPUESTA DE CÓDIGO DE SOCIEDADES MERCANTILES

Editado por el Ministerio de Justicia, se ha publicado el libro sobre la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Madrid, 2002, 250 pp., aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, habiendo sido ponentes de la misma los profesores Fernando Sánchez Calero, Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano y Ángel Rojo Fernández-Río.

Se trata de un trabajo pre-legislativo, a nuestro juicio, de primera magnitud que, según se dice en su Prólogo, ha sido discutido durante cerca de ocho años por dicha Sección y que se presenta con la “intención de iniciar un período de reflexión lo más amplio posible sobre todo su contenido, a fin de proceder, en consecuencia, a impulsar posteriormente la oportuna iniciativa legislativa”.

La presentación pública de este trabajo fue realizada el 5 de noviembre de 2002 en el Ministerio de Justicia, en un acto presidido por D. Rodrigo Rato, Vicepresidente del Gobierno y Ministro de Economía, y en el que intervinieron también D. José María Michavila, Ministro de Justicia, D. Aurelio Menéndez, como Presidente de la Sección de Derecho Mercantil de la citada Comisión y D. Fernando Sánchez Calero en nombre de la Ponencia redactora del Proyecto. Los distintos intervinientes destacaron el amplio trabajo realizado e insistieron en que se trataba de un borrador de anteproyecto de ley, que se sometía al examen no simplemente de los destinatarios —las sociedades mercantiles— sino al de los estudiosos de esta materia, con el fin de impulsar la reforma legislativa. Es por consiguiente de esperar que, al margen de las reseñas de ese acto y del dado de su publicación en los periódicos, el “proyecto de Código” sea objeto de trabajos doctrinales y de observaciones por parte de otros juristas tendentes a mejorar su contenido.

En esas reseñas periodísticas se ha prestado especial atención al hecho de que la propuesta de Código regulara las sociedades cotizadas. Ante este hecho algunos círculos empresariales han manifestado su preocupación por esta regulación, destacando el hecho de que acogiera la tesis de separar la presidencia del consejo de administración y su nombramiento como consejero ejecutivo, y la de

fijar como causa de cese de los miembros del Consejo de administración el cumplir 70 años. Entendemos que, al centrar la atención en esas cuestiones, que efectivamente han sido ampliamente discutidas en los llamados códigos de “buen gobierno de las sociedades”, si bien la mayoría de ellos se inclinan por la solución acogida por el Proyecto de Código, se corre el riesgo de dejar al margen el significado de la extraordinaria labor realizada en la redacción de ese proyecto que en sus 666 artículos ha recogido las disposiciones que se encuentran en más de doce leyes que intenta derogar, modificar y coordinar, y que sumados los artículos que contienen las leyes afectadas superan esa cifra.

El proyecto ha tratado de generalizar a toda clase de sociedades, como dice entre otras cosas su exposición de motivos, preceptos que hasta el momento presente se consideran como específicos de algunos tipos sociales, de forma que la simple enunciación de la sistemática del Código proyectado destaca la muy importante tarea que ha llevado a efecto. Así el proyectado Código se divide en los siguientes ocho Libros:

- I. “De las disposiciones generales”; formado por los artículos 1 a 173 y compuesto por nueve Títulos: 1.º Del ámbito de aplicación; 2.º Del contrato de sociedad mercantil; 3.º De la constitución e inscripción de la sociedad mercantil; 4.º De las sociedades mercantiles no inscritas; 5.º De la denominación, de la nacionalidad y del domicilio de las sociedades mercantiles; 6.º De las cuotas, de las acciones y de las participaciones sociales; 7.º De los acuerdos sociales; 8.º De la administración de la sociedad; 9.º De la separación y de la exclusión de socios; 10.º De las sociedades unipersonales.
- II. “De los tipos sociales”; formado por los artículos 174 a 365 y compuesto por cinco Títulos: 1.º De la sociedad colectiva; 2.º De la sociedad en comandita simple; 3.º De las sociedades anónimas; 4.º De las sociedades comanditarias por acciones; 5.º De las sociedades de responsabilidad limitada.
- III. “De las sociedades cotizadas”; formado por los artículos 366 a 444 y compuesto por seis Títulos: 1.º De las disposiciones generales; 2.º De los pactos parasociales sujetos a publicidad; 3.º De las especialidades en materia de acciones y de obligaciones; 4.º De las especialidades en materia de órganos sociales; 5.º De las especialidades en materia de aumento y de reducción de capital social; 6.º De la pérdida de la condición de sociedad cotizada.
- IV. “De las cuentas anuales”; formado por los artículos 445 a 503 y compuesto por cuatro Títulos: 1.º De las cuentas anuales; 2.º De la verificación de cuentas; 3.º De la aprobación de las cuentas anuales; 4.º Del depósito de las cuentas anuales.

- V. “De la transformación, traslado, fusión y escisión” formado por los artículos 504 a 553 y compuesto por cuatro Títulos: 1.º De la transformación; 2.º Del traslado del domicilio al extranjero; 3.º De la fusión; 4.º De la escisión.
- VI. “De la disolución y liquidación”, formado por los artículos 554 a 589 y compuesto por tres Títulos: 1.º De la disolución de la sociedad; 2.º De la liquidación de la sociedad disuelta; 3.º De la extinción de la sociedad.
- VII “De las uniones de sociedades”, formado por los artículos 590 a 642 y compuesto por tres Títulos: 1.º De los grupos de sociedades; 2.º De las agrupaciones de interés económico; 3.º De las uniones temporales de sociedades.
- VIII. “De la sociedad anónima europea domiciliada en España”, formado por los artículos 643 a 666 y compuesto por tres Títulos: 1.º De las disposiciones generales; 2.º De la constitución; 3.º De los órganos sociales.

Es decir, que junto a considerar como un subtipo o forma especial de la sociedad cotizada, de manera particular frente a la sociedad anónima, que como nos muestra la práctica, generalmente es una sociedad cerrada e incluso una sociedad unipersonal, aparece esa sociedad cuyas acciones y obligaciones tienen acceso a su negociación en los mercados organizados y, por consiguiente, a su suscripción pública. Por otro lado se ha de notar que, de los ocho libros mencionados, cinco son aplicables a todos los tipos de sociedades mercantiles, lo que es buena prueba de ese esfuerzo de generalización realizado por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación del Ministerio de Justicia en el Proyecto de Código de Sociedades mercantiles elaborado de forma cuidada y que bien podría servir de modelo sobre la forma de legislar.

Alberto Javier Tapia Hermida

5. PROPUESTAS DE LA SEC PARA LA REFORMA DE LA SARBANES-OAXLEY ACT SOBRE INDEPENDENCIA DEL AUDITOR Y DEBER DE CUSTODIA DE LOS PAPELES DE AUDITORÍA

1. La declaración de quiebra presentada el 2 de diciembre de 2001 por la compañía estadounidense Enron, calificada como el mayor escándalo financiero ocurrido en los EE.UU., seguida de forma inmediata de una sucesión de otros

(Worldcom, Global Crossing, Merrill Lynch, Tyco, Imclone, Xerox, Adelphia, Merck) están influyendo directamente en el marco regulatorio del mercado financiero norteamericano. El sistema, caracterizado por su desregulación, ha entrado en crisis, por lo que está siendo objeto de reforma la legislación sobre el gobierno de la empresa, el mercado de valores, las normas de contabilidad y, en especial, de auditoría de cuentas.

En esta línea, la SEC ha propuesto determinadas reformas a la Sarbanes-Oxley Act de 30 de julio de 2002 que se espera entren en vigor a finales de enero de 2003, en concreto al Título II, "Independencia del auditor" y a la Sección 802, norma S-X, sobre el deber de conservación por el auditor de la documentación referente a cada auditoría.

2. *Independencia del auditor*.—La proyectada reforma de la Sarbanes-Oxley Act está dirigida a imponer nuevos requisitos para mejorar la independencia de las firmas contables que auditan los estados financieros de las sociedades anónimas abiertas (*public companies*), junto a determinados requisitos de información y revelación sobre los compromisos asumidos por el auditor. En concreto, el contenido de la propuesta prevé:

- Prohibición de prestación de servicios distintos de la auditoría (*non-audit services*). Se somete a revisión la Sección 201 que prohíbe la prestación de nueve servicios distintos de la auditoría previstos en la Regla 2-01(c)(4) de la Sarbanes-Oxley: llevanza de la contabilidad; diseño e implantación de sistemas de información financiera; servicios de estimación o valoración; determinados servicios actuariales; auditoría interna; funciones directivas o recursos humanos, actuación como *broker-dealer* o asesor de inversiones, servicios de abogacía y asesoría; y cualquier otro servicio cuya prohibición se establezca. La SEC considera que la amplitud de la prohibición de la prestación conjunta de estos servicios con la auditoría debe ser valorada desde tres principios básicos: (i) el auditor no puede auditar su propio trabajo; (ii) el auditor no puede desempeñar funciones directivas, y (iii) el auditor no puede actuar como abogado de su cliente. De este modo, cada servicio distinto de la auditoría que se preste a la sociedad auditada debe ser valorado en función de uno o varios de estos principios. En este sentido, la SEC considera que esta medida servirá para ofrecer un criterio o guía a aquellas materias que han presentado dificultades de interpretación con las actuales normas de independencia, tales como el ámbito de los servicios de asesoría fiscal y de valoración.
- Comité de auditoría antes de la aprobación de los servicios distintos de la auditoría. Se propone la modificación de la Sección 202 en el

sentido de exigir que un comité de auditoría de la sociedad emisora apruebe *ex ante* todos los servicios de auditoría y aquellos distintos de la auditoría que el auditor vaya a realizar sobre sus estados financieros.

- Rotación de los socios de la sociedad auditora. La Sección 203 pretende que se modifique en el sentido de prohibir que los socios de un equipo de auditoría realicen la auditoría para un emisor durante más de cinco años consecutivos. La propuesta de la SEC es más amplia que la actual redacción de esta Sección. Por un lado, se aplicaría a todos los socios que presten servicios significativos para el emisor, mientras que en la actualidad sólo afecta al socio directivo y al socio responsable del trabajo de auditoría. Por otro lado, se exige que el socio deje de ser miembro del equipo de auditoría que preste servicios a la sociedad auditada durante cinco años. Ahora bien, la SEC es consciente de que esta reforma va a permitir que la firma de auditoría pueda renovar los miembros del equipo de trabajo para facilitar la continuidad de la prestación de servicios para el emisor.
- Conflictos de interés. Se propone modificar la Sección 206 para prohibir que una sociedad auditora audite los estados financieros de una sociedad emisora si determinados miembros de la administración de la misma (*senior officers*) han sido miembros del equipo de dirección de la sociedad auditora durante el año anterior al inicio de la auditoría.
- Informes del auditor a los Comités de Auditoría. La nueva Sección 204, tal y como propone la SEC, exigirá que el auditor informe de ciertos temas a un comité de auditoría del emisor. La información incluye: una crítica a la política y prácticas contables llevadas a cabo por el cliente; formas alternativas de presentación de la información financiera siguiendo los GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) que hayan sido discutidas con la administración y las comunicaciones escritas entre el auditor y la dirección. Esta reforma se construye desde el *Auditing Standard* n.º 61 que exige que el auditor comunique determinados hechos de la conducta de la entidad auditada al comité de auditoría.
- Informaciones referentes a los servicios de auditoría y distintos de la auditoría y sus respectivas remuneraciones. Se propone que se informe sobre cuatro categorías de servicios prestados al cliente: auditoría, servicios afines o relacionados con la auditoría, asesoría fiscal y el resto de servicios, así como de las remuneraciones percibidas del emisor por el auditor por cada categoría de estos servicios durante cada

uno de los dos últimos ejercicios fiscales. Esta propuesta ampliaría lo dispuesto en la actualidad por la Sección 202 que exige que el emisor revele en sus informes periódicos la aprobación por el comité de auditoría del mismo de la prestación de cualquier servicio distinto de la auditoría que vaya a ser realizado por el auditor. También amplía lo dispuesto en las actuales normas *proxy* (normas sobre solicitud pública de representación en juntas generales), que exigen que se informe de las remuneraciones pagadas al auditor sólo durante el último ejercicio fiscal. La reforma propuesta exige además que estas informaciones se contengan en el informe anual, por lo que también serán de aplicación a las sociedades emisoras privadas extranjeras, a las que en la actualidad no se les exige que informen de las retribuciones pagadas a los auditores, puesto que no están obligadas a publicar las declaraciones o documentos de solicitud pública de representación (*proxy statements*).

- Prohibición de auditar por la percepción de compensaciones por prestación de servicios distintos de la auditoría. Como novedad, pues la Sarbanes-Oxley Act no contiene ninguna referencia al respecto, se propone añadir una subsección a la Sección 206 que prohíba a una sociedad de auditoría auditar los estados financieros de determinado emisor si cualquier socio, principal o accionista de la firma auditora que al mismo tiempo sea miembro del equipo de trabajo ha recibido alguna compensación por algún servicio distinto de la auditoría, revisión o certificación, prestado al emisor.

3. El Presidente de la SEC, Harvey Pitt, es de la opinión de que alguna de las normas propuestas deberían aplicarse no sólo a los auditores de los estados financieros de las sociedades anónimas abiertas, sino de forma más extensa a los auditores de todas las sociedades cuyos estados financieros deben ser auditados conforme establece la ley.

Al mismo tiempo, se prevé que los emisores privados extranjeros y sus auditores estén sometidos a las proyectadas normas sobre independencia. Para ello, la SEC prevé dialogar con los legisladores extranjeros antes y después de la aprobación de la reforma para recibir su opinión y minimizar, en la medida de lo posible, los conflictos que puedan surgir con las legislaciones extranjeras.

4. *Deber de conservación de la documentación referente a cada auditoría de cuentas.* Por último, se prevé la reforma de la Sección 802, aplicable también a los auditores de los emisores privados extranjeros, así como a las sociedades de inversión registradas, en el sentido de exigir que los auditores guarden sus registros durante los cinco años siguientes a la realización de la auditoría o revisión de los estados financieros, siendo sancionado penalmente el

incumplimiento de esta obligación. Los registros relevantes incluyen los papeles de trabajo y otros documentos que formen la base de la auditoría o revisión, así como los memoranda, correspondencia, comunicaciones y otros documentos y registros, incluidos los electrónicos, que se hayan creado, enviado o recibido en relación con la auditoría o revisión y contengan conclusiones, opiniones, análisis o datos financieros relativos a la misma.

En este sentido, la amplitud del deber de custodia se extiende no sólo a aquellos documentos que hayan sido tomados como base para la adopción de conclusiones, sino también los que fueron objeto de duda, como por ejemplo, los que reflejan las diferencias de opinión tanto entre el auditor y el emisor como entre los distintos miembros del equipo responsable de la auditoría. Sin embargo, se prevé que la reforma de esta Sección 802 no entre en vigor inmediatamente, sino que se permitirá un período de adaptación siete años.

M.^a Victoria Petit Lavall

6. EVOLUCIÓN DEL DERECHO EUROPEO HACIA UNA MAYOR TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS ANTE LA PRETENSIÓN DEL FUNCIONAMIENTO EN LA UE DE UN MERCADO ÚNICO DE VALORES

El Derecho europeo del mercado de valores, como es bien sabido, mantiene su proceso de reforma que se ve fomentado en la actualidad por la pretensión del funcionamiento antes del año 2005 de un mercado único de valores en el ámbito de la Unión Europea. Pretensión que no simplemente impulsa la armonización del Derecho del Mercado de valores de los Estados miembros, sino de una mayor uniformidad, cuando no de una unificación de ese Derecho.

1. La globalización de los mercados de valores y de modo especial la estructuración de un mercado único europeo inciden, como decimos, en una tendencia hacia la uniformidad de su régimen jurídico, por no hablar de la unificación.

El llamado “Comité de expertos”, presidido por el Barón Alexandre Lamfalussy, en su informe sobre “La regulación de los mercados europeos de los valores mobiliarios” (15-2-2001) trazó una política legislativa que debía basarse, en primer término, en la adopción de disposiciones relativas a los principios básicos que debían regular esta materia. Disposiciones formuladas por el procedimiento habitual de directivas o reglamentos, precedidas por consultas a los operadores en los mercados. Estas disposiciones deberían prever el atribuir las

competencias de ejecución de aspectos detallados de las mismas a la Comisión europea, asesorada, como órganos consultivos, por un “Comité europeo de valores mobiliarios”, formado por representantes de los Estados miembros de la UE y por otro denominado “Comité de reguladores de los valores mobiliarios”, constituido por representantes de las Comisiones de Valores, sin perjuicio de dar cuenta de ello al Parlamento Europeo. Comités ya constituidos por decisiones de la Comisión Europea (6-6-2001).

2. La Comisión europea ha formulado recientemente dos consultas sobre esta materia. La primera de ellas titulada “Hacia un régimen para la UE relativo a las obligaciones de transparencia de las emisiones cuyos valores están admitidos a cotización oficial” (11-7-2001). Tras las respuestas a esta consulta, se ha formulado con una segunda consulta que lleva el mismo título (2-5-2002), con la pretensión de completar algunos aspectos de la primera.

En estas consultas se pusieron de manifiesto los objetivos a alcanzar con el fin de crear un mercado financiero único en Europa, para los que había de establecerse un régimen prácticamente uniforme sobre las obligaciones de información de las sociedades cotizadas. En esta línea, y como primera medida para incrementar la calidad y la comparabilidad de los estados financieros de las sociedades con cotización en bolsa, se propuso la promulgación de un “Reglamento sobre la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad” (que ha sido ya aprobado como Reglamento (CE) n.º 1606/2002 de 19-7-2002) y que tienen singular importancia en este campo, ya que no se limitan al aspecto puramente contable, sino que inciden en la información financiera, hasta el punto de que el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (que redacta tales normas) ha propuesto que se denominen “Normas Internacionales de Información Financiera”. En segundo lugar, se ha preconizado por la Comisión Europea que “en aras de una mayor claridad y racionalidad” se proceda a la codificación de las diversas Directivas existentes sobre la información y transparencia vigentes en materia de transparencia del Mercado de Valores (de forma especial, las Directivas 79/279/CEE “sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial”; la 80/390, CEE sobre “coordinación para la elaboración y difusión del folleto para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial”; la 82/121/ CEE sobre “la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial”; y la 88/627/CEE sobre “las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante de una sociedad cotizada”). Labor que se ha efectuado en buena parte por medio de la Directiva 2001/34/CE de 28-5-2001 sobre “la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre esos valores”.

La consolidación efectuada en esta Directiva, aun cuando respondía a la preocupación de la Comisión reiteradamente declarada por las Instituciones europeas (Comisión, Consejo y Parlamento) de “legislar mejor” (*vid. últimamente los documentos Comunicación de la Comisión sobre el futuro de la Unión Europea. Gobernanza Europea. Renovación del método comunitario [COM (2001) 727 final, Bruselas 5-12-2001], precedidos del Libro Blanco sobre La gobernanza europea [(COM) 428 final, Bruselas 25-7-2001]. Libro Blanco que fue sometido a consulta por la Comisión Europea el 25.7.2001, habiendo obtenido más de 240 contestaciones. Entre ellas, pueden verse los trabajos del profesor A. BAR CENDÓN “El libro Blanco ‘La Gobernanza Europea’ y la reforma de la Unión” y del Dr. ORDÓÑEZ SOLÍS “La gobernabilidad en Europa: ‘De cómo repartir el poder y mejorar su ejecución en la Unión Europea’”. Estos trabajos, así como las observaciones a la consulta sobre el indicado Libro Blanco, recogidos en la página web europa.eu.int/comm/governance/contributions/index_en.htm, se consideran no obstante insuficientes, porque se estima que debe ampliarse el ámbito de esa coordinación a otras directivas y a los valores admitidos a negociación en mercados regulados y no simplemente a aquellos que acceden a un mercado o bolsa de cotización oficial. Además, se indica por las Instituciones Europeas que se ha de mejorar la transparencia del mercado y de las empresas emisoras con diversas medidas de las que se pueden destacar las siguientes:*

- De incrementar la divulgación periódica de los estados financieros de forma que la publicación de los mismos sea cada tres meses en lugar de seis;
- De mejorar la calidad de esta información haciendo participar a los auditores de la sociedad, aun cuando sea de forma limitada, en la revisión de los estados financieros trimestrales; estados financieros que habrán de tener en cuenta lo previsto en la NIC 34;
- De reducir el plazo de presentación de los estados financieros a sesenta días; de establecer la obligación de información sobre una base *ad hoc* tendente a prevenir las distorsiones del mercado;
- De establecer la obligación de llevar a efecto la información por parte de la sociedad empleando el formato electrónico (sin perjuicio de compatibilizarlo en ciertos casos con el formato en papel) tanto en el sitio web de la sociedad, como en su comunicación a la Comisión nacional de supervisión, que ha de registrar, controlar y conservar tales informaciones.

El “programa de la transparencia” en la Unión Europea se ha de completar no solo con las medidas indicadas, sino también con otras, como la futura Di-

rectiva sobre información privilegiada (abuso de mercado) y la propuesta modificada de Directiva sobre folletos tanto en el momento inicial de la emisión de los valores, de su oferta pública y de la admisión a cotización en un mercado regulado.

Conforme a las orientaciones señaladas, la Comisión europea ha presentado una Propuesta modificada de Directiva sobre *“el folleto a publicar en caso de oferta pública de valores mobiliarios o en caso de admisión de los valores mobiliarios a negociación, y que modifica la Directiva 2001/34/CE”* [9-8-2002, COM (2002) 460 final]. Esta propuesta modificada pretende reforzar la protección de los inversores y permitir a las sociedades financiarse más fácilmente a menor coste en todo el ámbito de la Unión Europea, al tender a fomentar la sustitución de su endeudamiento con entidades de crédito, por el incremento de los fondos propios. A tal fin resulta importante el aumento de la protección de los inversores, que trata de alcanzarse con el fin de que éstos puedan adoptar su decisión con relación a la inversión en un determinado valor, mediante una mayor información clara y completa contenida en el folleto. Este es un instrumento de publicidad que contiene las informaciones esenciales, financieras y no financieras, que la sociedad emisora pone a disposición de los eventuales inversores. Propuesta de Directiva que pretende crear un nuevo *“pasaporte europeo”* para el emisor de los valores, ya que una vez aprobado el folleto por la autoridad competente de un Estado miembro debe ser aceptado por el resto de los Estados de la Unión Europea. Con el fin de proteger a los inversores, la aprobación del folleto debe estar subordinada al respeto de las normas europeas referentes a las informaciones que se han de divulgar y a sus modalidades. Se ha de hacer notar que esta propuesta de Directiva, en la que se manifiesta la tendencia hacia una uniformidad del Derecho de los Estados miembros en esta materia y que modifica en parte la Directiva coordinadora de 2001/34/CE, contiene una amplia regulación de la materia, la cual se ha de ampliar, pues la Propuesta de Directiva se remite en algunos puntos a las normas de ejecución que, de acuerdo con el criterio de *“comitología”*, habrá de dictar la Comisión.

Otra Directiva de la Unión Europea que incide en el programa de transparencia relativo al campo del mercado de valores es la propuesta referente a *“las operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado)”* (propuesta por la Comisión el 30-5-2001, adoptada una posición común de la Comisión y del Consejo sobre la misma el 14-8-2002, y recibida tal posición por el Parlamento Europeo el 5-9-2002).

Esta Directiva, una vez aprobada, contribuirá a potenciar la confianza de los inversores, al incrementar su protección y a hacer a los mercados financieros europeos más seguros y atractivos, en cuanto reforzará la integridad del

mercado, contribuirá a la armonización de las normas sobre abuso del mercado en toda Europa e implicará una mayor transparencia e igualdad de tratamiento entre los operadores del mercado, al tiempo que facilitará una más estrecha colaboración entre las Administraciones nacionales de los Estados miembros. La Propuesta de Directiva se aplica tanto a las operaciones efectuadas por medio de información privilegiada como a los casos de manipulación del mercado, y comprende las operaciones sobre cualquier modalidad de valor mobiliario, tanto cuando se efectúan dentro del mercado como fuera de él.

La Propuesta de Directiva remite al Derecho nacional sobre la libertad de prensa la valoración de la responsabilidad de los periodistas que difundan informaciones falsas o fraudulentas, salvo si los periodistas implicados en la difusión de estas informaciones saben o deberían saber que estas informaciones eran falsas y si con ello han obtenido alguna ventaja o beneficio por su difusión. Corresponderá no obstante al Derecho nacional determinar los criterios y los procedimientos aplicables para determinar si la difusión de una difusión falsa ha producido beneficio a quienes la han difundido.

Se ha de hacer notar que la Propuesta de Directiva sobre “abuso de mercado”, aun cuando a la hora de redactar estas líneas todavía no se ha promulgado mediante su publicación en el DOCE, se han acogido varios de sus preceptos en nuestra reciente Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

Fernando Sánchez Calero

7. EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE REGULACIÓN DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

1. El gran desarrollo económico experimentado por el sector de los planes y fondos de pensiones en nuestro país se ha visto acompañado de una notable proliferación normativa en los últimos años. En efecto, el patrimonio de los fondos de pensiones ha pasado desde 152.800.000 € a 31 de diciembre de 1988 hasta los 41.875.000.000 € a 30 de septiembre de 2002 y el número de partícipes de los planes de pensiones se ha incrementado desde los 317.777 a 31 de diciembre de 1989 hasta los 5.439.752 a 30 de septiembre de 2002 (ver *Expansión* de 14-11-2002, p. 20). Según decimos, tan notable incremento en la cifra del patrimonio de los fondos y de los partícipes de los planes, que ha sido especialmente acusado en los últimos ejercicios, se ha visto acompañado de una regulación particularmente intensa tanto a nivel legal como reglamentario, sin olvidar la importante jurisprudencia constitucional y de nuestro Tribunal Supremo en la materia.

2. En concreto, desde la reforma de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones por parte de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados se han sucedido varias reformas legales de gran importancia, amparadas formalmente en las Leyes de acompañamiento a las de Presupuestos Generales del Estado. Así, podemos referirnos a las reformas introducidas por las Leyes 66/1997 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 69, 1998, p. 285 y ss.), 14/2000 (ver nuestra Noticia en esta *RDBB* n.º 81, 2001, p. 206 y ss.), y 24/2001 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 85, 2002, p. 285 y ss.), todas ellas de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social; a las que cabría añadir las reformas fiscales introducidas por la Ley 40/1998, del IRPF (véase, en general, nuestro Manual de *Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones*, Barcelona 2001, pp. 207 y ss.). Mención especial, por su cercanía, merece la reforma que las Disposiciones adicionales 5.ª y 6.ª de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introdujeron en el art. 24.4 y en la Disposición final segunda de la Ley 8/1987; reformas ambas que se han integrado en el Texto Refundido del que damos noticia.

3. Como antes indicábamos, a las reformas legales mencionadas se han sumado, desde 1995, una serie de reformas reglamentarias significativas, entre las que podemos destacar la reforma del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones por el Real Decreto 1589/1999 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 76, 1999, p. 199 y ss.), junto al Real Decreto 1351/1998 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 72, 1998, p. 1209 y ss.). El panorama se completa con la Sentencia del Tribunal Constitucional de 27 de noviembre de 1997 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 69, 1998, p. 285 y ss.), y de la Sala 3.ª del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 1999 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 74, 1999, p. 252 y ss.).

4. La mera exposición del panorama normativo sintéticamente descrito permite vislumbrar la conveniencia de reordenar la legislación al objeto de que el proceso de motorización legislativa no desemboque en una regulación caótica. Esta necesidad condujo a que nuestro legislador, en el apartado 18 del artículo 32 de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, autorizara al Gobierno para aprobar un Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones; Texto que se ha aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (BOE n.º 298 del viernes 13-12-2002), cuya Disposición derogatoria única, además de la cláusula de derogación general de cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a la misma, deroga expresamente la Ley 8/1987 y las Disposiciones Adicional Undécima y Transitorias 14.ª, 15.ª y 16.ª de la Ley 30/1995, cuyo contenido actualizado incorpora al Texto Refundido. Este Real Decreto Legislativo entró en vigor el 14 de diciembre de 2002, conforme a su Disposición final única.

5. Según se deduce de su preámbulo, el Texto Refundido tiene un doble objetivo formal: por una parte, incorporar al texto de la Ley de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones las modificaciones y adiciones que se habían ido sucediendo de forma dispersa y, por otra, incluir en aquella Ley las disposiciones relacionadas directamente con la misma que figuraban formalmente en otras normas (por ejemplo, en la Ley 30/1995). En lo sustancial, el preámbulo del Real Decreto Legislativo 1/2002 da primacía al proceso de reformas operado para incorporar el régimen de protección de los compromisos empresariales por pensiones a través de la Disposición adicional 1.^a de la Ley 8/1987, incorporada por la Ley 30/1995 y desarrollada por el Reglamento de Instrumentación, aprobado por Real Decreto 1588/1999 (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 76, 1999, pp. 206 y ss. y nuestro Manual antes citado, pp. 287 y ss.).

6. El examen del contenido del Texto Refundido nos permite efectuar una consideración general sobre la continuidad tanto sustancial como formal respecto de la derogada Ley 8/1987. En efecto, como no podía ser de otra forma al tratarse de una refundición, se mantienen los conceptos básicos de los planes y fondos de pensiones e incluso la numeración de los preceptos.

7. En cuanto se refiere a los planes de pensiones, las novedades regulatorias de los últimos años ahora refundidas que cabe destacar, sin ánimo de ser exhaustivo (y remitiéndonos a las noticias antes reseñadas), son las relativas a los planes del sistema de empleo de promoción conjunta (de grupos, de PYMES, de sector, etc.) (art. 4.1); a los límites de las aportaciones anuales máximas en función de la edad del partícipe (art. 5.3); a la composición de las comisiones de control de los planes del sistema de empleo (art. 7.3); a la eliminación de las comisiones de control en los planes individuales (art. 7.5); a la efectividad y movilización de los derechos consolidados (art. 8.8); a los procesos de aprobación y revisión (art. 9); y a la integración en fondos homogéneos (art. 10.4).

8. También se percibe una continuidad en la regulación de los fondos de pensiones, cuyas novedades refundidas que podemos destacar (remitiéndonos igualmente a las noticias antes citadas) son las referentes a sus comisiones de control (art. 14); a sus entidades gestoras (art. 20) y depositarias (art. 21); y a su régimen de control administrativo (art. 24 y ss.).

9. Según anticipábamos, el aspecto más destacado de la labor refundidora reside en el régimen de protección y exteriorización de los compromisos empresariales por pensiones y ello no tanto porque se modifique dicho régimen (resultado vedado a un Texto Refundido), sino porque se actualiza la Disposición adicional 1.^a de la Ley y se incorporan las antiguas Disposiciones transitorias de la Ley 30/1995 al Texto de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.

10. En conclusión, debemos saludar este Texto Refundido por lo que aporta de claridad formal y, por ende, de seguridad jurídica; con la esperanza de que mantenga una cierta estabilidad frente a los embates enfurecidos del oleaje legislativo que, sin duda, le afectarán en un futuro.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. LISTA ENUNCIATIVA DE LOS MERCADOS REGULADOS EUROPEOS

Recientemente se ha publicado por parte de la Comisión un listado de todos los mercados regulados europeos [vid. DOCE C 280 (16 de noviembre de 2002), p. 2]. Esta publicación obedece al cumplimiento de lo establecido en el art. 16 de la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión (DSI), que asentaba sobre el concepto de mercados regulados buena parte de su disciplina. Conviene recordar que los mercados regulados son aquellos que, además de un reconocimiento por cada uno de los Estados comunitarios y de un funcionamiento regular, comportan unas garantías en cuanto a las empresas o productos que en ellos participan. Tanto las condiciones de funcionamiento o acceso al mercado, como las condiciones de admisión a la negociación en los mercados regulados, tienen que cumplir los criterios generales que establece la citada Directiva y, en especial, las obligaciones de declaración y de transparencia que en los arts. 20 y 21 de la Directiva se exigen y que ya han sido objeto de transposición al ordenamiento jurídico español.

La publicación de la lista por parte de la Comisión se realiza con una estructura muy sencilla, destacando la denominación de cada uno de los mercados regulados, el órgano responsable de su gestión y las autoridades competentes de la supervisión del mercado o de la aprobación de las normas aplicables en el mismo. Se trata de una materia que presenta constantes cambios y de ahí que la Comisión advierta de que, sin perjuicio de la publicación en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas de la lista anual, puedan ser consultadas en la correspondiente página web de la Comisión las puestas al día que se produzcan.

En el caso español aparecen enunciados como mercados regulados un total de seis: las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, los mercados de productos financieros derivados (MEFF, Renta Fija y Renta Variable), los mercados de futuros y opciones sobre cítricos, el mercado AIAF y el mercado de deuda pública en anotaciones.

Jaime Baillo Morales-Arce

9. DICTAMEN DEL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL SOBRE LA COMUNICACIÓN EN MATERIA DE DERECHO CONTRACTUAL EUROPEO

Si bien puede afirmarse que ya contamos con un acervo comunitario relevante e influyente en todo lo relacionado con la contratación, no es menos cierto que las autoridades comunitarias han abordado en fecha reciente una revisión general de la aportación que el Derecho europeo puede realizar en el ámbito del Derecho contractual. El pasado día 11 de julio de 2001 la Comisión presentó una Comunicación dirigida al Consejo y al Parlamento Europeo sobre Derecho contractual europeo [vid. COM (2001)398 final; DOCE C 255 de 13 de noviembre de 2001, p. 1 y ss.]. Ahora es el Comité Económico y Social el que recientemente ha hecho público su Dictamen sobre la indicada Comunicación (vid. DOCE C 241 de 7 de octubre de 2002, p. 1), que por su interés creemos que merece ser reseñado dentro de esta sección.

El Dictamen del Comité Económico y Social comienza llevando a cabo una recapitulación sobre la que es indudablemente una de las más fácilmente perceptibles tendencias del Derecho mercantil. Cuando se consulta el Comité Económico y Social si nos encaminamos hacia el denominado “*Derecho de la globalización*” lo que está haciendo es una referencia a la aportación que el Derecho mercantil internacional viene realizando con respecto a la contratación. Se citan por el Comité Económico y Social los trabajos tanto de UNIDROIT como los de otras instituciones, como es el caso de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional [vid. la nota de MORÁN BOVIO, D., “34.º Período de Sesiones del plenario de la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional [CNUDMI-UNCITRAL]”, en *RDBB* 84 (2001), p. 275]. En particular se citan los principios de UNIDROIT por la atención que están mereciendo en los últimos años. Ahora bien, el problema es que ese Derecho que surge muchas veces del seno de comisiones cualificadas dentro de los organismos internacionales da lugar a un ordenamiento de aplicación puramente voluntaria para las partes. Su vigencia en los distintos Estados europeos se ve cuestionada por la falta de reconocimiento por los Jueces a quienes corresponde resolver los litigios de esos Códigos privados relativos a contratos, a cláusulas o cualesquiera otros aspectos similares.

Además, subraya el Comité Económico y Social el problema que comporta el recurso frecuente al arbitraje precisamente en relación con materias contractuales, toda vez que al final quienes tienen que llevar a cabo la ejecución de esos laudos arbitrales son, de nuevo, los Jueces nacionales, con lo que en ocasiones se producen contradicciones relevantes entre los criterios de los árbitros y los de los Jueces. Se señala que una posible solución vendría dada por la

existencia de un *corpus* europeo de principios y normas que podrían ser aplicados por igual por árbitros y jueces nacionales en materia de contratación. En concreto se citan algunos de los más relevantes instrumentos de Derecho internacional en materia de contratación, como es el caso de la Convención de Viena de 1980 sobre contratos de compraventa internacional de mercaderías, así como también las aportaciones ya existentes en el ámbito internacional en materia de servicios financieros, en donde se dice, sin embargo, que faltan Convenios ratificados y vigentes, y que abunda el denominado *soft law*. Otros ejemplos de armonización internacional del régimen contractual vienen dados por los contratos en materia de tecnología en el ámbito de la propiedad industrial e intelectual.

Sin embargo la aportación que ha supuesto ese intento de armonización internacional se ve atenuado por el bajo índice de ratificación de los instrumentos internacionales que han llevado a cabo muchos Estados. Sigue apareciendo como un mito, dice el Comité Económico y Social, la elaboración de un Código mercantil internacional de aplicación universal cuyo alcance realmente suponga una superación de los ordenamientos jurídicos nacionales. Resulta contradictorio, sin embargo, que falte ese Derecho común de los contratos ante una realidad de la negociación y de la contratación que cada vez revela más el que ésta se produce en el ámbito internacional.

En cuanto a la armonización posible del Derecho contractual en Europa, el Comité Económico y Social señala que un futuro Código uniforme podría nacer de los trabajos de la Comisión a partir de los trabajos ya existentes o en curso en el ámbito europeo sobre Derecho contractual o de aquellas otras Comisiones que trabajan con respecto a los llamados "*contratos transfronterizos*". La cuestión fundamental que la Comisión planteó y que el Comité Económico y Social aborda es la de si una iniciativa comunitaria que afectara al Derecho contractual, creando un auténtico régimen uniforme, es hoy en día viable y pertinente. Al respecto la respuesta del Comité Económico y Social es, como era fácilmente previsible, positiva. Conviene animar a la Comisión, dice el Comité Económico y Social, a que lleve adelante la creación de un Derecho unitario aplicable a todos los tipos de contratos y a todos los contratantes, incluidos a los consumidores. Para llevar a cabo esa tarea se subraya otro hecho no menos notorio.

Este consiste en la existencia de un muy relevante acervo comunitario que la propia Comunicación de la Comisión ya puso de manifiesto. La Unión Europea tiene competencias para llevar a cabo este ambicioso proyecto, siendo en particular sus competencias relativas a la protección de los consumidores y a la creación o realización del mercado único las que otorgan una base sólida para iniciar esa labor. Recuérdese en este punto la tradicional característica del Derecho comunitario como un ordenamiento singularmente avanzado en la tutela de

los consumidores, sin perjuicio de que algunas lagunas que todavía permanecen en ámbitos específicos de la contratación sean colmadas en breve. El Derecho comunitario, al igual que han hecho antes o después distintos ordenamientos jurídicos nacionales, se ha encargado de regular los contratos con una perspectiva amplia, incluyendo también los contratos que llevan a cabo ciertas profesiones. En toda esa regulación, tanto la que toma en cuenta los intereses de los consumidores en particular como los de las partes en el contrato, está constantemente aflorando la voluntad de otorgar una protección reforzada a la parte más débil o vulnerable. Se quiere con ello establecer entre los contratantes una situación de igualdad que sea en todo caso la garantía de la efectiva libertad contractual que según señala y subraya el Comité Económico y Social, sigue constituyendo un principio universal no ya solo del Derecho contractual, sino de la propia ordenación económica de numerosos Estados y, desde luego, de los Estados europeos.

Es también interesante la advertencia que el Comité Económico y Social realiza en cuanto a la forma de afrontar esa futura unificación. Puede decirse que también el Comité Económico y Social exige que se legisle mejor. No se trata solo de denunciar la constante adopción de una cascada de normas que resulta imposible que puedan ser simplemente conocidas no ya por los consumidores, incluso por los profesionales, ya que muchos de los textos que se publican son difícilmente comprensibles por estar redactados en un lenguaje que no facilita su comprensión por parte de los consumidores.

En definitiva, lo que el Comité Económico y Social anima a llevar adelante es un primer paso en el muy ambicioso proyecto de creación de un Derecho contractual comunitario. Se dice del mismo que en un primer momento podría ser sencillamente un Derecho supletorio, mientras que posteriormente ya ese Derecho pasaría a ser un Derecho común a todas las partes en el ámbito económico europeo. El objeto de esa regulación no puede ser simplemente el del contenido del contrato en sentido estricto, sino tomar en cuenta también toda la fase precontractual y de formación del contrato y también las hipótesis de incumplimiento en sus varias perspectivas. Desde el punto de vista subjetivo, ese Derecho contractual debe tener también ambición a la hora de resultar aplicable a todo tipo de sujetos. No se trata sólo de fijarse en el caso de los consumidores sino también en los intereses de muchas empresas que por su dimensión no están habituadas a actuar en el ámbito internacional más que ocasionalmente y para las que sin lugar a dudas la existencia de un Derecho europeo común les puede impulsar a profundizar en la internalización de sus actividades.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

10. PUBLICACIÓN DEL INFORME ALDAMA

La Orden Ministerial de 25 de julio de 2002 nombró una Comisión Especial presidida por D. Enrique Aldama Miñón con la finalidad de “la elaboración de un informe centrado en las sociedades cotizadas y en los mercados financieros, en el que *se formulen las recomendaciones que se consideren oportunas para aumentar la transparencia* en los mercados y la seguridad del inversor, así como el análisis del grado de observancia del Código de Buen Gobierno y de la adopción de las recomendaciones contenidas en el mismo”.

El pasado 8 de mayo se ha publicado el “Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y de la seguridad en los mercados financieros y en las sociedades cotizadas”, que se conoce, de acuerdo con el nombre del presidente de esa Comisión, como Informe Aldama. Esta nota pretende simplemente hacerse eco de su aparición, en cuanto afecta de forma directa a las materias de las que se ocupa esta Revista, pero sin pretender en este momento hacer una valoración del mismo.

El Informe, tras recordar el mandado de la Comisión y hacer un diagnóstico general de la situación con una detenida referencia a la importancia del Código Olivencia, declara que trata de continuar la tradición de ese Código y del Informe en que se basa “puesto que hace suyo lo fundamental de la filosofía del imperio de la ley, la autorregulación y la transparencia”. El Informe Aldama siguiendo esa línea indica que del principio de libertad se “deducen, a su vez, los principios de transparencia y de lealtad, debidamente equilibrado con el de diligencia, a los que este informe dedica gran parte de su atención, así como el tratamiento que hace tanto del funcionamiento de los órganos del gobierno corporativo como de las relaciones con empresas de servicios de asesoramiento”.

Tras las consideraciones generales, el Informe presta su atención a los siguientes aspectos. Al principio de transparencia y al deber de informar, destacando, en primer término, que la información ha de ser completa, correcta, equitativa y en tiempo útil. Con referencia al deber de información de las sociedades cotizadas, el informe se detiene en el contenido de esa información que se ha de ocupar de la estructura de la sociedad, de su administración, de las operaciones vinculadas y las operaciones intragrupo, de los sistemas de control del riesgo y del funcionamiento de la junta general. Con relación a los medios a emplear en esa información destaca la utilización de la página web de la sociedad, que ha de recoger un conjunto de datos sobre ella, considerando que tiene especial importancia la publicación del informe anual del gobierno de la sociedad.

En los capítulos siguientes, el Informe se detiene en el principio de seguridad, en el deber de lealtad y en el de diligencia de los administradores, dentro de

un marco ético; de los órganos de la sociedad y de las prestaciones por parte de profesionales externos. El Informe llega, a modo de conclusiones, a dos proposiciones principales: en primer lugar, pone especial énfasis en destacar la importancia de la autorregulación por cada sociedad, siguiendo las recomendaciones del Código Olivencia y teniendo en cuenta la especialidades más convenientes para cada sociedad; en segundo término, pero en cierto modo con carácter supletorio, indica la conveniencia de un soporte normativo adicional, que se ha de centrar en el régimen de los deberes básicos de información y transparencia, en el detalle de los deberes de lealtad y diligencia de los administradores y en la imposición de la obligación de las sociedades de dotarse, siguiendo el principio de autorregulación, de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo como las enunciadas en el informe, considerando que el deber del legislador se ha de centrar en la obligación de que toda sociedad cotizada redacte unos reglamentos de funcionamiento del consejo de administración y de la junta general, que deben integrar o completar, según se estimara procedente, los estatutos sociales.

Jaime Baillo Morales-Arce

11. MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL ACEITE DE OLIVA

1. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) se ocupa de los “mercados secundarios oficiales de valores” en su Título IV (arts. 31 y ss.). En concreto, el Capítulo IV de aquel Título (art. 59) regula los “mercados secundarios oficiales de futuros y opciones representados por anotaciones en cuenta”, cuyo régimen reglamentario se contiene en el Real Decreto 1814/1991, modificado por el Real Decreto 2590/1998. Estos mercados de futuros y opciones pueden operar sobre subyacentes financieros (valores negociables o índices) o no financieros (véase nuestro Manual de *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona, 2000, p. 230 y ss.). En lo que se refiere a este último tipo de mercados de futuros y opciones sobre subyacentes no financieros, el régimen reglamentario contenido en el Capítulo V (arts. 20 y ss.) del Real Decreto 1814/1991, introducido por el Real Decreto 695/1995, se ocupa, en concreto, “de los mercados de futuros y opciones sobre cítricos” (ver nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 58/1995, p. 555 y ss.). Existe únicamente un Mercado de futuros y opciones sobre cítricos, autorizado por Orden de 14 de julio de 1995. En todo caso, interesa señalar que el origen de estos mercados de futuros y opciones reside, precisamente, en los contratos de entrega futura de productos o materias primas (“*commodities*”) (ver MADRID PARRA, A., *Contratos y Mercados de Futuros y Opciones*, Madrid, 1994, p. 17 y ss.).

2. Visto lo anterior, el marco legal de los mercados de futuros y opciones sobre subyacentes no financieros es el art. 59 de la LMV, cuya redacción fue modificada, primero, por la Ley 37/1998 y, recientemente, por el art. 2 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En concreto, la autorización de tales mercados corresponderá al Gobierno, a propuesta de la CNMV, o a la Comunidad Autónoma competente en el caso de mercados de ámbito autonómico. Además, la Disposición Final del Real Decreto 1814/1991 faculta al Ministro de Economía para determinar las especialidades de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre activos no financieros distintos de los cíctricos.

3. Haciendo uso de esta última habilitación, el Ministerio de Economía ha dictado la Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre, “por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva” (BOE n.º 303 del jueves 19-12-2002). Esta Orden —que entró en vigor el 20 de diciembre de 2002, conforme a su Disposición final única— empieza estableciendo que la creación, organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva se regirá por la LMV y por los capítulos I a IV del Real Decreto 1814/1991 (art. 1) y acaba habilitando a la CNMV para dictar cuantas disposiciones sean precisas para el desarrollo y ejecución de la misma y, en particular, para establecer y modificar los registros y las normas contables y modelos de estados financieros y contables de sus Sociedades Rectoras (art. 10).

4. La estructura de estos mercados de futuros y opciones sobre el aceite de oliva se basa en tres tipos de elementos: a) Elementos reales, por cuanto en los mismos se negociarán futuros, opciones e instrumentos financieros sobre el aceite de oliva que se definen en el artículo 2 de la Orden adaptando al subyacente específico la definición general de futuros y opciones financieras del artículo 2 del Real Decreto 1814/1991. b) Elementos personales, ya que estos mercados responden a la estructura general de Sociedades Rectoras y miembros de los mismos. En cuanto se refiere a las primeras, el artículo 7 de la Orden establece sus requisitos personales (Consejo de Administración y Director General con conocimientos y experiencia adecuados) y patrimoniales (recursos propios mínimos de 6.000.000 €) y las funciones a desarrollar (las generales de supervisión y las particulares de interrupción excepcional del mercado y vigilancia de las obligaciones de entrega del aceite en cumplimiento de los contratos negociados). En cuanto afecta a los miembros del mercado, debe destacarse que, junto a los miembros financieros previstos en el artículo 37 de la LMV, el artículo 8 de la Orden se ocupa de los miembros industriales que son las personas jurídicas que se dediquen a la producción, intermediación o distribución del aceite de oliva o que, formando parte de un grupo de entidades que se dediquen a alguna de las actividades citadas, tengan como objeto social

exclusivo la negociación en dicho mercado de futuros y opciones. A estos miembros industriales se les exige una forma mercantil que limite la responsabilidad de sus socios, unos recursos propios mínimos de 300.000 €, un Consejo de Administración y un accionista o accionistas de control idóneos. Las entidades que cumplan los requisitos señalados adquirirán la condición de miembros previa petición a la Sociedad Rectora y quedarán sujetas a la normativa del mercado de valores (artículo 9). c) Elementos formales, reflejados en un Reglamento del Mercado que deberá prever, además de las menciones generales del artículo 3.2 del Real Decreto 1814/1991, las específicas del artículo 4 de la Orden (sistemas de información sobre eventualidades que pudieran afectar al aceite de oliva, sistemas de control de calidad en caso de entrega efectiva del aceite de oliva, etc.).

5. El funcionamiento de estos mercados de opciones y futuros sobre el aceite de oliva parte de su autorización por el Gobierno, a propuesta de la CNMV, que se concederá previa comprobación del cumplimiento de los requisitos generales del artículo 2.1 del Real Decreto 1814/1991 y de los específicos de informes del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, de la Agencia del Aceite de Oliva, de la Subdirección General de Inspección, Certificación y Asistencia Técnica del Comercio Exterior del Ministerio de Economía, etc. (artículo 3). Una vez autorizados, el funcionamiento se basa en la negociación de contratos de futuros y opciones sobre el aceite de oliva, cuyas condiciones generales deben aprobarse y figurarán como anexo al Reglamento del Mercado (artículo 5). Por último, la suspensión de la negociación en dichos mercados por la CNMV puede ser instada tanto por sus Sociedades Rectoras como por los organismos públicos que deben emitir informe previo a su autorización (artículo 6).

Alberto Javier Tapia Hermida

12. PROPUESTA DE DIRECTIVA COMUNITARIA SOBRE CRÉDITO A LOS CONSUMIDORES

La Comisión Europea ha preparado una amplia y detallada “Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa a la armonización de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito a los consumidores” (COM, 2002, 443 final de 11-9-2002) que envió al Parlamento Europeo el 12-9-2002 y que ha sido discutida por el Consejo Europeo en su reunión de 14-11-2002, sin que de momento sea público un texto diverso a la propuesta de la Comisión.

La razón de esta propuesta de Directiva se encuentra en que la 87/102/CEE de crédito al consumo, modificada en 1990 y 1998, que fue introducida en nuestro ordenamiento por medio de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, que “regula el crédito al consumo”, se ha considerado que se encuentra por completo superada, tras la realización de diversas consultas y estudios.

La Comisión indica, en sus consideraciones generales de la nueva Propuesta de Directiva, que la noción de “crédito al consumo” ha evolucionado en las últimas décadas de forma importante. En la actualidad, frente al papel que jugaba el crédito a los consumidores cuando fue elaborada la Directiva 87/102/CEE, ese crédito ha adquirido una importancia y un desarrollo extraordinarios a través de múltiples instrumentos financieros. Desde el punto de vista macroeconómico, los créditos en curso en los quince Estados miembros de la Unión Europea representan más de 500.000 millones de euros, lo que equivale a más de 7% del PIB, con una tasa de crecimiento anual que se sitúa en torno al 7%, según se desprende de los Boletines mensuales del BCE.

Por esta razón, los Estados miembros han considerado insuficiente el nivel de protección que ofrecen las directivas en vigor y han incluido, en sus legislaciones de transposición, tipos de crédito o contratos de crédito nuevos no contemplados en dichas directivas, y por supuesto en nuestra Ley 7/1995. Las distintas regulaciones en los Estados miembros de la UE contienen una protección desigual del consumidor en el ámbito del crédito, hecho que la propuesta de Directiva pretende superar, con el fin de que los consumidores se beneficien plenamente de su uso en el ámbito del mercado interior.

El objetivo de la propuesta de Directiva es, por consiguiente, efectuar una revisión en el régimen del crédito, en el ámbito de la UE, que ofrezca, en un mercado más eficaz y transparente, un grado de protección a los consumidores de forma que la libre circulación de las ofertas a los consumidores se realice en las mejores condiciones, tanto para los oferentes como para los demandantes del crédito. A tal efecto la revisión de la Directiva requiere una adaptación del marco jurídico a las nuevas técnicas de crédito, un reequilibrio de los derechos y obligaciones de los consumidores y los proveedores de crédito, y un amplio nivel de protección de los consumidores.

La Propuesta de Directiva, que deroga las anteriores, las supera en el detalle de su regulación, que se inspira en las siguientes directrices: una nueva definición del ámbito de aplicación de la Directiva a fin de adaptarla a las nuevas realidades del mercado y dejar clara la frontera entre crédito al consumo y crédito a la vivienda; la integración de nuevas disposiciones relativas no sólo a los prestamistas sino también a los intermediarios del crédito; la creación de un marco estructurado de información al proveedor de crédito para que éste pueda apreciar mejor los riesgos; la definición de una información más comple-

ta al consumidor y a los posibles avalistas; un reparto más equilibrado de las responsabilidades entre el consumidor y el profesional; la mejora, en beneficio tanto del consumidor como de prestamista, de las modalidades y prácticas de tratamiento de los incidentes de pago por parte de los profesionales.

María Candelas Sánchez de Miguel

13. NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO EN LA COMUNICACIÓN DE LA RELACIÓN DE AGENTES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y ACUERDOS CELEBRADOS PARA LA PRESTACIÓN HABITUAL DE SERVICIOS FINANCIEROS (CIRCULAR 6/2002 DEL BANCO DE ESPAÑA)

El artículo 22 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, de *Normas sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito*, faculta, en diferentes apartados, a las entidades de crédito para realizar dos tipos de actuaciones: por un lado, operar en el mercado a través de agentes mediante el otorgamiento de poderes a personas físicas o jurídicas, y por otro, la posibilidad de que las entidades de crédito españolas celebren acuerdos con otras entidades de crédito extranjeras para la prestación habitual de servicios financieros a la clientela, en nombre y por cuenta de la otra entidad. El mismo artículo impone, por razones de control y de seguridad jurídica, la obligación de comunicar la celebración de dichos acuerdos y contratos de agencia al Banco de España.

No obstante, la regulación que realiza el propio Real Decreto de estos deberes de comunicación y su forma de realización es vaga y poco detallada. Se establece un régimen de comunicación en el Real Decreto diferente en cada supuesto. Mientras que a las entidades de crédito operantes en España que celebren contratos de agencia se les impone la obligación de realizar una comunicación anual al Banco de España con la relación de sus agentes junto con sus progresivas actualizaciones, en el caso de las entidades de crédito españolas que celebren acuerdos con otras entidades de crédito extranjeras para la prestación habitual de servicios financieros a la clientela, simplemente será necesaria la comunicación puntual de cada acuerdo en el plazo de un mes a partir de su formalización.

Consciente del carácter parco de su regulación, el mismo Real Decreto prevé un desarrollo normativo más detallado posterior por el Banco de España. Así, tres meses después de la entrada en vigor del Real Decreto, el Banco de

España aprobó la Circular 5/1995, de 31 octubre, que regulaba de forma más precisa el modo en que debían realizarse las mencionadas comunicaciones y los modelos a utilizar en las mismas. No obstante, el Banco de España acaba de modificar dicha regulación mediante la aprobación de la Circular 6/2002, de 20 de diciembre (BOE 23 de enero), *relativa a información sobre agentes de las Entidades de Crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros*. Su entrada en vigor, prevista a los tres meses de su publicación en el BOE, supondrá la derogación de la Circular 5/1995 anterior.

En su expositivo, el Banco de España justifica la aprobación de un nuevo régimen en la necesidad de precisar con mayor exactitud y nitidez, a efectos prácticos, los acuerdos y agentes sujetos a la declaración y, especialmente —ya que hasta ahora han surgido múltiples problemas de interpretación—, el modo de comunicar al Banco de España los acuerdos celebrados con entidades de crédito extranjeras para la prestación habitual y recíproca de servicios financieros. Además, los avances tecnológicos permiten la recogida, tratamiento y comunicación de la información con una mayor agilidad y precisión, por lo que resulta necesario el establecimiento de diversas modificaciones, tanto en relación a la vía a través de la que las entidades han de efectuar las correspondientes declaraciones como en cuanto a la información específica que en cada caso han de comunicar, de forma que se simplifique el almacenamiento de la información facilitando de este modo su tratamiento posterior. En ese sentido, una vez entre en vigor la Circular 6/2002, las comunicaciones deberán realizarse, a diferencia de la norma anterior, en soporte magnético o mediante interconexión de ordenadores. No será posible ya presentar la información utilizando los modelos recogidos como anexos a la Circular 5/1995; excepcionalmente, por causas justificadas, el Banco de España podrá autorizar la presentación de dichos datos en los impresos que se acompañan a la Circular 6/2002 debidamente fechados, sellados y firmados por persona con poder bastante de la entidad remitente.

Por último, con objeto de fortalecer la seguridad jurídica de las partes intervinientes en la prestación de servicios financieros a través de agentes, especialmente la del cliente final, se establece el carácter público de las informaciones recibidas al respecto. En ese sentido, sin perjuicio de lo establecido en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, se prevé que el Banco de España dote a la misma de la difusión adecuada.

Las modificaciones sustantivas introducidas por la Circular 6/2002 son las siguientes:

1. Declaración de agentes

La anterior Circular 5/1995 distinguía en su norma primera dos obligaciones que las entidades de crédito operantes en España debían cumplir: una comu-

nicación anual al Banco de España (Oficina de Instituciones Financieras) antes del 15 de enero de cada año, de la relación de sus agentes apoderados a 31 de diciembre anterior, y la actualización de dicha relación mediante la comunicación en un plazo de quince días naturales de las nuevas representaciones concedidas, la cancelación de las existentes o cualquier variación en los datos previamente informados. Dicha comunicación anual debía realizarse en todo caso, ya que si la entidad no celebraba acuerdo alguno, dicha circunstancia, a su vez, también debía declararse. A tal efecto, la definición de la condición de agente adoptada por la Circular coincidía con la utilizada por el propio Real Decreto, es decir toda *“persona física o jurídica, residente o no, a la que, la entidad de crédito tuviera otorgados poderes para actuar habitualmente frente a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad mandante, en la negociación o formalización de operaciones típicas de la actividad de una entidad de crédito”*. Para precisar, acto seguido, que en todo caso, en esta relación deberían incluirse *“los acuerdos celebrados con otras entidades de crédito, nacionales o extranjeras, para la prestación habitual de servicios financieros a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad española”*.

La nueva Circular 6/2002 respeta el mismo esquema general recogido en el Real Decreto y desarrollado por la Circular 5/1995, al que introduce ligeras modificaciones.

Por un lado, se introduce una variación en la calificación de las entidades sujetas a la obligación de comunicar. Con el fin de solventar los múltiples problemas de interpretación surgidos con la utilización del concepto *“entidades de crédito operantes en España”* recogido en la Circular 5/1995, la Circular 6/2002 opta por una redacción más precisa; en ese sentido, a su entrada en vigor todas las *“Entidades de Crédito españolas y las sucursales en España de Entidades de Crédito extranjeras”* serán las obligadas a comunicar dicha información. Desaparece, por tanto, el concepto confuso de *“entidades de crédito operantes en España”*.

Se delimita, además, de forma más clara el concepto de agente; en ese sentido, deben considerarse como agentes *“las personas físicas o jurídicas (incluso otras Entidades de Crédito) españolas o extranjeras, residentes o no, a las que la Entidad hubiera otorgado poderes para actuar habitualmente frente a su clientela, en nombre y por cuenta de la propia Entidad mandante, en la negociación o formalización de operaciones típicas de la actividad de una Entidad de Crédito”*. Es decir, la nueva Circular unifica en una definición más precisa los diferentes caracteres recogidos en la Circular anterior.

Cabría resaltar, por otra parte, que la nueva Circular ha incrementado los supuestos de agentes cuya inclusión en la comunicación no es obligatoria. La Circular 5/1995, de manera similar a lo dispuesto por el Real Decreto, excluía

de la condición de agentes sujetos a comunicación a los mandatarios con poderes para una sola operación específica, y a las personas que se encontraran ligadas a la entidad, o a otras entidades de su mismo grupo, por una relación laboral. La nueva Circular amplía ese listado y adiciona otros supuestos en los que la obligación de comunicación desaparece:

- S los servicios de corresponsalía;
- S aquellos agentes que dispongan, exclusivamente, de poderes para captar operaciones pero que carezcan de facultades para negociarlas o formalizarlas; y
- S los representantes, apoderados o empleados de las personas jurídicas agentes, todos ellos, sin perjuicio de la prohibición de actuar por medio de subagentes a la que se refiere el apartado 8 del artículo 22 del Real Decreto 1245/1995.

Paralelamente, se introducen otros cambios en la forma de comunicación. En primer lugar, varía el plazo de presentación de la comunicación anual relativa a la relación de agentes. La nueva Circular 6/2002 fija el cumplimiento de dicha obligación en el plazo de quince días naturales a contar desde la formulación de la memoria anual y en todo caso antes del 30 de abril de cada año (a diferencia de la normativa anterior en que la información, como se dijo, debía ser satisfecha a 15 de enero de cada año). Se aumenta, además, el plazo, fijándolo a 31 de enero, de la comunicación de la circunstancia de no mantener a 31 de diciembre de cada año relación alguna de esta naturaleza. Siendo la declaración anual correspondiente a la relación de agentes apoderados a 31 de diciembre de 2002 la primera que deberá realizarse conforme a esta nueva normativa, ya que a pesar de que la entrada en vigor de la Circular se halla prevista a los tres meses de su publicación en el BOE, su norma derogatoria así lo dispone.

Por último, se mantiene la obligación de comunicar al Banco de España, tan pronto como se produzcan, y como máximo en un plazo de quince días naturales, las nuevas representaciones concedidas, la cancelación de las existentes o cualquier variación en los datos previamente informados.

2. Declaración de acuerdos con Entidades extranjeras

De conformidad con la Circular 5/1995, las entidades de crédito españolas se hallaban obligadas a comunicar al Banco de España (Oficina de Instituciones Financieras), antes del 15 de enero de cada año, *“la relación de entidades de crédito extranjeras con las que hayan celebrado acuerdos para la prestación habitual de servicios financieros a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad extranjera, o de agencia”*. Como se podrá observar, no coincidía la

identidad de las entidades sujetas al cumplimiento de ambas obligaciones de comunicación. Mientras que eran todas las entidades de crédito operantes en España las obligadas a comunicar su relación de agentes, únicamente las entidades de crédito españolas estaban sujetas a presentar la relación de las entidades de crédito extranjeras con las que hubieran celebrado acuerdos de representación. Esta distinción se mantiene en la nueva Circular 6/2002; de tal manera que, en lo sucesivo, las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras únicamente se hallan obligadas a notificar su relación de agentes; quedando exentas de notificar los acuerdos celebrados con otras entidades extranjeras.

Como regla general, de acuerdo a la nueva Circular 6/2002, las entidades de crédito españolas deberán comunicar puntualmente, dentro del mes siguiente, cada acuerdo celebrado (así como su cancelación o modificación de datos previamente comunicados) con una entidad de crédito extranjera para la prestación habitual en España de servicios financieros a la clientela de dicha Entidad extranjera, en nombre y por cuenta de dicha entidad. Esta obligación se mantiene respecto de la Circular 5/1995, sin embargo la nueva redacción precisa que los servicios financieros que se prestan en nombre y por cuenta de la entidad extranjera sujetos a comunicación serán los realizados únicamente en España.

Desaparecen, sin embargo, en la Circular 6/2002 dos aspectos importantes recogidos en la Circular 5/1995: la comunicación anual al Banco de España de la relación de aquellas entidades de crédito extranjeras con las que se hubieran celebrado acuerdos que debe realizarse antes del 15 de enero de cada año (aunque debe hacerse notar que nada se dice respecto de la comunicación anual correspondiente a 2002, por lo que debiera concluirse que habría que notificarla antes de 15 de enero de 2003) y la exigencia de comunicación de los acuerdos de pura corresponsalía (aquellos acuerdos específicos en los que la entidad española realiza exclusivamente ingresos y pagos por cuenta de la entidad extranjera), que en lo sucesivo no serán objeto de comunicación.

La Circular analiza, además, el caso de acuerdos alcanzados por entidades de crédito españolas con entidades extranjeras para la prestación recíproca de servicios financieros (cuando excedan de las puras funciones de corresponsalía); supuestos en los que confluyen las dos obligaciones de comunicación. En ese sentido, la Circular afirma que si bien los poderes otorgados a la Entidad extranjera para que actúe en nombre y por cuenta de la española han de declararse, si procede por el alcance de las funciones a desarrollar, en la relación de agentes de conformidad con lo establecido en el punto primero (comunicación anual y posteriores actualizaciones), los poderes concedidos a la entidad española para operar en España en nombre y por cuenta de la extranjera únicamente deberán ser declarados de forma puntual según sean aprobados.

Por último, con carácter previo a su entrada en vigor, la Circular prevé que, en el plazo de dos meses desde su publicación en el BOE, la Oficina de Instituciones Financieras comunicará a cada entidad la información que sobre sus agentes y acuerdos celebrados con entidades de crédito extranjeras conste en sus archivos para que dichas entidades confirmen, en el plazo máximo de un mes desde su recibo, la validez de su contenido.

Jon Salinas Aguirre

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

DASSESE, M., “Chronique des services financiers (banque et assurances, 1.^{er} janvier 2000-1.^{er} octobre 2001)”, en *JTDE* n.º 85 (2002), p. 16.

LUCAS, L.A./HARRELL, A.C., “2002 Update on the Federal Fair Debt Collection Practices Act”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.323.

TEIXEIRA DE ABREU, M., “Centros de gestão de tesouraria. Questões legais e fiscais numa perspectiva portuguesa”, en *Revista da Banca* n.º 51 (2001), p. 29.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

ESCHER, “Bankaufsichtsrechtliche Änderungen im KWG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, en *BKR* n.º 15 (2002), p. 652.

FENCHEL, “Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz-Ein Überblick”, en *DStR* n.º 32 (2002), p. 1.355.

LOMBARDINI, C., *Droit bancaire suisse*, Génova (2002), pp. XXX-731.

TRAVI, A., “La giurisdizione amministrativa per le sanzioni pecuniarie previste dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 2.^a), (2002), p. 379.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

DEGUÉE, J.-P., “La directive 2001/24/CE sur l’assainissement et la liquidation des établissements de crédits: une solution aux défaillances bancaires internationales?”, en *Euredia* n.º 2 (2001-2002), p. 241.

ENRIQUES, L./MACEY, J., “Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale”, en *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2002), p. 78.

FORUM EUROPEAEUM SUL DIRITTO DEL GRUPPI DI SOCIETÀ, “Un diritto dei gruppi di società per l’Europa”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2001), p. 341.

SOUSI, B, “Note ‘Affaire Parodi’: suite et fin: il n’y a aura pas d’arrêt de l’Assemblée Plénière de la Cour de cassation française”, en *Euredia* n.º 2 (2001-2002), p. 371.

— **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

BOFATTI, S./FALCONE, G., “La concertazione per la soluzione delle crisi di impresa: la ‘amministración bancaria’ ed il nuovo codice di comportamiento bancario sulla gestione delle crisi aziendali”, en *Dir. banc.* (2000), p. 365.

CARDUCCI ARTENISIO, A.C., “L’accertamento giudiziale dell’insolvenza di banca in liquidazione coatta amministrativa: i criteri”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2002), p. 509.

TEIXEIRA DE ABREU, M., “Diversidade da prática nos sistemas de notação interna de risco dos bancos”, en *Revista da Banca* n.º 51 (2001), p. 47.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

URBANI, A., “Supervisione bancaria e lotta al riciclaggio”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, 1.ª parte (2002), p. 480.

ZINSER/COPP-PODLEWSKI, “Die Bankenaufsicht nach dem neuen polnischen Bankgesetz”, en *ZBB* n.º 4 (2002), p. 309.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

GONZÁLEZ-CUÉLLAR SERRANO, N., “Blanqueo de capitales y secreto profesional del abogado”, parte I, en *Actualidad Jurídica Aranzadi* n.º 546 (26 de septiembre 2002), p. 1 y ss. y parte II, en *Actualidad Jurídica Aranzadi* n.º 547 (3 de octubre de 2002), p. 1 y ss.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

CAIN, J.M., “Financial Institution Insurance Activities- A New 2001 Odyssey Begins”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.357.

PÖRNBACHER, “Reform des polnischen Bankrechts”, en *WIRO* n.º 8 (2002), p. 234.

ZOBEL/THÉVENOZ, “Das schweizerische Bankprivatrecht 2001-2002”, en *SZW/RSDA*, n.º 4 (2002), p. 241.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ADAMS, L.S./MARTZ, D.J., “Developments in Cyberbanking”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.257.

AMBROSE, S.F. Jr./GELB, J.W., “Consumer Privacy Regulation and Litigation”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.231.

BARR, L.B./MILLER, F.H./HARRELL, A.C., “Introduction to the 2002 Annual Survey of Consumer Financial Services Law”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.157.

BENOIT, M.A./LOVOY, E.A., “Recent Federal and State Consumer Financial Privacy Developments”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.209.

BERNARDEAU, L., “Droit international privé et services financiers de détail -1.^{re} partie: Les conflits de juridictions”, en *Euredia* n.º 2 (2001-2002), p. 313.

CAMMELLI, F., “Le clausole ABI tras politica comunitaria antitrust e promozione della ‘consumer confidente’: la sentenza Bagnasco”, en *Dir. Unione eur.* (2000), p. 331.

CAPRIGLIONE, F., “Gestioni patrimoniale, asset management, tutela del risparmiatore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, 1.^a parte (2002), p. 443.

CAPUTO NASSETTI, F./CARPENZANO, G./GIORDANO, G., “I derivati di credito”, Milán (2001), pp. XVIII-448.

FERNÁNDEZ-TRESGUERRES GARCÍA, A., “Comercialización a distancia de servicios financieros”, en *La Ley* n.º 5623 (1 de octubre de 2002), p. 1.

GAGGERO, P., “Profili di costituzionalità della disciplina degli interessi bancari”, en *Nuova giur. Civ. Comm.* (2001), II, p. 581.

GIANNELLI, A., “La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell’impresa”, en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2002), p. 920.

HUIZANGA, J./TEITELBAUM, E./LABELLE, K./KAUFMANN, K., “Electronic Disclosures Under the Federal Reserve Board’s Consumer Protection Regulations”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.197.

KUNZ, M., *Regulation of Electronic Banking in Switzerland*, Zurich (2001), pp. VII-64.

MANZANARES SECADES, A., “Las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de financiación en el ámbito de la banca corporativa”, en *La Ley* n.º 5641 (25 de octubre de 2002), p. 1.

MEREDITH T.P./MISHKIN, B.S., “Truth in Lending 2001”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.163.

MOZOS, J.L. DE LOS, “El Anteproyecto de Código Europeo de contratos de la Academia de Pavía”, en *La Ley* n.º 5629 (9 de octubre de 2002), p. 1 y ss.

ROJC, K.J./EIDUKAS, G., “The Electronic Approach to Motor Vehicle Financing: An Emerging Road Map”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.175.

SCHWIMANN, I., “FIN-NET, The European Consumer complaints network for financial services”, en *Euredia* n.º 2 (2001-2002), p. 375.

SCOZZAFAVA, O.T., *Gli interessi dei capitali*, Milán (2001), pp. VIII-208.

SORRENTINO, F., “Firma digitale e firma elettronica: stato attuale e prospettive di riforma”, en *Dir. inf.* (2000), p. 353.

STELLA RICHTER, M., “Prime osservazioni su intermediazione finanziaria ed internet”, en *Dir. inf.* (2000), p. 435.

TARANTINO, G., “Credito al consumo e obblighi di restituzione della Osma mutata”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2002), p. 400.

TOLA, M., “Aspetti problematici delle segnalazioni alla Centrale dei Rischi”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.^a (2002), p. 455.

VOGLIS, E.G., *Kreditkündigung und Kreditverweigerung der Banken im Lichte von Treu und Glauben*, Munich (2001), pp. XIV-178.

ZENO ZENCOVICH, V., “La tutela del consumatore nel commercio elettronico”, en *Dir. inf.* (2000), p. 447.

— PRÉSTAMO

COOK, R.A./MUNRO, N.F., “Giving Consumer Disclosures On-Line: Is E-SIGN the Path to the Paperless Loan?”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.187.

DREHER, D.L./FREYE, D., “Continuing Challenges to Interstate Lending by Depository Institutions”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.297.

— APERTURA DE CRÉDITO

ROBLES, M., “Erogazione ‘abusiva’ di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovvenuto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 2.^a), (2002), p. 274.

— **GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA**

CARIELLO, V., “‘Efetto di patronage’ della pubblicità del grupo bancario e responsabilità della capogruppo”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, 1.ª parte (2002), p. 464.

CETRA, A., “L’emissione di una lettera di patronage da parte della Regione”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n.º 4, 2.ª parte (2002), p. 743.

ELWAN, O., *La loi applicable à la garantie bancaire à première demande*, Boston-Londres (2000), 217 pp.

JARDIN, L., “Lettre de patronage et droit international privé (Lettre de patronage-Convention de Bruxelles: Article 5, 1.ª^{ère} - Cour de cassation Fr., 30 janvier 2001)”, en *Euredia* n.º 2 (2001-2002), p. 365.

JAWORSKI, R.M./CRONK, H.H., “Mortgage Lenders’ New Regulator: The Plaintiffs’ Bar”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.275.

— **CRÉDITO DOCUMENTARIO**

NIELSEN, J., *Richtlinien für Documenten-Akkreditive*, 2.ª ed., Heidelberg (2001), 263 pp.

— **OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO**

BALTO, D.A./GRUBE, B.K., “The VISA-MasterCard Decision and Its Implications for High Tech Markets”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.313.

MANGANO, R., “Nuove tendenze nella revocatoria delle rimesse bancarie?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 2.ª) (2002), p. 344.

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

BECK, “Die Reform des Börsenrechts im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz”, en *BKR* n.º 15 (2002), p. 662.

FERRARINI, G., “Valore per gli azionisti e governo societario”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2002), p. 462.

GELHAUSEN, H.F./HONSCH, H., “Deutscher Corporate Governance Kodex und Abschlussprüfung”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 10 (2002), p. 529.

HUTTEN, “Unternehmenseigener Corporate-Governance-Kodex - Zulässigkeit und Sinnhaftigkeit in Zeiten von TransPug und Deutschem Kodex”, en *BB* n.º 34 (2002), p. 1.740.

KNIGGE, “Änderungen des Aktienrechts durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz”, en *WM* n.º 34 (2002), p. 1.729.

LOWENFELS, L.D./BROMBERG, A.L., “Beyond Precedent: Arbitral Extensions of Securities Law”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 999.

MEYER, “Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (TransPug)”, en *BKK* n.º 16 (2002), p. 727.

MONTALENTI, P., “Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione”, en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2002), p. 803.

ROSSI, G., “Le c.d. regoli di ‘corporate governance’ sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?”, en *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2001), p. 6.

SALANITRO, N., “Protezione degli investitori e controlli sull’attendibilità dei dati contabili”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.ª) (2002), p. 401.

SAUER, R.C., “Financial Statement Fraud: The Boundaries of Liability Under the Federal Securities Laws”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 955.

VENTORUZZO, M., “Gli ‘American Depositary Receipts’: problemi in tema di emissione, cross listing e disciplina delle società quotate”, en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2001), p. 883.

WILSING/KRUSE, “Die Änderung des Paragraf 54a BörsO/Ffm: Ein Schritt in die richtige Richtung?”, en *NZG* n.º 17 (2002), p. 807.

— **OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL**

HAGEMEISTER, “Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht”, en *WM* n.º 35 (2002), p. 1.773.

ROSSI, G., “Un’autorità sovranazionale per i mercati finanziari?”, en *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2001), p. 184.

— **RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS**

HIERRO ANIBARRO, S., “El Nuevo Mercado paneuropeo de valores tecnológicos: del EASDAQ al NASDAQ Europe”, en *Noticias de la Unión Europea* n.º 213 (2002), p. 27.

LOIACONO, D., “La legge applicabile alle garanzie per la partecipazione ai sistemi di regolamento titoli dopo il recepimento dell’art. 9, comma 2.º, direttiva 98/26/CE”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.ª) (2002), p. 380.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN**

COLOMBO, G.E./MARCHETTI, P., “Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.ª) (2002), p. 365.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

FLEISCHER, H., *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht. Eine rechtsvergleichende und Interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlussbezogener Aufklärungspflichten*, Munich (2001), pp. XXXVI-1.054.

GUINN, M.A./HARVEY, W.L., “Taking OTC Derivative Contracts as Collateral”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.127.

JAMROZ, M.P., “The Customer Protection Rule”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.069.

PROSSER, A., *Anlegerschutz bei Genussscheinen, Gewinnschuldverschreibungen. Options-und Wandelanleihen*, Frankfurt (2001), 305 pp.

TUCCI, A., “Acquisto a termine di azioni immesse in gestione accentrata ed esercizio del diritto di recesso”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 2.ª) (2002), p. 319.

— **OPAs**

BEBCHUK, L./FERRELL, A., “On Takeover Law and Regulatory Competition”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.047.

CANTELLIS, A./GIUDICI, P./TERRILE, P., “Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2001), p. 521.

CANTOS BOQUEDANO/IZA MORENO/Franco GÓNGORA, “Legislación de control de concentraciones y OPAs: reflexiones a favor de una nueva reforma”, en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* n.º 221 (2002), p. 94.

CHIAPPETA, F./D’AMBROSIO, R., “Opa e disciplina del procedimento”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2001), p. 499.

GIUDICI, P., “L’acquisto di concerto”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2001), p. 490.

HAARMANN, W./RIEHMER, K./SCHÜPPEN, M., *Übernahmeangebote. Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Heidelberg (2002), 1.157 pp.

HIRTE, H., *WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Übernahmekodex und City Code. Gesetzestexte, Quellen, Materialien*, Colonia (2002), 538 pp.

LANGE, “Das Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft und sein Einfluss auf die Rechtsstellung der die Übernahme fördernden Aufsichtsratsmitglieder”, en *WM* n.º 34 (2002), p. 1.737.

MACEY, J.R., “Displacing Delaware: Can the Feds Do a Better Job Than the States in Regulating Takeovers?”, en *The Business Lawyer* n.º 3 (2002), p. 1.025.

PORTALE, G.B./TOMBARI, U., “OPA transnazionale e decentramento delle strutture di governance”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.ª), (2002), p. 295.

SFAMENI, P., “La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto”, en *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2002), p. 285.

WAGNER, “Informationspflichten des Verkäufers bei M+A-Transaktionen und Vertragsgestaltung unter Berücksichtigung von altem und neuem Schuldrecht”, en *DStR* n.º 33 (2002), p. 1.400.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

HILDNER, M., *Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen. Die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten verbundener Unternehmen bei Veränderung des Stimmrechtsanteils und börsennotierten Gesellschaften gem. Paragraph 21 WpHG*, Berlín (2002), 199 pp.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BESSONE, M., “Fondi pensione chiusi e discipline di controllo. Le regole di ‘salvaguardia’ dell’equilibrio finanziario, il regime delle situazioni di crisi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.ª) (2002), p. 312.

CHIEPPA MAGGI, A., “Sulla responsabilità indiretta della Sim”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito* 4, parte 2.^a (2002), p. 437.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

FERRO-LUZZI, P., “L’ ‘antropofagia’ societaria; riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio”, en *Rivista delle Società*, fasc. 5 (2001), p. 1.276.

FERRO-LUZZI, P., “Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione; partecipazione all’assemblea”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2002), p. 488.

FICA-TALAMANCA, G., “Euro e azioni”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2001), p. 341.

MAGNIER, V., “Le nantissement d’actions indisponibles”, en *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique* n.º 3 (2002), p. 433.

PORTALE, G.B., “Dal capitale ‘assicurato’ alle ‘tracking stocks’”, en *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2002), p. 146.

SINGHOLF, “Zur finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien durch Kreditinstitute”, en *NZG* n.º 16 (2002), p. 745.

THIEL, S., *Spartenaktien für deutsche Aktiengesellschaften*, Colonia (2001), pp. XVII-384.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

CHEQUE

ROMANO, A.A., “Onere della prova ed onere della probatio probationis in materia di assegno contraffatto”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 2.^a) (2002), p. 256.

SOTO NIETO, F., “De nuevo sobre la estafa realizada mediante la utilización de cheque”, en *La Ley* n.º 5621 (27 de septiembre de 2002), p. 15.

TUCCI, G., “Pagamento di assegno non trasferibile all’apparente legittimato e responsabilità della banca”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 3 (parte 1.^a) (2002), p. 337.