

# INDICE

Página

---

## ARTÍCULOS

4. **Organización de los mercados**
- Los otros mercados secundarios de valores. *Emilio Díaz Ruiz* ..... 7
  - El servicio de compensación y liquidación de valores, S.A. y sus “funciones normativas”. *Francisco González Castilla* ..... 33
  - Las bolsas de valores. *Ubaldo Nieto Carol* ..... 65
  - El segundo mercado de valores. ¿Una reforma pendiente? *Reyes Palá Laguna* ..... 93
  - La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones. *Anibal Sánchez Andrés* ..... 111
  - La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles. *María Candelas Sánchez Miguel* ..... 131
5. **Contratos**
- Las relaciones jurídicas de representación de sociedades de valores, de agencias de valores y de otros intermediarios del mercado de valores. *José Enrique Cachón Blanco*. . 157
  - Las relaciones de intermediación en la colocación de valores. *M.ª Rocío Quintáns Eiras* ..... 197

## JURISPRUDENCIA

- Responsabilidad Civil Subsidiaria de las entidades de crédito por actos delictivos de sus empleados. *Luis Rodríguez Ramos y Joaquín Rodríguez Miguel Ramos* ..... 249

## NOTICIAS

|    |  |     |
|----|--|-----|
| 1. | Dictamen del Banco Central Europeo sobre proyectos de directivas de dinero electrónico. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .                 | 267 |
| 2. | La nueva Ley de Cooperativas. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> . . . .  | 267 |
| 3. | Aprobación de los Estatutos del Instituto de Crédito Oficial: el Real Decreto 706/1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .              | 270 |
| 4. | Nuevo modelo de letra de cambio. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>   | 273 |
| 5. | Fondos de titulación de activos para favorecer la financiación empresarial. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .                          | 274 |
| 6. | Novedades (pre)legislativas en materia de firma digital. <i>Adolfo Domínguez Ruiz Huidobro</i> . . . . .   | 276 |
| 7. | Aprobada la nueva Ordenanza para el Registro de venta a plazos de bienes muebles. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .                             | 278 |
| 8. | Habilitación normativa a la CNMV sobre entidades de capital-riesgo: La Orden de 17 de junio de 1999. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . . | 281 |
| 9. | Informe del Takeover panel sobre el ejercicio 1998-99. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .  | 283 |

## BIBLIOGRAFÍA

|                        |     |
|------------------------|-----|
| Bibliografía . . . . . | 287 |
|------------------------|-----|

---

# ARTÍCULOS

---

## 4. ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

### LOS OTROS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES

EMILIO DÍAZ RUIZ

*Profesor Titular de Derecho Mercantil  
de la Universidad Complutense de Madrid*

---

#### SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS.
    - 1. **Antecedentes históricos y normativos.**
    - 2. **Los productos financieros derivados.**
    - 3. **El Reglamento del Mercado.**
    - 4. **Tipos de instrumentos subyacentes y contratos.**
    - 5. **Los Miembros del mercado.**
    - 6. **La negociación y las garantías.**
  - III. FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS.
  - IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA.
  - V. VALORACIÓN FINAL.
-

## I. INTRODUCCIÓN

La entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores supuso, respecto del tradicional mercado bursátil español, una reorganización estructural muy importante, sustituyendo el modo de operar en las bolsas de valores, así como su estructura y organización, que tenían sus raíces, en última instancia, en el Código de Comercio (de 1885, aunque los principios contenidos en el mismo pueden rastrearse en normas anteriores) y en los sucesivos reglamentos de bolsas, el último, aún parcialmente vigente, aunque es difícil determinar exactamente en qué partes, dada la deficiente técnica derogatoria utilizada, tanto por la propia Ley del Mercado de Valores como por las normas de desarrollo de la misma, de 1967.

No obstante toda la innovación que supuso respecto de los mercados de valores tradicionales, la Ley del Mercado de Valores no fue suficientemente audaz a la hora de regular nuevos mercados o nuevas formas de contratación, algunas ya muy conocidas en el momento de elaboración de la Ley <sup>(1)</sup>. Sin embargo, aunque no entró a regular estos nuevos mercados, sí dejó abierta la puerta para su creación, por virtud de lo dispuesto en sus artículos 31.c) y 59, a los que luego hay que añadir el tercer párrafo del artículo 77 que vino a introducirse por la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990. Por el juego de estos tres preceptos, se podían crear en España mercados secundarios de valores, unos oficiales y otros no oficiales (circunstancia ésta muy peculiar, porque incluso los no oficiales tenían que estar aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda, no entendiéndose muy bien cómo no eran oficiales mercados que estaban sujetos a aprobación y control por las autoridades).

---

(1) Efectivamente, los mercados de futuros sobre mercaderías se conocían en todo el mundo desde la segunda mitad del siglo XIX; incluso en nuestro Código de Comercio se contemplaban como objeto de negociación bursátil no sólo los valores sino las mercaderías, los fletes y transportes, los metales preciosos, etc. (artículo 67), y las operaciones no sólo de contado sino también a plazo (artículo 75). Pero en cuanto a la formulación moderna de los mercados de productos derivados, ya desde 1975 el Chicago Board of Trade comenzó a negociar futuros sobre instrumentos relativos a tipos de interés, organizándose pocos años después en muchos mercados norteamericanos la negociación sobre este tipo de productos financieros derivados (así, el Chicago Merchantile Exchange y el New York Futures Exchange comienzan a negociarlos en 1981). En Europa, en 1978 se establece un mercado de opciones financieras en Amsterdam, el llamado European Options Exchange y en Londres, en el mismo año, se crea un departamento de la bolsa al que se denomina London Trading Options Market; en 1982 se crea el LIFFE inglés, que acaba absorbiendo a este último, y en 1986 se crea el MATIF francés. A partir de entonces se van creando numerosos mercados en toda Europa, de tal manera que hoy prácticamente existen en todos los países de la Europa continental (excepto en algunos países del este).

En virtud de la autorización contenida en los anteriores preceptos, se fueron aprobando diversas normas reglamentarias regulando la creación y funcionamiento de mercados secundarios, que se denominaron “de valores”, aunque, como luego se indicará, en algunos de ellos no se negocian valores, unos oficiales y otros no oficiales, pero, todos, mercados organizados <sup>(2)</sup>.

Así pues, había una serie de mercados secundarios organizados, muy importantes desde el punto de vista económico, cuya normativa no se encontraba, salvo en sus principios generales, en la Ley del Mercado de Valores, sino en normas de desarrollo de la misma, de carácter reglamentario, pero que incorporaron al conjunto de los mercados secundarios de valores españoles a estos otros más novedosos, supliendo así la carencia inicial de la Ley. Esta situación ha quedado modificada tras la entrada en vigor de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (B.O.E. de 17 de noviembre) de reforma de la Ley del Mercado de Valores (la “Ley 37/98”), que incorpora a nuestro ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (la “Directiva de Servicios de Inversión”), cuyo plazo de transposición ya había transcurrido con creces, pero que también incluye numerosas modificaciones en la ordenación de los mercados de valores españoles, adicionales a las exigidas por la Directiva de Servicios de Inversión. Así, dado el retraso de trasposición, se ha incorporado también la Directiva 97/9/CE, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y se ha tomado en cuenta la doctrina del Tribunal Constitucional en materia de reparto competencial entre el Estado y las Comunidades Autónomas (S.T.C. de 16 de julio de 1997), además de llevarse a cabo una profunda revisión de la Ley del Mercado de Valores en muchos temas. La tramitación de esta Ley 37/98 no ha sido fácil; hubo un primer proyecto que se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, el 26 de diciembre de 1995, y no prosperó al disolverse las Cortes por

---

(2) Específicamente, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, regula los mercados oficiales de futuros y opciones financieros, siendo luego modificado por el Real Decreto 695/1995, de 28 de abril, para regular los mercados oficiales de futuros y opciones sobre cítricos y finalmente por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores; finalmente, por medio de la Orden de 1 de agosto de 1991, luego modificada por Ordenes Ministeriales, todas ellas del Ministerio de Economía y Hacienda, de 11 de mayo de 1993, 27 de julio de 1995 y 19 de noviembre de 1996, se autorizó y reguló, aunque muy someramente, un mercado organizado no oficial de valores de renta fija. Ahora, la Ley 37/98, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, reconoce expresamente en su Exposición de Motivos que lo que se negocia en los mercados secundarios oficiales sobrepasa la categoría de los valores negociables.

convocatoria de elecciones generales en 1996 <sup>(3)</sup>. Ha sido un segundo Proyecto de Ley, publicado inicialmente en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, de 12 de febrero de 1997, con la misma finalidad y contenido, al menos en lo que a los mercados secundarios de valores que estamos estudiando se refiere, similar al anterior, el que, tras una tramitación parlamentaria difícil, se ha convertido finalmente en Ley. En la Ley 37/98 se reconoce a los mercados sobre productos derivados el carácter de mercados secundarios de valores en plano de igualdad con todos los demás que se contemplan en la Ley, dedicándose a la regulación de los mismos el nuevo artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores que aquélla introduce. Por otra parte, aun cuando se mantiene la terminología de mercados secundarios oficiales (a diferencia de la Directiva de Servicios de Inversión, que habla de mercados reglamentados o regulados) <sup>(4)</sup>, se mantiene la diferenciación existente en la actualidad entre mercados organizados oficiales y no oficiales (artículo 31, números 1 y 4). Incluso, en el nuevo número 2 del artículo 31 de la Ley se consideran como mercados secundarios oficiales de valores no sólo a los que se reconocía inicialmente como tales en la redacción original de la misma, sino también a los mercados de futuros y opciones, tanto con activo subyacente financiero como no financiero, y cualquier otro mercado que se autorice en el marco de las previsiones de la propia Ley y de su normativa de desarrollo, reuniendo el requisito de funcionar regularmente, especialmente en lo que se refiere a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad (conforme al nuevo número 1 de este mismo artículo 31).

El contenido de los artículos 31.c), 59 y 77 de la Ley del Mercado de Valores era, podríamos decir, “de bases”, pues sólo establecía unos principios generales a los que debían acomodarse los mercados secundarios oficiales de valores distintos de los que la ley contempla de forma expresa (en su redacción original, sólo las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública Anotada) y los mercados secundarios no oficiales de valores. La nueva redacción de los artículos 31, para

---

(3) En relación al Proyecto de Ley de 1995 y los mercados de opciones y futuros financieros, puede verse mi trabajo “Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE”, en Cuadernos de la RDBB, nº 4, coordinadores A. J. Tapia y J. Sánchez-Calero, págs. 55 y ss.

(4) Vid. Jaime ABELLA SANTAMARÍA, “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores,” RDBB, nº 53, págs. 68 y 69, donde abogaba por el cambio de denominación; sin embargo, la Ley ha preferido, como explica la Exposición de Motivos, mantener la denominación ya existente en la redacción original de Ley del Mercado de Valores.

los mercados de valores en general, y 59, para los mercados de futuros y opciones, tendría, en parte, este carácter, pero introduciendo, sobre todo este último artículo, una serie de principios y reglas de aplicación inmediata y relevante.

En definitiva, la nueva redacción de la Ley supone un cierto “triumfo” de los nuevos mercados que su redacción original no quiso o no estuvo en situación de considerar expresamente.

A fin de mejor analizar lo que han supuesto estos otros “mercados de valores”, conviene estudiarlos por separado, teniendo en cuenta que los mercados de opciones y futuros sobre instrumentos financieros y sobre mercaderías tienen una regulación en parte común y que, sin embargo, el mercado secundario de valores de renta fija tiene una regulación autónoma. En todos estos mercados, sin embargo, tiene importancia capital el denominado “Reglamento del Mercado” (concepto éste, por cierto, que se introduce en la Ley 37/98 respecto del Mercado de Deuda Pública, prueba del éxito, al menos práctico, que estos Reglamentos del Mercado han tenido en cuanto a su concepción y aplicación en aquellos otros mercados).

## II. MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS

### 1. Antecedentes históricos y normativos

Antes de nada, debe significarse que estos mercados, aunque tuvieron su engarce con la Ley del Mercado de Valores a través del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre (“Real Decreto 1814/1991”), ya existían con anterioridad al mismo, creados al amparo de una Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989, sobre Operaciones a Plazo, a Futuros y Opciones sobre Deuda del Estado Anotada, que se dictó al amparo de la normativa reguladora, en sus orígenes, del mercado sobre Deuda del Estado Anotada (fundamentalmente, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y la Orden Ministerial de 19 de mayo del mismo año). Luego operaron, durante un corto período de tiempo, al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, es decir, como mercados secundarios organizados pero no oficiales.

En un principio, existieron dos mercados totalmente independientes entre sí, uno radicado en Barcelona, regido por una sociedad que se denominaba Mercado Español de Futuros Financieros, S.A. (por lo que se la venía conociendo como “MEFFSA”), y otro en Madrid, que se regía por una sociedad denominada OM Ibérica, S.A. (que luego se denominó como Mercado de Opciones Financieras Español, S.A. o “MOFEX”), por tener en su accionariado a la entidad que gestionaba el mercado de productos financieros derivados en Suecia, denominada Options Market u OM. Tras diversas vicisitudes, en la actualidad existen dos

mercados <sup>(5)</sup>, mercados regidos por dos Sociedades Rectoras distintas, una radicada en Barcelona (MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A., en adelante “MEFF RF”) y otra en Madrid (MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A., en adelante “MEFF RV”), negociándose, compensándose y liquidándose en el primero opciones y futuros sobre productos financieros derivados cuyo subyacente son tipos de interés, instrumentos de renta fija y divisas, y en el segundo opciones y futuros cuando el instrumento subyacente es de renta variable.

## 2. Los productos financieros derivados

En este punto, y antes de entrar a comentar la organización y funcionamiento de estos mercados, conviene detenerse un momento a examinar el carácter de los productos financieros derivados y de su significación jurídica.

El concepto de “producto financiero derivado” es de naturaleza fundamentalmente económica, al menos en su origen. Se trata de contratos de muy diversa índole, por otra parte, que en sus inicios consistían bien en la constitución de opciones de compra o de venta, o bien en compraventas a plazo. En la rápida evolución que este tipo de contratos ha tenido desde su generalización a principios de la década de los 80 de este siglo han perdido, en muchos casos (aunque en algunos tipos de contratos aún se mantiene esta estructura de opción de compra o de venta o de auténtica compraventa a plazo) la relación con los contratos de compraventa para pasar a configurarse autónomamente como contratos *sui generis*, distintos e independientes de cualquier otro contrato nominado existente, no sólo en Derecho español, sino en la generalidad de los derechos continentales y aun anglosajones <sup>(6)</sup> (aunque en estos últimos sistemas jurídicos la causa y el *nomen iuris* tienen escasa relevancia). No obstante, en todos los productos financieros derivados existe un punto de referencia ajeno al propio contrato, en el sentido de que la determinación o, al menos, la cuantificación de las obligaciones de las partes, se hace por referencia o relación a la cotización

---

<sup>(5)</sup> Aprobados ambos por sendas Órdenes Ministeriales, ambas de fecha 8 de julio de 1992, que también aprueban los Reglamentos del Mercado correspondientes a las dos Sociedades Rectoras, los dos idénticos salvo las menciones específicas de las mismas; los Reglamentos del Mercado han sido modificados sólo una vez, por medio de Orden Ministerial de 31 de mayo de 1999.

<sup>(6)</sup> En este sentido, puede verse Juan Luis IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, págs. 238 y ss., en “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros”, dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995; y José MASSAGUER, “La opción financiera: caracterización jurídica”, págs. 266 y ss., en *Los mercados españoles: ...*, op. cit. También, Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Opciones normalizadas”, E. Dykinson, Madrid, 1999, especialmente págs. 396 y ss.

de un valor o la fijación de tipos de interés o de cambio que se llevan a cabo de forma pública o publicitada en otros mercados de valores o de alguna forma sujetos a organización (aunque no se trate de mercados regulados u oficiales) y de acceso público en cuanto al conocimiento de las valoraciones que resulten. A estos elementos de referencia para la determinación de la existencia de la obligación o del *quantum* de la misma, o de ambas circunstancias, es a los que se denomina instrumentos subyacentes. Como se ha indicado, en la mayoría de los casos estos instrumentos subyacentes son, en sí mismos, valores o cestas de valores (en forma de índices), tipos de interés o tipos de cambio, en estos últimos supuestos unas veces determinados por la cotización de valores de renta fija y en otras por las fijaciones de valor que de los mismos se hacen o se publican por organismos en unas ocasiones públicos y en otras privados, pero de actuación, como se indica, pública, aunque las cotizaciones se determinen libremente en el mercado.

En muchos casos, estos productos financieros derivados (o Instrumentos Financieros, conforme a la Ley 37/98 y a la Directiva de Servicios de Inversión) comenzaron a contratarse de forma bilateral, fuera de cualquier mercado organizado (lo que se viene a denominar contratación OTC, acrónimo de la expresión inglesa *over the counter*, o “sobre el mostrador”). En otros casos, sin embargo, los productos financieros derivados que se negocian en los mercados organizados son creación de los mismos. La principal diferencia entre la contratación bilateral y la contratación en los mercados organizados viene determinada por la normalización necesaria para poder negociar en estos últimos, pues al no tratarse de valores, en el que los derechos y obligaciones básicos ya vienen determinados en el momento de la emisión de los mismos, es preciso dar un contenido igual para todos los contratos que se celebren; por contra, en la contratación bilateral las partes pueden acordar, al amparo del principio de libertad de pactos, las condiciones que estimen oportunas. Es por ello que se pueden rastrear operaciones de derivados, tanto sobre mercancías como, incluso, financieros, desde muy antiguo. Por hacer, simplemente, una referencia al conocimiento jurisprudencial español que sobre los mismos existe, debe señalarse que ya en 1941 encontramos una Sentencia de nuestro Tribunal Supremo sobre un contrato que hoy calificaríamos como producto derivado <sup>(7)</sup>, en parte financiero y en parte no.

---

(7) Es la Sentencia de 31 de diciembre de 1941, Sala Primera (AR. 1504), en la que se describe un contrato celebrado entre una sociedad inglesa y un empresario español para el suministro de algodón pagadero en libras esterlinas, en el que existía un pacto de atribución de ganancias y pérdidas según la evolución del precio del algodón en el mercado y otro pacto sobre fecha de conversión de unas cantidades entregadas en pesetas a libras esterlinas, cantidad depositada que operaba también como garantía. Habiendo evolucionado tanto los precios del algodón como los tipos de cambio de la peseta con respecto a la libra de forma perjudicial para el empresario español, deja éste de pagar una cantidad a la compañía inglesa, que le reclama,

En nuestro Derecho, todos estos contratos son válidos al amparo de lo dispuesto en el artículo 1255 del Código Civil, pudiendo las partes pactar lo que estimen oportuno en los mismos. Sin embargo, en la inmensa mayoría de los supuestos, no estaremos ante contratos de compraventa, sino de contratos atípicos regidos por los pactos entre las partes y por las normas generales sobre

---

destinada a cubrir las pérdidas, sobre todo, de las diferencias de cambio. El empresario español, planteada la demanda, opone como excepción, entre otras, que los contratos celebrados por él con la empresa demandante carecían de eficacia por inmoralidad, al constituir un juego de azar. La demanda se estimó en la instancia y en la apelación, y el empresario español recurrió en casación reiterando los argumentos que había efectuado en la primera instancia, y el empresario español recurrió en casación reiterando los argumentos que había efectuado en la primera instancia, siendo desestimado el recurso. Es de destacar que en uno de los considerandos de esta Sentencia, aunque no queda totalmente claro si la Sala lo hace estrictamente propio o simplemente los acepta como puntos sin discusión entre las partes, se manifiesta que *«son operaciones comerciales de práctica admitida y frecuente las de compraventa a plazos, denominadas de futuro, en las que el vendedor ha de entregar la mercadería y el comprador el precio fijado al concertar la operación en el tiempo convenido para consumarla, pudiéndose sustituir lícitamente ambas obligaciones, si así se ha estipulado, por la percepción o abono de la diferencia que a su vencimiento exista entre el precio de venta y adquisición y el que en el tiempo de aquél tengan las mercaderías vendidas, de manera que éstas no se entregan materialmente, ni los precios en que fueron vendidas se pagan, sino que las compras se liquidan mediante ventas y las diferencias entre sus respectivos precios constituyen la ganancia abonable a uno de los contratantes y la consiguiente pérdida que el otro ha de sufrir»*. En definitiva, se reconocen los contratos de futuro sobre mercaderías y, muy especialmente, la denominada liquidación por diferencias, elemento básico en muchos de los contratos sobre productos financieros derivados. Existen, mucho más recientes, y éstas ya relativas a auténticos contratos OTC sobre productos financieros derivados y no sobre mercaderías, dos Sentencias del Tribunal Supremo, también de la Sala Primera, aunque ambas sobre el mismo asunto de fondo, pues la primera de ellas fue anulada por el Tribunal Constitucional mediante la estimación de un recurso de amparo, planteándose de nuevo la discusión ante la misma Sala, si bien los ponentes en una y otra Sentencia fueron distintos. La primera de las Sentencias, de 19 de noviembre de 1990 (AR. 8956), decide un asunto en el que se discutía la validez de un contrato celebrado en el año 1982 entre un astillero y una sociedad que le había procurado un contrato de construcción de un buque, pagadero en dólares USA, habiendo pactado ambas partes que, en caso de que la paridad de la peseta con el dólar USA ascendiera por encima de un determinado número de pesetas, ambas partes se repartirían al 50% el exceso sobre dicha cotización. Durante un tiempo, el astillero fue pagando a su contraparte el exceso, en la medida en que el dólar fue subiendo de paridad respecto de la peseta, pero en un determinado momento dejó de pagar, y se inició un procedimiento arbitral en el cual el astillero alegó, en sustancia, que se trataba de un acuerdo sin causa o con causa ilícita, pues su contraparte estaba cobrando una cantidad de dinero sin que hubiera contraprestación o, alternativamente, estaríamos ante un juego de azar que, como tal, era ilícito y no podía dar lugar al pago de cantidad alguna. Debe también tenerse en cuenta que la contraparte del astillero se había comprometido a que, si la paridad de la peseta respecto del dólar subía, o sea, si el dólar bajaba respecto de la peseta, la hipotética pérdida también se la repartirían al 50% entre el astillero y su contraparte, si bien esto no llegó a suceder nunca durante la vida del contrato. El laudo arbitral estimó la postura del astillero, alegando la nulidad del acuerdo bien fuera por tratarse de un juego de azar, bien por tratarse de un contrato de seguro o incluso por no tener causa. El Tribunal Supremo, sin embargo, anuló el laudo arbitral indicando que nada hay de contrato de seguro ni de juego de azar, y

obligaciones y contratos del Código de Comercio y subsidiariamente del Código Civil. Sin embargo, para los que se negocian en mercados organizados, deben tenerse en cuenta previamente las condiciones generales de cada tipo de contratos que en cada mercado estén establecidas, así como las normas operativas, sobre todo a efectos de determinar el momento en que las partes quedan vinculadas y el modo en el que se determinarán, liquidarán y han de cumplirse sus respectivas obligaciones.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que han sido reconocidos como categoría jurídica, dentro del concepto más amplio de “Instrumentos Financieros”, junto, entre otros, a los valores negociables, entre otras normas, por la Directiva de Servicios de Inversión y por la Ley 37/98.

### 3. El Reglamento del Mercado

Elemento esencial en estos mercados es el llamado Reglamento del Mercado, pues constituye, conforme dispone el Real Decreto 1814/1991, y ahora también el artículo 59.7 de la Ley del Mercado de Valores, norma de ordenación y disciplina del mercado, es decir, de obligatorio cumplimiento para todos.

---

existiendo una causa suficiente cual es el recíproco compromiso de pagar cuando las cotizaciones de la peseta con el dólar bajaran, y asimilando el contrato a los de mercados de valores, en los siguientes términos: «(...) *sin que se precise ilustrar que ese esquema contractual dentro de los parámetros de la economía moderna se inserta en la categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuros (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir unos compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que o cuando se produzca el momento o dies ad quem ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada tal como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo (...)*». En definitiva, declara la validez del contrato. Como se dijo, esta Sentencia dio lugar a un recurso de amparo que ordenó reponer las actuaciones al momento inmediatamente posterior a la interposición del recurso de casación; en la segunda (de fecha 22 de julio de 1995, Ar. 5597), que también anula el laudo y confirma la validez del contrato, se afirma que el contrato *«tiene una causa cierta, lícita y conocida: compartir ambas interesadas los resultados, prósperos o adversos, derivados de los cambios de paridad entre el dólar y la peseta (...), es decir, una finalidad lícita y racional, cuando ninguna de las dos implicadas en el contrato estaba propicia a correr por sí sola el riesgo de una devaluación del dólar, pero tampoco se quería renunciar a los beneficios de una posible revalorización (...). Es de notar que todo el llamado mercado de futuros y el negocio bursátil reposan sobre una estructura similar (...). Otra cosa es que el contrato sea de naturaleza atípica. La asimilación del contrato con la figura de seguro es improcedente (...). A modo de resumen, es decir que el contrato de 8 de noviembre de 1982 responde, dentro de su atipicidad, a la libertad contractual que preconiza el artículo 1255 del Código Civil y que, por consiguiente, es eficaz entre las partes, artículo 1257, contrato que cabe incluirlo dentro de la categoría de los llamados “sobre mercados futuros”, y de aquí, es de concluir que no carece de causa o que fuese incapaz de producir efectos obligacionales, pues lo contrario sería desconocer la regla pacta sunt servanda e ignorar el contenido de las disposiciones generales comprendidas en los artículos 1254 a 1258 del Código Civil (...)*».

El Reglamento del Mercado ha sido, en todo caso, una pieza esencial en la organización y funcionamiento de los mercados de opciones y futuros financieros. En un primer momento, estos mercados se autorizaron al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores combinando lo dispuesto en la Resolución de 21 de marzo de 1989 con el párrafo tercero del referido artículo 77. Ya entonces se preveía la existencia de un Reglamento del Mercado con funciones de ordenación del mismo y con un carácter de norma de obligatorio cumplimiento. Aprobado el Real Decreto 1814/1991, las Órdenes Ministeriales que autorizaron el funcionamiento de MEFF RF y MEFF RV en su configuración actual expresamente aprueban también los Reglamentos del Mercado elaborados por ambas compañías (idénticos, como ya se ha indicado).

El Reglamento del Mercado se contempla tanto en el artículo 3 del Real Decreto 1814/1991, (modificado por el Real Decreto 2590/1998), como en el artículo 59.7 de la Ley, que establece el contenido mínimo que debe tener, regulando formalmente al menos quiénes son y qué carácter tienen los distintos miembros del mercado, los derechos y obligaciones de los clientes, los aspectos de negociación y liquidación, incluyendo en definitiva la compensación, el régimen de garantías, las comisiones a devengar en favor de la Sociedad Rectora, las medidas disciplinarias y las condiciones generales, que figurarán como anexo, de todos los contratos que se negocien en el mismo.

Continúa el mismo artículo 3, en su número 5, estableciendo que *«las disposiciones contenidas en el Reglamento del Mercado tendrán, una vez recibida la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, el carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, estando obligados a su estricto cumplimiento la sociedad rectora, los miembros del mercado y los inversores participantes en el mismo»*. El mismo principio se reitera en el artículo 59.7 de la Ley: *“Estos mercados [...] se regirán por un Reglamento específico, que tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores...”*. En todo caso, debe hacerse notar que el Reglamento del Mercado es elaborado materialmente por la Sociedad Rectora, es decir, MEFF RF o MEFF RV, según el mercado de que se trate, pero que el mismo debe ser informado, debe entenderse que favorablemente, aunque el artículo 2 del Real Decreto 1814/1991 no es expresamente claro en este sentido, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que debe hacer una propuesta, entendiéndose también que favorable, al Ministro de Economía y Hacienda que es quien, finalmente, lo aprueba. No es Reglamento del Mercado, por tanto, hasta que no se aprueba por medio de la orden ministerial correspondiente. Cualquier modificación del Reglamento del Mercado requiere nuevo informe favorable de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y aprobación del Ministro de Economía y Hacienda, salvo modificaciones que se deriven del cumplimiento de normas legales o reglamentarias, o resoluciones judiciales o administrativas, o aquellas otras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores considere necesario, habiendo

sido consultada previamente, por su escasa relevancia, pero que, en todo caso, deben notificarse a esta Comisión Nacional en un plazo no superior a dos días hábiles desde la adopción del acuerdo de modificación.

Cabe discutir cuál es la naturaleza jurídica de este Reglamento del Mercado. Como vemos, el Real Decreto 1814/1991 lo considera norma de ordenación y disciplina, es decir, una norma básica del mercado obligatoria para todos los que operan en el mismo. Sin embargo, no se publicaba en el Boletín Oficial del Estado el contenido exacto, sino sólo la Orden Ministerial de aprobación, en la que expresamente se hace referencia a esta aprobación, pero no se refleja el articulado del mismo. El Reglamento del Mercado, en la configuración que le da el Real Decreto 1814/1991, no es una norma puramente contractual, no se trata de condiciones generales. Tampoco se trata de una norma plenamente reglamentaria, en la medida en que no se habría seguido el procedimiento de elaboración de reglamentos establecido en la normativa correspondiente. Estamos ante un supuesto de una cierta descentralización administrativa de competencias en las que, otorgadas en favor del Gobierno por la Ley del Mercado de Valores, éste delega en el Ministro de Economía y Hacienda, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en cuanto a la mera redacción material, pues su obligatoriedad no nace sino hasta que la Orden Ministerial lo aprueba, en las Sociedades Rectoras <sup>(8)</sup>. En cualquier caso, es cierto que no es fácil determinar cuál es la naturaleza del Reglamento del Mercado. Sin embargo, la doctrina viene a concluir que estamos ante normas reglamentarias aunque de un tipo especial <sup>(9)</sup>. Esta conclusión se refuerza por lo dispuesto ahora en la nueva redacción del artículo 59.7 de la Ley del Mercado de Valores, introducida por la Ley 37/98, ya que, además de reiterar el carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado de estos Reglamentos, se ordena la publicación de su contenido íntegro en el Boletín Oficial del Estado.

Los mercados MEFF, que, como se indicó, son idénticos en cuanto a su organización y funcionamiento, así como en las normas esenciales relativas a la disciplina de los mismos, es decir, el Reglamento del Mercado, difieren en cuanto a los contratos que se negocian en uno y otro, de tal manera que las normas de desarrollo del Reglamento, en forma de circulares, que no son sino decisiones de las respectivas Rectoras para la mejor organización de la contratación, liquidación y compensación, son también distintas, aunque en algunos casos coinciden.

---

(8) Véase J. R. DEL CAÑO PALOP, "Normativa reguladora de los mercados de productos financieros derivados", en *Los mercados españoles: ...*, op. cit., págs. 147 y ss.; también, mi trabajo "Reglamento del Mercado de Futuros y Opciones Financieras", Boletín de Estudios Económicos, Universidad Comercial de Deusto, nº 147/1992, especialmente las páginas 314 a 316.

(9) J.R. DEL CAÑO PALOP, op. cit., pág. 152.

#### 4. Tipos de instrumentos subyacentes y contratos

En MEFF RF se negocian productos financieros derivados de renta fija; es decir, se negocian contratos cuyo subyacente es un valor o un elemento cuya cuantificación económica se logra a través de cálculos efectuados sobre la base de tipos de interés, sea de forma directa o indirecta. En MEFF RV, por el contrario, los subyacentes son valores de renta variable, es decir, acciones, o elementos cuya cuantificación económica está fundamentada, directa o indirectamente, en la valoración de mercado de acciones o índices sobre acciones.

Sin embargo, en ambos mercados se negocian los mismos tipos de contratos: opciones y futuros. Es verdad que no todas las opciones son iguales ni todos los futuros son la misma cosa. Ni económicamente ni en cuanto a su configuración jurídica. Así, hay opciones que auténticamente responden a lo que jurídicamente es una opción, es decir, la adquisición de un derecho, en este caso, a comprar o vender un valor de renta fija o de renta variable. Otras, sin embargo, no dan derecho a comprar o vender nada, ni siquiera a ejercitar el derecho, pues éste se ejercita automáticamente. Por tanto, se denominan opciones porque, desde un punto de vista económico (y, a veces, ni esto, sino por simple facilidad conceptual), la configuración que tienen es ésta, pero jurídicamente no pueden calificarse como tales. Así sucede, por ejemplo, con todas las opciones que han de liquidarse necesariamente por diferencias. En estos casos, nadie quiere, ni puede, ejercitar un derecho a comprar o un derecho a vender, aunque se denominen opciones de compra o de venta, ni, en muchos casos, cabe la decisión de si se ejercita la opción o no, sino que, en caso de que el tenedor de la opción gane, por diferencias entre el valor dado a la misma en caso de ejercicio y el valor real del mercado del subyacente de que se trate, ésta se ejercita de forma automática, y no se puede, de hecho, ejercitar en caso contrario. Lo mismo ocurre con los futuros; se intentan formular como compraventas a plazo, pero unos lo son auténticamente, y su resultado es efectivamente el comprar y vender valores, pero en otros casos, de nuevo en todos aquellos en los que la liquidación es estrictamente por diferencias, no hay voluntad tampoco de comprar ni de ven-

der <sup>(10)</sup>. Así pues,

aunque se hable de opciones y futuros, en realidad hay una pluralidad de opciones y una pluralidad de futuros, que no tienen todos ellos el mismo régimen jurídico, si bien las líneas generales de todos los contratos de opción y de todos los contratos de futuro sí son parecidas.

En MEFF RF se negocian opciones y futuros sobre bonos nacionales de deuda pública, tanto españoles como en combinación con otros extranjeros del ámbito del Euro (los llamados contratos DEBS) que pueden liquidarse por entregas, es decir, pueden dar lugar a auténticas compraventas. Pero también se negocian opciones y futuros sobre tipos de interés basados en el tipo de interés interbancario del mercado de Madrid (MIBOR), que necesariamente se liquidan por diferencias, ya que el MIBOR como tal no es entregable (aunque existe una cierta ficción de que lo que se negocian son depósitos a plazo que devengan tipo de interés en base al del referido mercado interbancario, pero en realidad ni en forma de depósito ni de certificado de depósitos se pueden comprar o vender los mismos), si bien estos contratos están en vías de desaparición (de hecho, no existen series nuevas), siendo sustituidos por otros sobre el EURIBOR en combinación con el mercado equivalente francés (MATIF). También se negocian unos contratos sobre productos financieros estructurados que se denominan DIFF, que son contratos más complejos que, también necesariamente, se liquidan por diferencias, pues su subyacente es, en sustancia, la diferencia de tipos de interés de la deuda pública de distintos países. Históricamente se negociaron

---

<sup>(10)</sup> En este sentido, es muy clara, aunque referida a mercancías, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea en el caso *Alpine Investments B.V.*, de 10 de mayo de 1995, en la que expresamente se dice: «*Las partes de un contrato de futuro sobre mercancías se comprometen a comprar o a vender una cierta cantidad de mercancía de una calidad determinada a un precio y a una fecha fijados en el momento de la celebración del contrato. Sin embargo, no tienen la intención de entregar o de hacerse cargo efectivamente de la entrega de las mercancías, sino que sólo contratan esperando poder beneficiarse de las fluctuaciones de precios entre el momento de la celebración del contrato y el mes de la entrega, lo que puede hacerse efectuando en el mercado de futuros, antes del inicio del mes de entrega, la operación inversa a la primera transacción*». Sin embargo, incluso en estos supuestos, si no se cierra la posición

contratos cuyo subyacente eran los tipos de cambio que, por el momento, se han abandonado.

En MEFF RV se negocian opciones y futuros sobre un índice bursátil (el IBEX-35), que se liquidan necesariamente por diferencias, y opciones sobre acciones individuales, las más líquidas que componen el referido índice, que sí se liquidan por entregas, es decir, dan lugar a auténticas compraventas en caso de ejercicio.

Todas las opciones, como se dijo, sean o no liquidables por entregas, es decir, den lugar a auténticos contratos de compraventa, pueden ser, en la configuración del mercado, opciones de compra o de venta, es decir, pueden dar el derecho a comprar o a vender el subyacente de la opción de que se trate. En definitiva, en aquéllas que se liquidan por diferencias no dan el referido derecho a comprar ni a vender, sino simplemente el tenedor de la opción, cuando es una opción de compra, tiene derecho a que le paguen la diferencia entre el valor fijado como de ejercicio de la opción y el valor de mercado en los supuestos en que este valor de ejercicio es inferior al de mercado, ocurriendo lo contrario en las llamadas opciones de venta. Cuando se trata de auténticas opciones de compra y de venta, su ejercicio dará lugar a una compraventa bursátil o en otro mercado secundario oficial (por ejemplo, el de deuda pública anotada). A su vez, según la fecha de ejercicio, las opciones pueden ser europeas (cuando tienen una única fecha de ejercicio) o americanas (cuando se pueden ejercitar cualquier día dentro de un determinado período).

Los contratos de futuros son, a su vez, de dos tipos, las auténticas compraventas a plazo, que suponen la celebración de un contrato de compraventa en la fecha de contratación del futuro y su liquidación, es decir, la entrega de los valores contra el pago del precio, en una fecha futura, y aquellos otros que se liquidan por diferencias, en los cuales el comprador o el vendedor tendrán obligación de pagar según cuál sea el valor de mercado en la fecha de liquidación del contrato y el valor pactado como de liquidación de la compraventa de futuro, que no lo es tal, pues nada se compra ni se vende en los mismos, como se ha dicho. El comprador resultará pagador, en caso de que el precio de mercado sea inferior al precio del contrato; el vendedor será quien tenga que pagar cuando el precio de mercado sea superior al precio del futuro. Sin embargo, en

---

con un contrato de signo contrario, efectivamente puede llegar a efectuarse la compraventa. No obstante, en los mercados de futuros financieros, en muchas ocasiones, esta posibilidad no existe nunca, porque, además de que las partes no quieren de verdad comprar ni vender, en algunos casos es imposible: pensemos en los futuros sobre índices bursátiles, en los que no podría materializarse de verdad la compra (salvo por sustitución, mediante la entrega de valores que fueran equivalentes a la composición del índice, pero nunca podría comprarse el índice como tal porque, en realidad, no es más que un cálculo económico y no un bien o derecho cuya propiedad pueda trasladarse).

los futuros existen obligaciones adicionales, específicamente la denominada “liquidación diaria de pérdidas y ganancias”, que supone que cada día se compara el precio de mercado con el precio de futuro y el precio de mercado del día inmediatamente anterior para determinar una liquidación que correrá a cargo del comprador o del vendedor según el precio del día sea superior o inferior al del día anterior, siempre, además, por referencia al precio del contrato de futuro. Las comparaciones, en muchos casos, no se hacen sobre el precio de contado sino sobre los propios precios de futuro que se hayan cotizado en el mercado cada día.

Tanto para las opciones como para los futuros existen obligaciones adicionales, cuales son las de constitución y mantenimiento de unas garantías que se calculan por la Sociedad Rectora tomando en consideración el conjunto de las posiciones de cada uno de los inversores en el mercado, compensándolas todas ellas y teniendo en cuenta el máximo riesgo de pérdida que, de la previsible oscilación de la valoración de unas y otras, pueda atribuírseles. La falta de constitución de estas garantías puede implicar el cierre de todas las posiciones del inversor incumplidor, mediante operaciones contrarias, y la ejecución de las garantías ya constituidas por cada inversor.

## **5. Los Miembros del mercado**

Como en todos los mercados secundarios oficiales españoles, la contratación no puede hacerse directamente por los inversores, si no son miembros del mercado. Los miembros del mercado sí pueden actuar tanto en nombre propio como en nombre de sus clientes, en el primer caso convirtiéndose en inversores ellos mismos y en el segundo actuando simplemente como comisionistas sujetos a la regulación contenida en el Real Decreto 1814/1991 (aunque la determinación de quiénes pueden ser miembros viene inicialmente establecida en el artículo 59.3 en relación con el 37 de la Ley del Mercado de Valores, en su nueva redacción) y en el Reglamento del Mercado, además de en todas las demás normas que inciden sobre quienes actúan como intermediarios en los mercados de valores, especialmente la propia Ley del Mercado de Valores, en lo que se refiere a códigos de conducta y normas de actuación, y las normas de desarrollo de la misma en esta materia, muy significativamente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación de los Mercados de Valores y Registros Obligatorios, y normas que a su vez desarrollan este Real Decreto.

Los miembros en MEFF RF y MEFF RV no son necesariamente coincidentes, y el ser miembro de uno de los mercados no significa serlo del otro, aunque en muchos casos los miembros lo son de ambos, pero la cualidad de miembro es de cada uno de los mercados separadamente. Pueden ser de varios

tipos: los miembros negociadores, que sólo negocian, es decir, transmiten órdenes al mercado, pero tanto por cuenta propia como por cuenta de clientes (es decir, su posición no es equivalente a la de las agencias de valores, que no pueden actuar como inversores de forma directa); los miembros liquidadores, que negocian, pero también compensan y liquidan, es decir, además de transmitir órdenes al mercado, hacen cobros y pagos; los miembros liquidadores custodios hacen todo lo que un miembro liquidador puede hacer, pero además gestionan garantías por cuenta de la Sociedad Rectora, pudiendo limitar su actuación a esta última gestión de garantías exclusivamente, en cuyo caso se denominan miembros liquidadores custodios no negociadores; por último, los miembros negociadores o los liquidadores y liquidadores custodios pueden actuar en un carácter adicional que es el de creadores de mercado, es decir, pueden asumir una obligación especial de, por cuenta propia, cotizar, es decir, transmitir órdenes de compra y de venta al mercado, respecto de ciertos contratos, bien sea de forma continuada, bien sea en unos determinados momentos, aunque lo normal es que sea de forma continuada en el tiempo mientras mantengan dicha caracterización. No hay más miembros en los mercados; junto a éstos están los clientes, que son los inversores finales que no asumen la condición de miembro del mercado. Clientes pueden ser todo tipo de personas físicas o jurídicas, residentes en España o en el extranjero, salvo que por su estatuto personal tengan limitada su capacidad de invertir en productos financieros derivados. A la vista de lo dispuesto en los artículos 31.5 y 37 de la Ley del Mercado de Valores, podrían incorporarse nuevas categorías de miembros a estos mercados.

## 6. La negociación y las garantías

Los contratos se negocian normalmente en forma electrónica <sup>(11)</sup>; algunos se negocian telefónicamente <sup>(12)</sup>, pero de inmediato se incluyen las cotizaciones efectuadas en la realización de los contratos en registros informáticos, pues sólo cuando se han registrado informáticamente por la Sociedad Rectora es cuando se entienden celebrados. En este sentido, la operativa de los mercados de productos financieros derivados en España es distinta de la de los mercados de valores tradicionales. Las partes que inician la negociación de los contratos y

---

(11) La validez y efectos de la contratación electrónica, además de por fax y télex, han sido reconocidos por nuestro Tribunal Supremo en Sentencias de 31 de mayo de 1993 (AR. 4061) y 30 de julio de 1996 (AR. 6079). Véase con carácter general, Antonio RODRÍGUEZ ADRADOS, *El Documento Negocial formático*, Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1998, págs. 435 y ss. y Fernando AZOFRA VEGAS, *La Contratación Electrónica Bancaria*, RDBB, nº 68, oct-dic 1997, págs. 1065 y ss.

(12) Forma de contratación válida, entre presentes, según Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de enero de 1948 (AR. 11).

que posibilitan la celebración de los mismos al llegar a un acuerdo de voluntades, no se convierten, sin embargo, en contrapartes contractuales. La Sociedad Rectora se interpone siempre entre ellos <sup>(13)</sup>. De esta manera, la Sociedad Rectora se convierte en contraparte de todos y cada uno de los inversores, sean clientes finales o miembros del mercado que actúen por su cuenta. Así, se evita el riesgo de contrapartida, es decir, de que la contraparte, que en principio se desconoce quién es, pueda ser insolvente, y se limita la responsabilidad de los miembros cuando actúan por cuenta de sus clientes. De aquí la necesidad del sistema de garantías que se ha esbozado más arriba, es decir, de la obligación de constituir una garantía en la primera fecha que se celebra un contrato en el mercado y de adecuar esta garantía diariamente según la evolución de los riesgos de esa posición y de todas las demás que se hayan podido adquirir por la celebración de otros contratos, en el desarrollo normal de la cotización del mercado. Pero, además, eso obliga a que la Sociedad Rectora exija garantías especiales, normalmente en forma de prenda de valores, a los miembros del mercado, y que éstos asuman una cierta responsabilidad respecto de sus clientes, en el sentido de controlar que constituyen la garantía inicial y los ajustes diarios, respondiendo frente a la Sociedad Rectora de los ajustes de la sesión anterior, aunque no después de la misma. También la Sociedad Rectora tiene la facultad de exigir garantías extraordinarias cuando se producen movimientos bruscos en las cotizaciones del mercado, y existen normas en el Reglamento del Mercado para evitar la concentración de riesgos, limitando las posiciones que pueden tener un miembro y sus clientes a un cierto porcentaje de los recursos propios del miembro en cuestión.

Los distintos contratos se extinguen, normalmente, al llegar su fecha de vencimiento mediante la liquidación que proceda, o la no liquidación en el caso de las opciones cuando el precio de mercado resulta ser superior o inferior al de la opción, según la opción sea de compra o de venta, pues en este caso no cabe ejercicio. Pero se puede también extinguir por una vía especial, que es la celebración de un contrato idéntico pero en el que el inversor adopte la posición contraria, es decir, en el futuro en el que se era comprador se celebra un contrato en el que se es vendedor o en la opción en la que se era concedente se pasa a ser tomador, siempre tratándose del mismo futuro o de la misma opción. De esta manera, los derechos y obligaciones que se tendrían frente a la Sociedad Rectora, que no olvidemos que es la contraparte en todos los contratos, serían idénticos, por lo que se extinguen en una especie de compensación anticipada prevista expresamente en el Reglamento del Mercado. Esto permite limitar las pérdi-

(13) En nuestro Derecho, esto es obligatorio por virtud de lo dispuesto en el número 2 del artículo 7 del Real Decreto 1814/1991. Ahora, conforme a lo dispuesto en el artículo 59.2 de la Ley del Mercado de Valores, podría simplemente asegurar la contrapartida por medio de otra entidad, previa autorización del Ministro de Economía y Hacienda. Para la caracterización de lo que es un contrato de opción y un contrato de futuro, puede verse lo dispuesto en el número 2 del artículo 1 de este mismo Real Decreto.

das o realizar las ganancias, pues si se compró una opción de compra en la que se pagó una determinada prima y la evolución de la cotización de esa opción es favorable para el tenedor, podrá vender una opción igual, y si la prima que recibe es superior a la que pagó, habrá efectuado una ganancia, o, en caso contrario, puede limitar la pérdida al recibir en cualquier caso una prima aunque sea inferior a la que pagó. En los futuros ocurre igual, pues aunque no hay liquidación en el momento de celebrar un futuro de signo contrario, como ha habido una liquidación diaria de pérdidas y ganancias, si la suma de las liquidaciones diarias da una pérdida habrá liquidado la posición con beneficio, sin esperar al vencimiento, o habrá limitado la pérdida a lo que ya haya pagado, sin esperar a la liquidación final, que le produciría una pérdida mayor.

Como todo el mercado pivota alrededor del régimen de garantías, pues en caso de incumplimientos generalizados la Sociedad Rectora podría ejecutar todas ellas, además de tener unos fondos propios relativamente elevados <sup>(14)</sup>, existen algunas normas especiales de protección respecto de la validez y ejecución de estas garantías. En este sentido, en la Disposición Adicional Séptima, número 1, de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de Adaptación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ya se establecía que las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales de opciones y futuros tenían un derecho absoluto de separación respecto de los valores y efectivo en que se materialicen las garantías constituidas en relación a las operaciones del mercado, en caso de que aquéllos se vieran sometidos a un procedimiento concursal, siendo la propia constitución o afectación de los valores y efectivos como garantía sólo impugnabile, respecto de lo establecido en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción específica ejercitada por los síndicos de la quiebra, que tendrán que demostrar la existencia de fraude en la constitución o afectación de dichos valores y efectivo. Esta norma ha sido sustituida por lo dispuesto en el artículo 59.9 de la Ley del Mercado de Valores en su nueva redacción, pero conteniendo previsiones idénticas.

Además, en el nuevo artículo 59.8 se recoge, en idénticos términos, una previsión ya reflejada en el artículo 17.3 del Real Decreto 1814/1991, aunque aquí con insuficiente rango normativo, por virtud de la cual se otorga una preferencia absoluta a las sociedades rectoras sobre las garantías constituidas a su favor respecto de operaciones en el mercado, con lo que se aseguran frente a pretensiones de mejor derecho de posibles terceros acreedores.

Finalmente, la Disposición Adicional Sexta de la Ley 37/98 ha venido a establecer un sistema novedoso en cuanto a la constitución de prendas sobre

---

(14) El Real Decreto 1814/1991 exige unos recursos propios mínimos en todo momento de 1.500 millones de pesetas (artículo 10).

valores negociados representados por anotaciones y la ejecución de garantías cuando se constituyen a favor de algún mercado secundario o sus sistemas de compensación y liquidación o en garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas por operaciones celebradas en los mismos. Pueden ahora constituirse las prendas por documento privado o mera manifestación del titular, aun efectuada por medios telemáticos, surtiendo efectos frente a terceros desde la inscripción en el registro de la entidad encargada. Respecto de la ejecución, podrá efectuarse, si se trata de prendas, por el procedimiento especial de los artículos 322 a 324 del Código de Comercio, pero exhibiendo sólo la documentación que exija el Reglamento del Mercado (aunque debe entenderse que siguiendo los requisitos exigidos constitucionalmente para supuestos similares). Las ejecuciones de las garantías que no tengan previsto legalmente un procedimiento especial se harán por subasta notarial, sólo interrumpible por mandato judicial en el que se exige al juez que imponga caución suficiente al solicitante de la interrupción; se aclara expresamente que, en caso de estar las garantías materializadas en depósitos en efectivo, se ejecutarán por compensación.

### III. FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS

Ya se ha indicado más arriba que fueron los mercados de futuros sobre mercaderías los primeros mercados de futuros que existieron en el mundo (en su versión moderna, ya desde la segunda mitad del siglo XIX); sin embargo, en España han sido los últimos en constituirse, haciéndolo al amparo del Real Decreto 695/1995, de 28 de abril, que introdujo un Capítulo V dentro del Real Decreto 1814/1991, dando lugar a la autorización, por medio de Orden de 14 de julio de 1995, del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos cuya rectora es FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A. (“FC&M”), con el carácter de mercado secundario oficial. Si respecto de los mercados de futuros y opciones financieros la habilitación de la Ley del Mercado de Valores podría parecer relativamente dudosa, pues lo que en los mismos se negocia no son, como se dijo, valores, en muchos casos ni siquiera como instrumento subyacente de los contratos allí negociados, en el caso de los futuros y opciones sobre cítricos esto es aún más evidente. Sin embargo, no cabe duda de que se trata de mercados de carácter financiero, aun relacionados con mercaderías, y que no existe en nuestro Derecho otra norma donde tengan mejor encaje que, precisamente, la Ley del Mercado de Valores. En la nueva redacción que se da al artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores se reconoce, de forma paladina, tanto a aquellos mercados de futuros y opciones con activo subyacente financiero como no financiero como mercados secundarios oficiales de valores, por lo que el mercado regido por FC&M sería, de aprobarse el Proyecto de Ley, un mercado que legalmente (hasta ahora lo era reglamentariamente, igual que los mercados regidos por MEFF

RF y MEFF RV) se reconoce como secundario y oficial de valores. En cualquier caso, el grueso de su normativa se encuentra en el artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1814/1991, modificado como se dijo <sup>(15)</sup>; además, también existe en estos mercados un Reglamento con el mismo carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado <sup>(16)</sup>. En general, el régimen del mercado de futuros y opciones sobre cítricos es muy similar al régimen de los mercados de futuros y opciones financieros, con las modificaciones imprescindibles derivadas de la naturaleza del subyacente, que no se trata aquí de un valor o de una fórmula para el cálculo de una valoración económica tomando como base valores o índices de valores o fórmulas que implican valores que se cotizan en mercados organizados, sino mercaderías, en las que, además, la valoración económica en el mercado subyacente es más difícil.

Los tipos de contratos que se negocian en este mercado también son opciones y futuros, con un contenido similar a los de MEFF, interponiéndose siempre de igual forma la Sociedad Rectora <sup>(17)</sup>.

La Sociedad Rectora tiene asimismo obligaciones y funciones similares a las de los mercados de futuros y opciones financieros, si bien los recursos propios mínimos que se le exigen son inferiores, bastando mil millones de pesetas.

También los miembros son iguales, y con las mismas capacidad y obligaciones que en los mercados de futuros y opciones financieros, siendo el régimen de garantías muy parecido. Los tipos de contratos también son opciones y futuros, que se liquidan, hoy por hoy, por entregas aunque cabe su liquidación por diferencias cuando hay imposibilidad de la entrega. En este sentido, deben considerarse auténticas opciones de compra y de venta y auténticos contratos a plazo. De momento, los subyacentes son futuros sobre naranja Valencia-Late, naranja Navel-Navelina y mandarinas, sin que se negocien, por ahora, opciones sobre ningún subyacente. Se pretende iniciar la negociación de derivados sobre electricidad.

Por último, también le era de aplicación lo dispuesto en la Disposición Adicional Séptima de la Ley 3/1994 y hoy en el artículo 59.9 de la Ley del

---

<sup>(15)</sup> Puede verse un análisis sobre la gestación de estos mercados y de su regulación en el trabajo de Vicente CUÑAT EDO, "Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico", en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, obra dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Civitas, 1997, págs. 113 y ss.

<sup>(16)</sup> Artículo 22 del Real Decreto 1814/1991, modificado.

---

<sup>(17)</sup> Véase el artículo 20.2 del Real Decreto 1814/1991.

Mercado de Valores, citados al tratar de los mercados de futuros y opciones financieros, por cuanto la misma se refiere a las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, sin indicar que su subyacente deba ser o no financiero, por lo que deben entenderse incluidos ambos. Sin embargo, y a pesar de que la Ley del Mercado de Valores considera a los mercados de futuros y opciones sobre mercaderías como mercados secundarios oficiales, debe tenerse en cuenta que no está claro si la Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión incluye o no a los mercados organizados sobre mercaderías dentro de la definición de servicios de inversión <sup>(18)</sup>.

#### IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA

El mercado AIAF de renta fija (“Mercado AIAF”) era, hasta hoy, el único mercado secundario organizado no oficial, creado al amparo del último párrafo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores. Sin embargo, tras la entrada en vigor de la Ley 37/98 debe entenderse que este mercado se ha convertido en un mercado secundario oficial.

El Mercado AIAF se creó por medio de Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de agosto de 1991, como mercado promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, estableciéndose que su funcionamiento se ajustaría a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento del Mercado AIAF de Renta Fija y en el Reglamento del Segmento de Bonos Matador, ambos preparados por el propio Mercado AIAF.

En el número tercero de la Orden Ministerial citada se contenían las reglas de funcionamiento de este mercado, con carácter general, estableciéndose que el control y supervisión del mismo correspondía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual debía tramitar las modificaciones a los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y de los Reglamentos arriba indicados, para su aprobación por el Ministerio de Economía y Hacienda, que retuvo las competencias en esta materia. Asimismo, debía conocer, pero no aprobar, los cambios que se produjeran en la comisión directiva de la referida Asociación de Intermediarios, así como aprobar modificaciones sustantivas en

<sup>(18)</sup> El Anexo B de la Directiva no incluye los derivados sobre mercancías, pero luego sólo excluye, dentro de la definición de servicios de inversión, a la negociación sobre materias primas, pero no a los derivados más o menos financieros sobre éstas; el propio Tribunal de Justicia no parece tener claro si quedan incluidos o no dentro del ámbito de la referida Directiva los servicios financieros que se relacionen con los mercados organizados de futuros y opciones sobre mercaderías, como puede verse en la Sentencia, ya citada, del caso Alpine Investments B.V., en la que expresamente se dice que «(...) debe observarse que, aun suponiendo que fuera aplicable a las transacciones en los mercados de futuro sobre mercancías, 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 (...)», de donde parece querer decir que, en el mejor de los casos, no está claro que estén incluidos dentro del ámbito de aplicación de dicha Directiva.

el funcionamiento del mercado y establecer las informaciones periódicas que sobre el funcionamiento y desarrollo del mercado debían remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y se confería al Mercado AIAF el carácter de mercado español organizado de funcionamiento regular, a efectos de materialización del activo de las sociedades y fondos de inversión.

El Reglamento del Mercado se modificó con posterioridad a través de Orden Ministerial de 11 de mayo de 1993 y, finalmente, sufrió una transformación en su régimen por medio de Orden Ministerial de 27 de julio de 1995, en la que se aprueban nuevas modificaciones del Reglamento del Mercado, al constituirse una entidad, “AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A.” que pasa a ser la entidad rectora del mercado, quedando éste denominado en adelante “AIAF, Mercado de Renta Fija” (“AIAF”); se modifica el régimen que había establecido la Orden de agosto de 1991, en el sentido de encomendar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que sigue encargada del control y la supervisión del referido mercado, las facultades de tramitar cualquier adición o modificación de los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, de la propiedad sociedad rectora del mercado y del Reglamento del mismo (entre tanto, debe entenderse desaparecido el Reglamento del Segmento de Bonos Matador, para fusionarse toda la normativa en un único Reglamento del Mercado), si bien la aprobación de cualquier modificación sigue quedando en manos del Ministro de Economía y Hacienda. También tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores que conocer no sólo los cambios en la comisión directiva de la referida Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, sino también en el Consejo de Administración de la sociedad rectora y en el propio accionariado de la misma, así como en quienes ocupen la Dirección General y la Secretaría General de la propia rectora. Corresponde también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la facultad de conocer quiénes son los miembros del mercado en cada momento, aprobar modificaciones sustantivas en el desarrollo y prestación de los servicios relacionados con la compensación y liquidación de valores llevadas a cabo por AIAF y recibir las informaciones periódicas regulares que estime pertinentes sobre el desarrollo y funcionamiento del mercado. Finalmente, la Orden de 9 de noviembre de 1996, también del Ministerio de Economía y Hacienda, aprueba modificaciones en los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y en los estatutos de la propia sociedad rectora.

No son ya, respecto del mercado regido por AIAF, normas de ordenación y disciplina del mercado las contenidas en el Reglamento del mismo (al menos por el momento, pues la Ley del Mercado de Valores no hace referencia alguna a esta categorización y aún están pendientes los desarrollos reglamentarios de la misma, donde quizá se le atribuya este carácter). En este sentido, deben caracterizarse exclusivamente como condiciones generales de los contratos que las partes asumen de forma expresa al adquirir la condición de miembros del mer-

cado; pero, como digo, deben considerarse meras normas contractuales, aunque sujetas a control de la Administración.

Junto al Reglamento del Mercado, existen normas interpretativas o de aplicación del mismo que dicta la propia AIAF, como sociedad rectora, en ejercicio de las funciones que el propio Reglamento del Mercado le atribuye. De éstas, es importante la Circular que aprueba el Manual de Procedimientos de la entidad encargada del sistema de compensación y liquidación de valores <sup>(19)</sup>. Este Manual de Procedimientos es, en cuanto a su contenido, prácticamente otra norma reglamentaria, aunque no adopte la forma de tal ni sea siquiera elaborada por AIAF sino por la entidad que realiza las funciones de liquidación y compensación. Porque debe hacerse notar que en este mercado se adopta una división de funciones entre las de negociación, que lleva a cabo AIAF, en cuanto a registro de operaciones efectuadas, y las de compensación y liquidación, que se llevan a cabo, en la actualidad, por Espaclear, Sistemas de Compensación de Activos Financieros, S.A., A.V., agencia de valores cuyo capital pertenece íntegramente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., entidad encargada, como sabemos, de las operaciones de liquidación y compensación relativas al Sistema de Interconexión Bursátil (y de aquellos otros mercados de valores que puedan acordar con él la realización de dicha función) <sup>(20)</sup>. El contenido del Reglamento del Mercado AIAF es, sin embargo, similar, aunque, por la menor normalización y regulación previa (no hay norma equivalente al Real Decreto 1814/1991) algo más específico y detallado que los Reglamentos del Mercado de MEFF RV, MEFF RF y FC&M.

Así, se regulan las clases de valores que pueden negociarse, incluyendo cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, obligaciones con y sin garantía, incluso las subordinadas, así como bonos en las mismas condiciones, y emisiones de bonos en pesetas emitidos por no residentes, los llamados “bonos mata-dor”; también, respecto de fondos de titulización, los bonos de titulización que los mismos puedan emitir, pagarés de empresa y *warrants*, salvo los que recaigan sobre acciones o valores convertibles en acciones, o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción (por estar reservada su negociación a las bolsas de valores, conforme al artículo 46 de la Ley del Mercado de Valores).

También se regulan las distintas clases de miembros, diferenciándose entre los llamados “miembros en general” y los “miembros especializados”, pudiendo ser estos últimos en relación con los sistemas de mediadores-*brokers* espe-

---

<sup>(19)</sup> Circular 7/1997, de 22 de octubre.

---

<sup>(20)</sup> Circular 1/1997, de 29 de abril.

cializados y en la modalidad de bonos matador. Los miembros especializados realizan algunas funciones similares a las de los creadores de mercado en los demás mercados que venimos considerando, obligándose los que negocian en la modalidad de sistemas de mediadores-*brokers* especializados a cotizar y negociar en dicho sistema y los de negociación de bonos matador a cotizar y negociar en dicho segmento o modalidad del mercado.

Los miembros generales son los que pueden negociar en todos los segmentos del mercado, pero sin obligación específica de efectuar cotizaciones. Pueden cotizar y cruzar operaciones con otros miembros, directamente o a través de mediadores-*brokers*, o con sus clientes, así como en el sistema normalizado. Los miembros especializados están obligados, como se dijo, a cotizar obligatoriamente para un mínimo de emisiones, pero no directamente sino a través de los mediadores-*brokers* especializados, cuando se trata de miembros que se han comprometido a actuar en esta modalidad de negociación. Sin embargo, los miembros especializados en la modalidad de bonos matador cotizarán directamente. Los específicos compromisos de cotización están establecidos en el propio Reglamento del Mercado y en las normas de desarrollo del mismo para cada tipo de valor y de miembro especializado.

Otro tipo de miembros especiales son los llamados mediadores-*brokers*, que pueden ser a su vez mediadores-*brokers* en general y mediadores-*brokers* especializados. Los mediadores-*brokers* sólo pueden actuar por cuenta de los miembros del mercado.

El procedimiento general o sistema normalizado de contratación consiste en la difusión de precios a través de pantallas electrónicas, si bien las ofertas de compra o de venta se hacen telefónicamente <sup>(21)</sup>, en principio de forma no vinculante, ya sea directamente a otro miembro ya sea a través de un mediador-*broker*. Recibida la oferta, la misma también se puede aceptar telefónicamente, si bien deberá confirmarse por escrito, ya sea por télex o fax, en el mismo día de la contratación; las conversaciones quedan grabadas. Debe entenderse que el contrato se ha celebrado desde que hay acuerdo telefónico, siendo la confirmación escrita mero elemento de prueba y de confirmación de que no existen errores.

Todos los miembros, en este sistema de contratación normalizada, tienen obligación de, hasta un cierto importe máximo acumulado, dar contrapartida, es decir, liquidez al mercado ofertando precios en relación a los valores de sus propios clientes que coticen en el mercado, hasta esos importe máximos que establece el Reglamento (en la actualidad, veinticinco millones de pesetas). Los

---

(21) Sobre contratación electrónica y telefónica, véase lo indicado al tratar el tema respecto de la negociación en MEFF RV y RF.

precios de contrapartida son los que fijan libremente los propios miembros, que pueden difundirlos públicamente. También se pueden difundir precios en firme, en forma de oferta pública de compra o de venta de los mismos, a través del sistema normalizado de cotización, o por cualquier medio que estimen oportuno. Las cotizaciones que deben realizar los medios especializados en su forma de contratación es igual, pero en cuanto al contenido de las ofertas mismas es diferente, teniendo que ser, en todo caso, ofertas en firme, y, opcionalmente, pudiendo evitarse la contratación telefónica y sustituirse por la contratación electrónica directamente por medio de órdenes introducidas a través de la terminal de ordenador.

La compensación y liquidación de los valores representados mediante anotaciones en cuenta no se lleva a cabo por Espaclear, sino por el propio Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., con sometimiento a lo dispuesto en los artículos 47 a 54 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero.

Se regula en el Reglamento del Mercado un sistema de quejas y reclamaciones así como un procedimiento arbitral muy detallado, obligatorio y que debe entenderse que es en equidad.

En cuanto a los tipos de contratos que se pueden celebrar son básicamente la compraventa simple al contado, la compraventa simple a plazo, es decir, un contrato de compraventa en que en una fecha se acuerdan los términos del contrato para que se liquiden en una fecha posterior (al menos, en su regulación actual, al quinto día hábil siguiente al de contratación), y la compraventa simultánea, es decir, una doble compraventa en sentido contrario, en la que quien aparece como comprador en una de ellas es vendedor en la otra y viceversa, siendo fechas de liquidación distintas las de ambas compraventas aunque la de contratación sea la misma. Debe entenderse, en todo caso, que las compraventas que se realizan en AIAF son compraventas que se liquidan siempre por entregas, es decir, mediante transferencia de las anotaciones en cuenta o entrega física de los títulos, según estén representados los valores, contra pago del precio en efectivo.

Es por eso que son importantes las operaciones de compensación y liquidación. Las que se llevan a cabo por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se hacen conforme a su normativa general; las que se llevan a cabo por Espaclear se hacen conforme al procedimiento del sistema de compensación y liquidación a que se ha hecho referencia más arriba y que, en términos generales, se asemeja al procedimiento general que se sigue por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

## V. VALORACIÓN FINAL

Si bien la Ley del Mercado de Valores no previó la existencia de mercados especializados en derivados financieros y no financieros o en un mercado más

ágil que las propias bolsas de valores y destinado más bien a la negociación de valores especiales en los que quienes invierten son fundamentalmente profesionales o lo que se ha dado en llamar “inversores institucionales” o “mayoristas” más que inversores particulares, sin embargo contuvo en sí misma, en los repetidas veces mencionados artículos 31, apartado c), 59 y, tras la adición efectuada, el 77 de la propia Ley del Mercado de Valores, germen normativo suficiente para permitir, aunque fuera por vía de preceptos reglamentarios de desarrollo, la creación y funcionamiento, por otra parte con gran éxito en la generalidad de los casos, de todos estos mercados, de tal manera que, en la Ley 37/98, pasan a contemplarse de forma expresa entre los mercados secundarios oficiales que la misma regula. En este sentido, quizá, hubiese sido un ejercicio de congruencia el modificar el título de la propia Ley, pues, como hemos visto, no son necesariamente valores lo que se negocia en estos mercados, aunque su régimen jurídico de negociación sea equiparable, tanto en cuanto a la organización y funcionamiento de los mercados como al objeto de su negociación, al de los mercados de valores. En cualquier caso, el balance tras diez años de vigencia de la Ley del Mercado de Valores no puede ser negativo en este sentido, pues ha demostrado ser bastante para que se creen y funcionen eficazmente estos otros mercados secundarios en nuestro país, aunque la propia experiencia acumulada en este tiempo haya hecho necesaria la puesta al día y adecuación normativa de la misma a la realidad actual y a las lagunas o deficiencias comprobadas, lo que, aun con las dificultades que su elaboración ha conllevado, se ha logrado, sustancialmente, con la aprobación y entrada en vigor de la Ley 37/98.

# EL SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. Y SUS “FUNCIONES NORMATIVAS” <sup>(1)</sup>

FRANCISCO GONZÁLEZ CASTILLA

*Profesor Ayudante de Universidad  
Departamento de Derecho Mercantil “Manuel Broseta Pont”  
Universitat de Valencia*

---

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. EL SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.
    - 1. Creación, naturaleza y funciones del SCLV, S.A.**
    - 2. La estructura orgánica del SCLV.**
  - III. EL SCLV Y LA ORDENACIÓN DEL REGISTRO DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.
  - IV. EL EJERCICIO DE “FUNCIONES NORMATIVAS” POR EL SCLV: NATURALEZA JURÍDICA DE LAS CIRCULARES DEL SERVICIO.
  - V. LAS CIRCULARES EMITIDAS POR EL SCLV: EXAMEN Y VALORACIÓN.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

Una de las novedades más importantes de la Ley del Mercado de Valores (LMV) fue la implantación con carácter general de un régimen de representa-

---

<sup>(1)</sup> Deseo agradecer la información proporcionada para la redacción de este trabajo por D. Carlos Collar, del Departamento de Organización del SCLV, S.A.

ción y transmisión de los valores negociables mediante anotaciones en cuenta <sup>(2)</sup>. La ruptura de la “relación biunívoca” entre el mercado de valores y los títulos-valores, de la que hablaba la Exposición de Motivos de la Ley <sup>(3)</sup>, tuvo una indudable transcendencia práctica, respondiendo a las necesidades concretas de los operadores en los mercados de capitales <sup>(4)</sup>. La doctrina estuvo atenta a esa importancia, dedicándose desde un primer momento al análisis de la naturaleza y funcionamiento de este nuevo medio de representación de los derechos <sup>(5)</sup>. Sin embargo, es hoy —once años después de la promulgación de la

---

(2) El primer sistema organizado de sustitución *completa* de los títulos-valores en el mercado de capitales se produce, en nuestro Derecho, con el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, sobre la Deuda Pública Anotada. Se debe advertir, sin embargo, que esta regulación tenía un objetivo marcadamente económico: modernizar la Deuda Pública como instrumento de la política monetaria. En este ámbito (y a pesar de que los proyectos de Real Decreto tuvieron un contenido más jurídico) se entendió, acertadamente, que no era el Real Decreto el encargado de articular el régimen general del sistema de anotaciones en cuenta, ni siquiera por una deslegalización de la materia. Por ello, el RD 505/1987 tiene un marcado carácter operativo o funcional, intentando insertarse en el Derecho vigente.

Frente a precedentes anteriores, el sistema de anotaciones de la LMV no nace para un mercado determinado (como ocurría con el sistema de depósito especial del D. 1.128/1974), para un tipo de valores mobiliarios (como el mismo RD 505/1987) o para aligerar una fase del cumplimiento contractual (compensación y liquidación). El nuevo sistema es aplicable “a todo tipo de valores cuando sus emisores así lo decidan”, regulándose “con ánimo de generalidad” (preámbulo del RD 116/1992, de 14 de febrero, párrafos 1º y 3º).

(3) Exposición de Motivos de la LMV, nº 2, 1.º párr.

(4) El nuevo sistema debía superar la incompatibilidad de la manipulación material de los títulos-valores con el tráfico masificado. Las necesidades que debía atender estaban ligadas, pues, a la modernización de las transmisiones bursátiles, fundamentalmente desde el lado de la liquidación de las operaciones: se debía ampliar el tratamiento fungible a todos los valores (los valores nominativos no llegaron a integrarse en el “nuevo sistema de liquidación” de las operaciones bursátiles establecido por el Decreto 1.128/1974); utilizar los nuevos avances técnicos en la mejora de los procesos de compensación y liquidación, y reducir los gastos de conservación de los valores.

(5) La bibliografía publicada en nuestro país sobre la *anotación en cuenta* de los valores mobiliarios ha sido no sólo numerosa sino, en nuestra opinión, una de las más interesantes en el Derecho comparado. Ya antes de la promulgación de la LMV se pronunciaron sobre esta materia ilustres mercantilistas (véase, por todos, la publicación de las Jornadas sobre *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Centro de formación del Banco de España, Madrid, 1987, 472 pp.). Sobre el análisis de la regulación de la Ley del Mercado de Valores pueden verse, entre otros, los trabajos de ANGULO RODRÍGUEZ, L., “Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos”, y DÍAZ MORENO, A./PRIÉS RICARDO, A., “Negocios sobre acciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, ambos en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Civitas, Madrid, 1992, pp. 261-308 y 309-349, respectivamente; DÍAZ MORENO, A., “La prenda de anotaciones en cuenta”, RCDI, 603 (1991), pp. 355-441; DOMÍNGUEZ GARCÍA,

LMV y tras siete años de funcionamiento del nuevo sistema— cuando podemos acercarnos a cuál ha sido la articulación de detalle del instrumento de representación y transmisión que establecieron los arts. 5 a 12 LMV <sup>(6)</sup>.

El Capítulo 2º del Título I LMV definió con carácter general los principios básicos del funcionamiento del sistema de anotaciones, pero delegó en el desarrollo reglamentario su concreción definitiva. El régimen legal de las anotaciones participa así del carácter de “Ley marco” propio de la LMV <sup>(7)</sup>. Cuestiones

---

M.A., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, RdS, 4 (1995), pp. 149-173; MADRID PARRA, A., “La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta”, RDBB, 37 (1990), pp. 23-103; PAZ-ARES, C., “La desincorporación de los títulos-valor”, RDM, 1996, pp. 7-34; RECALDE CASTELLS, A., “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, RDBB, 50 (1993), pp. 361-403; Íd., “La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, pp. 3.093-3.116; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para «Representación de valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de operaciones bursátiles»”, RGD, 1992 (abril), pp. 2.843-2.851; SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, en AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores*, pp. 91-110; SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en *Derecho de Sociedades Anónimas II. Capital y acciones*, Vol. 1º, Civitas, Madrid, 1994, pp. 345-518; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico”, RDBB, 56 (1994), pp. 825-870. Y los estudios monográficos de ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta —un nuevo medio de representación de los derechos—*, Civitas, Madrid, 1995, 705 pp.; GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta —organización del sistema y derechos del socio—*, Tirant lo blanch, Valencia, 1999, 662 pp. (en prensa); y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen jurídico*, Aranzadi, 1997, 335 pp.

<sup>(6)</sup> La Ley 37/1998, de reforma de la LMV mantiene el contenido *esencial* de los artículos que establecen el sistema de anotaciones en cuenta. Se modifican los arts. 6, con la posibilidad más amplia de exclusión de la necesidad de la escritura pública de anotaciones, y el art. 7, que se adapta al reconocimiento de la participación plena de las entidades de crédito en los mercados de valores, permitiendo que la llevanza del registro de los valores no cotizados sea otorgada tanto a las empresas de servicios de inversión como a las entidades de crédito (además de al SCLV cuando se lo encomiende el Gobierno). La modificación del art. 54 LMV será analizada infra, en texto.

<sup>(7)</sup> La Exposición de Motivos de la Ley (nº 1) afirma su carácter de “Ley marco, susceptible de concreciones diversas en función de las necesidades y problemas que en cada momento se manifiesten”. Así se la calificó, además, desde los propios debates parlamentarios o los informes de los intervinientes en los mercados, pasando por las opiniones de los sectores económicos (vid. FERNÁNDEZ-ARMESTO/CARLOS BERTRÁN, *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1992, p. 55; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del Mercado de Valores”, RDM, 1989, p. 267). Dado el significado jurídico de “Ley marco” en nuestro ordenamiento, nosotros la calificaríamos más bien de “Ley abierta”, en la medida en que ha posibilitado la rapidez de adaptación a las nuevas realidades e innovaciones producidas en el sector de los mercados de valores.

como el carácter único o no del registro, la obligatoriedad de la representación contable para determinados valores, etc. fueron dejadas al desarrollo reglamentario, constituido por el RD 116/1992, de 14 de febrero, que, como veremos, ha reconducido en ocasiones a las Circulares del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores su definición última. Esta realidad contrasta, en cierta forma, con los mecanismos tradicionales del Derecho privado<sup>(8)</sup>, aunque se justifica por la importancia de los aspectos técnicos y operativos en este ámbito, ya que es importante permitir una adaptación flexible a las circunstancias de los mercados.

Por otra parte, debe subrayarse que la implantación de los arts. 5 a 12 LMV estaba ligada en Bolsa a la articulación del nuevo sistema de compensación y liquidación regido por la Sociedad Anónima prevista en el art. 54 LMV: El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (SCLV). De esta forma, la puesta en marcha del sistema de anotaciones estuvo vinculada a la creación del Servicio. Fue el SCLV el que organizó y dirigió, conforme al régimen transitorio del RD 116/1992, la puesta en funcionamiento del sistema, y ha sido el SCLV el autor del diseño operativo del régimen de valores anotados en cuenta.

La actuación del Servicio en estos siete años ha sido una de las claves del buen funcionamiento del sistema de anotaciones de los valores bursátiles. No obstante, sin reconvenir esos resultados, nos parece necesario abordar un análisis jurídico de esa actuación, partiendo de las peculiaridades de esta entidad: una sociedad de naturaleza privada, partícipe en el ejercicio de funciones públicas, que emite una serie de disposiciones de ordenación del sistema cuya naturaleza y concordancia con las previsiones legales no ha sido objeto de suficiente análisis<sup>(9)</sup>.

Conforme a lo expuesto, nuestro objetivo no será el diseño operativo del proceso de compensación y liquidación de operaciones bursátiles, ni un estudio *iuspublicista* de los caracteres de esta sociedad en relación con la organización institucional de los mercados financieros, sino atender a la naturaleza del SCLV y a sus funciones ordenadoras, teniendo presentes las distintas relaciones jurídi-

---

(8) Vid. al respecto, GIRÓN TENA, J., “Las reformas varias, pendientes y andantes, de la sociedad anónima en España”, La Ley, 1989, p. 938.

(9) En cuanto al aspecto institucional, la doctrina administrativista no se ha dedicado al estudio de las peculiaridades del Servicio, remitiéndose someramente las más de las veces a su contraste con las Sociedades Rectoras de las bolsas. En lo que se refiere a las Circulares del Servicio, algunas han sido objeto de comentario (v.gr. RECALDE CASTELLS, A., “Circular del SCLV sobre comunicación de titulares de valores representados mediante anotaciones en cuenta a solicitud de las emisoras”, RDBB, 52 (1993), pp. 1.201-1.203), pero no se ha abordado su tratamiento conjunto.

co-privadas que se dan cita en los mercados de valores y que pueden resultar afectadas por la ordenación del sistema de anotaciones en cuenta.

## II. EL SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.

### 1. Creación, naturaleza y funciones del SCLV, S.A.

En 1987 un grupo de expertos y representantes de los principales mercados del mundo —el “Grupo de los Treinta”—, emitió un informe sobre los sistemas de compensación y liquidación en los mercados de valores. En dicho informe se proponían unas normas sobre los sistemas de liquidación que deberían ser establecidas por los mercados de valores nacionales antes de 1992. Sus recomendaciones se dirigían a *reducir riesgos* (acortando el tiempo que media entre contratación y liquidación; promoviendo la provisión de garantías; y asegurando la simultaneidad de la entrega de valores y su pago) y a *mejorar la eficiencia* (eliminando el movimiento de títulos mediante un depositario central; normalizando los sistemas de comunicación y los calendarios de liquidación). Las recomendaciones del “Grupo de los Treinta” se basaban principalmente en la existencia de un depositario central de los valores que permitiera la transferencia de valores mediante anotaciones contables <sup>(10)</sup>.

Un año antes, en nuestro país, la Comisión Mixta para la reforma de los sistemas de liquidación había propuesto la reorganización del denominado *Ser-*

<sup>(10)</sup> Cabe señalar que para el cumplimiento de las recomendaciones del Grupo de los Treinta era indiferente la existencia o no de un sistema de títulos físicos. De hecho, de los 17 depositarios centrales que existen en Europa en la actualidad, los hay que ha funcionado sobre títulos múltiples (como la *Deutsche Kassenverein* o el *Österreichische Kontrollbank*), mientras otros son “*depositarios*” de valores desmaterializados (*SICOVAM*, *SCLV*, la *Vaerdipapircentralen* holandesa).

Nuestro ordenamiento ha acogido prácticamente todas las recomendaciones de ese informe. Como elementos de mayor eficiencia del sistema actual pueden mencionarse el ahorro de gestión que se produce al ser un sistema integrado, la reducción de costes de depósito (aunque la administración de valores anotados incurre en otros gastos), su rapidez y automatismo. Por otra parte, la seguridad sale fortalecida debido a la reducción de los plazos de liquidación, lo que aminora el “*riesgo de sistema*”, y a los mecanismos de préstamo de valores y fianzas, lo que disminuye el “*riesgo de liquidación*” (sobre estas cuestiones, vid. RAMÍREZ MAZARREDO, F., “Servicio de compensación y liquidación: génesis de un proyecto ambicioso”, PEE. Suplementos sobre el Sistema Financiero, 36 (1991), pp. 17-22; id., “Planteamiento general del Nuevo Servicio de Compensación y Liquidación de valores”, en AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores*, Publicaciones del Real Colegio de España, Zaragoza, 1993, pp. 113-132; sobre la distinción entre riesgo de liquidación y de sistema: PELLICER, M., “El riesgo en la compensación y liquidación de los mercados financieros”, PEE. Suplementos sobre el Sistema Financiero, 36 (1991), pp. 56-69).

*vicio de Coordinación* en una Sociedad Anónima, y la necesidad de que se produjera una evolución del sistema de liquidación de operaciones bursátiles <sup>(11)</sup>.

De acuerdo con todas estas exigencias, el legislador previó en el art. 54 LMV la creación de una sociedad anónima especial que tuviera por objeto tanto la liquidación de las operaciones bursátiles, como el registro de los valores representados mediante anotaciones en cuenta <sup>(12)</sup> <sup>(13)</sup>.

---

<sup>(11)</sup> El informe sobre la reforma de los sistemas de liquidación fue encargado en 1985 a la Comisión Mixta creada por la Disposición Final 1ª de la Orden de 20 de mayo de 1974. La Comisión estaba integrada por dos representantes de cada una de las Juntas sindicales de las Bolsas, dos del Consejo Superior Bancario, uno de la Confederación Española de Cajas de Ahorro y un representante de cada una de las dos emisoras de títulos de mayor volumen de contratación bursátil. Su funcionamiento fue, sin embargo, escaso hasta que la Orden de 19 de noviembre de 1985 reguló su composición, otorgando la presidencia a un representante del Banco de España.

En el informe citado, presentado el 4 de agosto de 1986, la Comisión propuso una evolución del sistema de liquidación de operaciones basada en:

- a) La universalidad del sistema de liquidación.
- b) La inmovilidad de los títulos en las cajas de los bancos, limitando sus movimientos a las exclusiones voluntaria o preceptivas.
- c) Disminuir los plazos de liquidación.

Hasta entonces, correspondía a las Juntas sindicales (a través de sus Servicios de Liquidación y Compensación) la tarea de encargarse de la instrumentación contable del mecanismo de compensación, exigir a los sujetos los saldos deudores de sus cuentas y satisfacer los saldos acreedores (art. 6.1 D. 1.128/1974, art. 30 Orden de 20 de mayo de 1974 y Capítulos III y IV de las normas de funcionamiento; vid. ENDEMAÑO AROSTEGUI, J.M., *Las operaciones bursátiles a crédito en las Bolsas españolas*, Marcial Pons, Madrid, 1993, p. 103).

<sup>(12)</sup> Sobre el período de tránsito hasta la configuración definitiva del SCLV, pueden verse SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras”, RDBB, 37 (1990), p. 19; RAMÍREZ MAZARREDO, F., “Servicio de compensación y liquidación: génesis de un Proyecto ambicioso”, cit., pp. 17-19; id., “Planteamiento general del Nuevo Servicio de Compensación y Liquidación de valores”, cit. pp. 131-132.

La dificultad que suponía esa tarea de modernización del sistema de compensación y liquidación de las operaciones, junto al cambio del sistema de representación, determinó que la Disposición Transitoria 6ª RD 116/1992 estableciera que el SCLV debía emitir un informe sobre los problemas que suscitara la aplicación del RD y las reformas que deberían introducirse en él. Este informe fue publicado por el Servicio con fecha de 17 de marzo de 1994 (citado, a partir de aquí, como *Informe SCLV*). No obstante, hasta el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, no se modificó el RD 116/1992 para adoptar alguna de las propuestas del Servicio, dentro de la reciente modificación de los Reales Decretos que concretan el régimen jurídico de los valores, a la LRLMV (RD 291/1992, de emisiones; 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas y autocartera; 116/1992, de representación de valores por medio de anotaciones; 1814/1991, regulador de los mercados de futuros y opciones; 1197/1991, sobre las ofertas públicas de adquisición; y 1416/1991, sobre operaciones bursátiles especiales).

<sup>(13)</sup> Debe apuntarse que junto al SCLV existen servicios de compensación *autónomos*. En efecto, el art. 54, II LMV reconoció esta posibilidad: los Servicios serían creados por las

Conforme a ello, el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A.* <sup>(14)</sup> se constituyó *esencialmente* como el gestor de la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores [art. 54.b) LMV]. Su creación en la LMV dejó atrás la pluralidad de sistemas de liquidación en nuestras Bolsas, y supuso un factor importante para cumplir los cánones de seguridad y celeridad en la ejecución de las operaciones de los mercados más avanzados <sup>(15)</sup>.

En cuanto que “cámara de compensación” <sup>(16)</sup>, el Servicio es una *institución del mercado*. Y así fue reconocido por el Gobierno en la regulación del RD

---

Rectoras de las Bolsas en virtud de disposición de la Comunidad Autónoma, de acuerdo con sus Estatutos. El desarrollo reglamentario de la Ley se preocupó, sin embargo, de preservar la unidad y uniformidad del sistema. El art. 55.2 RD 116/1992 establece que “en el caso de que se creen, su organización y funcionamiento *respetarán los principios contenidos en el presente título*”. Consideramos que esta declaración era de dudosa exigibilidad: el art. 54 LMV concede al Gobierno la potestad para regular el régimen de funcionamiento del SCLV así como los servicios prestados por el mismo, pero los Servicios autonómicos quedan regulados por la normativa de la Comunidad autónoma correspondiente, con la única sujeción a la LMV como norma estatal reguladora de los mercados de valores (ex art. 149 CE).

En relación con este tema, parece más adecuada la redacción del art. 54, II LMV tras la reforma, en la medida en que precisa que el Servicio autonómico “tendrá las facultades que esta Ley atribuye al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”. Este texto se refiere a las funciones, pero no a que deban aplicarse de acuerdo con la normativa estatal, excepto, como hemos indicado, en lo que se refiere a la LMV (art. 54, II in fine: “siendo de aplicación a estos servicios lo dispuesto en los artículos 7 y 54, salvo las referencias a órganos o entidades estatales que se entenderán referidas a los correspondientes órganos autonómicos”).

En la práctica, la similitud entre la organización y funcionamiento de uno y otros es importante (los Reglamentos de organización y funcionamiento de estos Servicios, pieza clave en su organización, son adaptaciones del Reglamento del SCLV, S.A.). Por otra parte, a diferencia del SCLV, los servicios de las Bolsas carecen de personalidad jurídica, no habiéndose constituido como Sociedades Anónimas, ni siquiera como entidades “desconcentradas” dentro del organigrama de la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente, sino que más bien aparecen como una actividad, un “servicio” más, ofrecido por la Sociedad Rectora de que se trate.

<sup>(14)</sup> En profundidad sobre la organización y funciones del SCLV, véase ENDEMAÑO AROSTEGUI, J.M., *Las operaciones bursátiles a crédito en las Bolsas españolas*, cit., pp. 103-134; GALÁN LÓPEZ, C., “Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores” y NIETO CAROL, U., “Sistema de liquidación y compensación de operaciones bursátiles”, ambos en AA.VV. *Derecho del Mercado Financiero*, Civitas/Banco Central Hispanoamericano, 1994, Tomo I, vol. 1<sup>º</sup>, pp. 509-554 y vol. 2<sup>º</sup>, pp. 563-586, respectivamente.

<sup>(15)</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para «Representación de valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de operaciones bursátiles»”, cit., pp. 2.843 y 2.847.

<sup>(16)</sup> Debemos apuntar que la calificación del Servicio como cámara de compensación no es pacífica. Para ZUNZUNEGUI, el SCLV no es una institución de *clearing* en el sentido del orde-

116/1992: el SCLV se configura como una sociedad anónima especial, cuyos *únicos accionistas* son las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores (40% de su capital social) y las Entidades adheridas (60% restante), repartido en proporción a su participación en el volumen total de la liquidación (art. 69, 3 y 4 RD 116/1992) <sup>(17)</sup>.

En lo que se refiere a la composición de su accionariado, el art. 76 RD 116/1992 mencionaba junto a las adheridas *de pleno derecho* —Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa miembros de una o varias Bolsas—, a los Bancos y Cajas de Ahorro en sentido amplio <sup>(18)</sup>, a las Sociedades y Agencias de Valores no de Bolsa y a las Entidades extranjeras que desarrollen actividades de compensación y liquidación. Así pues, en la medida en que se trata de una institución de compensación, el Servicio está abierto no sólo a los operadores del mercado, sino a organizaciones extranjeras de análoga naturaleza y a otras entidades financieras domésticas implicadas en los procesos de compensación y liquidación <sup>(19)</sup> <sup>(20)</sup>.

---

namiento norteamericano, donde las partes tienen la garantía de obtener todo lo debido por el otro contratante, ya que el Servicio tiene prohibido asumir riesgos con los participantes en la compensación, por lo que concluye su responsabilidad donde termina el sistema de garantías establecido en protección del mercado [ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Garantías en la liquidación de las operaciones bursátiles”, DN, 37 (1993), p. 11]. Así lo manifestaba también el *Informe SCLV*, en su epígrafe III.1. Sin embargo, otros autores inciden en que en la compensación bursátil se produce la extinción de las obligaciones recíprocas surgidas de la compraventa y su sustitución por la actuación necesaria del SCLV (ENDEMAÑO AROSTEGUI, J.M., *Las operaciones bursátiles a crédito en las Bolsas españolas*, cit., pp. 106-115). Este parece ser el sentido de la regulación, cuyo objetivo es evitar el llamado “riesgo de contrapartida” [v. Grupo de los Treinta. “España: Informe de situación, en PEE”. Suplementos sobre el sistema financiero, 36 (1991), p. 95]. Así, según el art. 56.5 RD 116/1992, el SCLV asegurará “la puesta a disposición de las Entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo”. El hecho de que el Servicio deba abstenerse de “asumir riesgos con los participantes” (art. 54, III LMV), sólo exige que se regulen los sistemas de fianzas, préstamo o recompra de valores que sean necesarios, pero no niega el carácter de cámara de compensación del servicio. Aunque esa afirmación en el ámbito de la liquidación de operaciones, no afecta a su responsabilidad en cuanto a la llevanza del registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación [arts. 7 y 54.a) LMV; art. 27 RD 116/1992].

<sup>(17)</sup> GALÁN LÓPEZ, C., “Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”, cit., p. 543. La reglas establecidas por los arts. 69 y 79 RD 116/1992 siguen siendo éstas. Sobre este tema, vid. infra, nota 35.

<sup>(18)</sup> A la vista del antiguo art. 76 LMV se incluía a la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal de Ahorros, las Entidades oficiales de crédito, el Banco de España y la Caja General de Depósitos. El mismo criterio amplio deberá mantenerse con el nuevo régimen del art. 65 tras la LRLMV.

<sup>(19)</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras”, cit., p. 19.

<sup>(20)</sup> En cuanto a la composición de su accionariado se refiere, debe destacarse que el sistema ha mostrado, desde su implantación completa en 1993, una tendencia a la centralización

No obstante, debe tenerse en cuenta que la reciente reforma de la LMV por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (LRLMV), ha alterado el *ámbito subjetivo* al que se refiere el RD 116/1992. Como es sabido, la reforma ha incorporado el concepto unitario de “empresa de servicios de inversión” (art. 62) definida por la naturaleza de la actividad que desarrollan (art. 63). A nuestros efectos, la actividad de llevanza de los registros contables no es calificada como “servicio de inversión”, sino como “actividad complementaria” [art. 63.2.a)] y lo fundamental es que no se distingue entre la llevanza del registro de valores no cotizados y de valores negociados en Bolsa, pudiendo ser desarrolladas ambas actividades, tanto por las Sociedades y Agencias de Valores (art. 64.2 y 3 LMV) como por las entidades de crédito “siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello” (art. 65.1). Las previsiones reglamentarias en este punto (como en tantos otros) se adaptaron a la novedad legislativa (vid. RD 2590/1998), aunque no se alterará sustancialmente el universo subjetivo de las adheridas, que seguirá ligado a su participación en los procesos de compensación bursátil.

Junto a su actuación como cámara de compensación [art. 54.b) LMV], el objeto social *exclusivo* de esta S.A. se integraba con su condición de encargada del “registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta” [art. 54.a) LMV]. El RD 116/1992 realizó, de forma criticable, una interpretación *flexible* de esas funciones, al añadir la posibilidad de llevar el registro contable de valores no admitidos a cotización (art. 66.3), funciones de supervisión (art. 72), funciones consultivas (art. 74), de dirección y administración en relación con las entidades implicadas en los procesos de compensación (art. 73) y de atención de reclamaciones del público (art. 75). Sin embargo, esta ampliación de facultades ha sido legalizada *a posteriori* por la LRLMV, introduciendo en el art. 54, I una letra c) donde se establece que el Servicio tendrá como funciones “las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”.

---

de las operaciones de mantenimiento de los registros contables de valores cotizados —antiguo art. 71 h) LMV, cfr. art. 63.2.a) LRLMV— en las entidades bancarias. Este fenómeno se produce, en primer lugar, por la concentración del negocio de Sociedades y Agencias en la contratación bursátil. Además, la participación del propio sector crediticio en el accionariado de esas sociedades, favorece tanto que los bancos se encarguen de la llevanza del registro, como entidades “autorizadas” por cuenta de esas adheridas participadas (*ex* art. 16 Reglamento del SCLV), como que las sociedades simplemente renuncien a realizar tal actividad, dándose de baja de registro de adheridas. Por último, no debe olvidarse que la puesta en marcha del sistema partió del mecanismo de fungibilidad (Disposición Transitoria 1ª RD 116/1992), en el que los depositarios eran las Juntas sindicales de las Bolsas y las entidades de crédito adheridas (vid. Servicio de Estudios de la Bolsa, “Las Bolsas de Comercio: organización y funcionamiento”, en AA.VV., *Curso de introducción a la Bolsa*, 1ª ed., Instituto Español de Analistas de Inversiones, Madrid, 1987, p. 299).

## 2. La estructura orgánica del SCLV

El SCLV se constituye como una sociedad anónima *especial* (art. 54 LMV y art. 65.1 RD 116/1992). El Capítulo 1º del Título III del RD 116/1992 determina su estructura orgánica y funciones. El Servicio deberá contar con dos órganos rectores: un Consejo de Administración y un Director General, cuya organización debía ser recogida en los estatutos sociales (arts. 68 y 73 RD 116/1992). Por otra parte, estas instituciones están bajo la tutela de la CNMV (vid. infra). El Reglamento del Servicio fue aprobado por la Circular 1/1992, de 28 de abril, del SCLV (conforme a lo previsto en el art. 73.1 RD 116/1992). Su Título II concretó el funcionamiento del Servicio.

En cuanto al Consejo de Administración, se regula su competencia para dictar las Circulares del SCLV <sup>(21)</sup>. Las Circulares, como veremos, determinan cuestiones relativas a la llevanza y control del registro de anotaciones, o bien a la compensación y liquidación de operaciones. Deberán ser publicadas en el Boletín Oficial de Cotización de las Bolsas y comunicadas a la CNMV o a la Comunidad Autónoma que corresponda (art. 73.2 RD 116/1992 y art. 4.2 Circular SCLV 1/1992). El Director General es competente para emitir Instrucciones, cuyo contenido son desarrollos técnicos de las Circulares.

El Consejo de Administración se apoya en el desempeño de sus tareas en unas Comisiones, bien de forma permanente (la Comisión Técnica Asesora <sup>(22)</sup>) o coyuntural (Comisiones delegadas y Comisiones técnicas <sup>(23)</sup>). Junto a estas Comisiones, más bien ejecutivas, el Reglamento establece también la creación de una “Comisión de Dirimencias” <sup>(24)</sup>. Pese a que el art. 75 RD 116/1992 determinaba que el SCLV debía examinar y contestar a las reclamaciones que formu-

---

(21) Según el art. 4.2 Reglamento SCLV, la aprobación de las Circulares del SCLV corresponderá “al Consejo de Administración o a una comisión delegada del mismo”.

(22) La Comisión Técnica Asesora es una “entidad tutelar” integrada por representantes de la Banca y las Bolsas. Está formada por el Presidente del Consejo de Administración, el Director General, tres miembros propuestos por el Consejo Superior Bancario, un miembro propuesto por la Confederación Española de Cajas (ambos deben ser Entidades adheridas) y 4 miembros por las Rectoras de las Bolsas. Su labor es el seguimiento, estudio y asesoramiento de la actividad del Servicio (art. 3.3 Reglamento del SCLV).

(23) Las facultades, tareas y plazos de estas comisiones deberán ser señalados por el Consejo (art. 3.2 Reglamento del SCLV). Las Comisiones Delegadas podrían dictar Circulares en el ámbito de la delegación concedida por el Consejo (art. 4.2).

(24) La Comisión de Dirimencias será nombrada por el Consejo y formada por dos representantes del propio Servicio (uno de los cuales será el asesor jurídico), un representante de las Sociedades Rectoras de las Bolsas, uno de las Entidades adheridas miembros y otro de las Entidades adheridas bancarias (art. 52 Reglamento del SCLV).

lara el público, en esta Comisión sólo se atenderán las derivadas de las propias Entidades adheridas, siendo una especie de institución arbitral entre entidades, un órgano de autocontrol que denota el compromiso que los operadores financieros han asumido en la correcta llevanza del registro de los valores cotizados (véase Circular del SCLV nº 6/1993, de 21 de julio) <sup>(25)</sup>.

Por último, en lo que respecta a su organización, el SCLV también se encuentra descentralizado territorialmente. El art. 5 del Reglamento establece que la oficina central se ocupará de la llevanza del registro y del control de los movimientos necesarios para obtener los importes a liquidar; pero junto a esta “central” existirán oficinas “locales” en cada una de las Bolsas, que realizan una labor de comunicación entre emisoras y Entidades adheridas “colaborando en la solución de incidencias” <sup>(26)</sup>.

Debe destacarse que el SCLV actúa bajo determinadas potestades de dirección de la CNMV. Corresponde a la CNMV, por ejemplo, la aprobación del proyecto de estatutos del Servicio, o el nombramiento de los miembros de su Consejo de Administración; puede también imponer una modificación de precios o de las comisiones cobradas por el Servicio (art. 71 RD 116/1992) e incluso puede intervenir en las actividades de la entidad (*ex art.* 107 LMV vía cumplimiento de los requisitos de liquidez y solvencia a que alude la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito) <sup>(27)</sup>. En cuanto a la “supervisión” se refiere, a las reuniones del Consejo podrá asistir, con voz pero sin voto, un delegado nombrado por la CNMV, que puede solicitar del Presidente tanto la convocatoria del Consejo como la inclusión de puntos en el orden del día de éste (art. 68 RD 116/1992). Las facultades de la Comisión respecto del SCLV son similares a las que ostenta sobre los organismos rectores de los mercados secundarios, o a las del Banco de España en relación, por ejemplo, con las comisiones arbitrales en materia de liquidación de efectos y, aunque incluyen la posibilidad de suspender los actos del SCLV, no implican, evidentemente, una absorción de las funciones de éste.

---

<sup>(25)</sup> Debe destacarse que las decisiones de esa Comisión surten efecto “inmediatamente, realizando el SCLV las adaptaciones en sus registros que sean necesarias” (art. 52.3). La circunstancia de que los laudos o decisiones de este órgano tengan efecto directo sobre las Entidades no encuentra más apoyo legal que la sujeción debida al Servicio *ex art.* 73 del RD 116/1992.

<sup>(26)</sup> A estos efectos, las Entidades adheridas podrán designar una oficina local con la que se desarrollarán sus relaciones, o bien determinar que incumbirá el desarrollo de esa labor a la entidad del lugar donde se realice la contratación.

<sup>(27)</sup> Vid. FUERTES LÓPEZ, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Lex Nova, 1994, pp. 152-153.

### III. EL SCLV Y LA ORDENACIÓN DEL REGISTRO DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Hemos descrito con brevedad la naturaleza, organización y funciones de esta sociedad anónima especial encargada de la llevanza de los registros de valores bursátiles anotados en cuenta. Para valorar *cuantitativamente* el papel ordenador que corresponde al SCLV debemos estudiar, en primer lugar, el diseño legal del sistema de registro de valores anotados.

La LMV reguló, indudablemente, un sistema “registrar”<sup>(28)</sup>: los valores se anotan en un registro (art. 8, I), a nombre de su titular (arts. 8, II; 11), estableciéndose un régimen completo de la primera inscripción (art. 8), transmisión de los valores (art. 9) y constitución registral de derechos reales sobre los mismos (art. 10). En cuanto a los principios de ese registro, se establecen los de legitimación registral, prioridad de inscripción y tracto sucesivo (art. 11 LMV y 16.2 RD 116/1992).

Ahora bien, la Ley sólo contiene —como hemos apuntado— unos principios generales, quedando en manos del desarrollo reglamentario tanto la organización y funcionamiento del sistema de registro, como los medios de identificación y control de los valores anotados (art. 7, V). El único extremo fijado en la Ley es la determinación de las Entidades encargadas: en el caso de valores negociados en las Bolsas corresponderá al SCLV la llevanza del registro contable (arts. 7, III y 54); para los valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, la encargada deberá ser una empresa de servicios de inversión o entidad de crédito autorizadas para desempeñar la actividad prevista en el art. 63.2.a) LMV (art. 7, II LMV).

En el artículo 7 LMV se contienen, básicamente, tres precisiones:

a) Se organiza un sistema de Entidades encargadas de los registros de valores.

---

(28) Lo que no implica que el sistema sea equiparable a los registros de seguridad jurídica de los que se han intentado trasladar determinados “principios” (tracto sucesivo, prioridad, legitimación). Estos principios, propios de registros de tipo *histórico*, son difícilmente predicables de un sistema informático de registro de valores fungibles donde es posible identificar la operación de donde proviene la posición de un titular, pero no la *historia* del valor. Sin embargo, no es éste el momento de analizar la naturaleza del registro gestionado por el Servicio, para ello nos remitimos a nuestro trabajo *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, cit., capítulo III, 3.2 y 4; capítulo IV, 3, y a la bibliografía allí citada.

b) Se concede al Gobierno una amplia habilitación en relación con la articulación del sistema: normas de organización y funcionamiento de los registros; sistemas de identificación y control de los valores; relaciones entre encargadas y emisores, y la intervención de aquéllas en la administración de los valores.

c) Se establecen las líneas básicas del régimen de responsabilidad de las encargadas de los registros.

El desarrollo reglamentario de los arts. 5 a 12 LMV se efectuó por el RD 116/1992, de 14 de febrero. Su contenido, sin embargo, es más detallado en lo relativo a la regulación de principios generales en materia de información sobre los valores y responsabilidad de las Entidades encargadas que en lo referente a la organización de las anotaciones y el registro, circunstancias que en determinados aspectos deja a la concreción del Reglamento del SCLV, o —con más límites— a la actuación de las Entidades encargadas para los registros de valores no cotizados. Efectivamente, en lo que aquí interesa, el art. 31.6 RD 116/1992 señala que “la llevanza de los registros a que se refiere este artículo y, en particular, los datos que deberán constar en cada inscripción, *se ajustará a lo que señale el Reglamento de organización y funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores* previsto en el art. 73.1 de este Real Decreto” <sup>(29)</sup>.

Veamos, *en lo que afecta al objeto de nuestro trabajo*, los elementos fundamentales de la organización del Registro de valores anotados:

1. En el caso de los valores admitidos a negociación en Bolsa, el RD 116/1992 estableció en su art. 31 (conforme a la posibilidad abierta por el art. 7 LMV) un sistema de doble escalón. Significa esto que el registro, que será *único para cada emisión* de valores (art. 7 LMV), se desglosa del siguiente modo según el desarrollo reglamentario (art. 31.1 y 2 RD 116/1992):

a) *Un “Registro central”* de la emisión, a cargo exclusivamente del SCLV, que se compone de dos cuentas para cada Entidad adherida: una en la que consta el número de valores de que es titular la entidad (*cuenta de propios*)

---

(29) Respecto de los valores no cotizados, la articulación del sistema de registro deberá respetar dos principios establecidos en el art. 47 RD 116/1992:

a) El registro deberá reflejar “el saldo de los pertenecientes a cada titular, con los desgloses que sean procedentes”.

b) Las anotaciones de ese registro deberán expresar los saldos/titular “por medio de un sistema informatizado de referencias numéricas que identificará al emisor, la emisión, el número de valores que cada uno de ellos comprenda y al titular”.

y otra en la que figura la cantidad global de valores de esa emisión que la entidad administra por cuenta de sus clientes (*cuenta de terceros*).

b) *Múltiples “Registros de detalle”* (tantos como Entidades adheridas aparecen en el registro central), llevados por las sociedades adheridas y en los que la cantidad de la “cuenta de terceros” del Registro central será desglosada por titulares.

2. En el caso de los valores no cotizados, el sistema registral se “concentra”. En este supuesto (cfr. arts. 7, II LMV y 47 RD 116/1992), el registro contable de la emisión no es sino un “*registro de titulares de derechos*”, puesto que no existe un doble escalón. La inscripción contable identifica el titular, no a los valores; éstos son intercambiables y sólo aparecen cuantificados en el saldo.

3. El sistema de *registro único* debe partir de la designación de una Entidad encargada de su llevanza (arts. 6.1, 30.1, 45.1 RD 116/1992). En el caso de los valores no cotizados la emisora podrá elegir a la *registradora* de entre las Sociedades, Agencias o entidades de crédito que hayan incluido esa actuación en su declaración de actividades (arts. 7, 63.2 y 65 LMV; art. 45.1 RD 116/1992). La LRLMV, solucionando las dudas que se producían sobre la actuación del SCLV en este ámbito, establece que, junto a las “empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas” podrá el Servicio asumir esa función cuando así lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV y previa audiencia del SCLV y del emisor (art. 7, II LMV). En los valores bursátiles, la designación de la sociedad recaerá necesariamente en el SCLV; la Entidad encargada del llamado “segundo escalón” del registro, sin embargo, será elegida por los titulares (cfr. art. 41 RD 116/1992).

4. Los asientos contables de esos registros, según el art. 31.1 y 2 RD 116/1992 —cfr. 47.1 para los no cotizados—, reflejan el saldo del que sea titular la propia Entidad adherida o sus clientes (registro central), y el de cada uno de éstos (registro de detalle). Así pues, una vez producida la designación de las Entidades encargadas y la constitución del registro y primera anotación de los valores, las inscripciones registrales no representarán el valor, sino *grupos de valores* unidos por el hecho de pertenecer al mismo/s titular/es. Las Entidades adheridas (respecto del registro de detalle de los bursátiles) y las Entidades encargadas (en lo que se refiere a los no negociados en mercados secundarios oficiales) deben preocuparse, consecuentemente, de que su registro refleje en todo momento los saldos de valores fungibles pertenecientes a cada inversor; y

“el sistema” de velar por que dichos saldos correspondan a la totalidad de los valores de la emisión <sup>(30)</sup>.

En lo que al sistema *institucional* se refiere, la Ley se basa en dos principios: *unicidad* en la asignación de cada emisión y *profesionalización e independencia* de los sujetos que pueden actuar como encargados de la *contabilización* de los valores <sup>(31)</sup>.

El *principio de unicidad* determina que la modalidad de representación se extienda a todas las acciones de una emisión <sup>(32)</sup> (lo que no impide que el registro se organice en dos “niveles”, así el art. 31 RD 116/1992).

Por otra parte, el legislador español ha optado por los principios de *profesionalización e independencia* en esta nueva organización registral. La Ley española obliga a la llevanza del registro por una entidad ajena a la emisora. En primer lugar, porque la propia trascendencia del sistema como forma de “materialización” de esos derechos de participación aconseja conferir su control a instancias ajenas al propio *deudor*, en segundo lugar, porque se ha construido desde las necesidades del mercado, donde la liquidación de las operaciones sigue un particular procedimiento con intervención de entidades especiales.

Ahora bien, los registros de anotaciones no están a cargo de un funcionario público, sino de entidades privadas, que realizan una actividad de *interés públi-*

<sup>(30)</sup> Según el art. 33 RD 116/1992, en el caso de los valores cotizados, el SCLV deberá llevar control de los saldos de cada entidad en el Registro central y de su correspondencia con las cuentas en los registros de detalle, así como la equivalencia global de tales saldos con el número total de valores integrados en la emisión.

En el caso de los no cotizados, el “sistema” también debe garantizar esa correspondencia de saldos. A falta de una institución tutelar específica en este ámbito, el art. 48 obliga a las Entidades encargadas de los registros a establecer “sistemas internos de control y comprobación que comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter previo a su aplicación. Dicha Comisión Nacional hará, en su caso, las observaciones que considere convenientes con el fin de garantizar la eficacia de tales sistemas, observaciones cuyo cumplimiento será obligatorio”.

<sup>(31)</sup> El art. 7, I afirma que “la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a *una única entidad*”.

Los párrafos segundo a cuarto de ese artículo confían la llevanza del registro, dependiendo de los valores de que se trate, al SCLV y sus Entidades adheridas; a la Central de Anotaciones del Banco de España y sus Entidades gestoras o a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito.

<sup>(32)</sup> ZUNZUNEGUI ha acuñado el término, que proviene en última instancia del art. 17 del Reglamento del SCLV, donde se habla de “unicidad de registro”. Esta característica del sistema español no es compartida por otros sistemas en los que se permite al inversor solicitar la “materialización”, como el *dual system of registration* norteamericano (v. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico”, cit., p. 829).

co (como se deduce de la autorización administrativa necesaria para el ejercicio de la actividad <sup>(33)</sup> —art. 78 RD 116/1992 y Orden de 6 de julio de 1992—).

Dejando a un lado la organización del registro contable de valores no cotizados, la gestión del registro de las emisiones corresponde al SCLV junto a sus sociedades adheridas. En cuanto a éstas, el art. 76 RD 116/1992, en desarrollo del art. 54, IV LMV, distingue dos clases de entidades:

a) Unas adheridas “natas”, que eran las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa.

b) Otras entidades (art. 76.2) que podían acceder a dicha condición, cumpliendo con unos requisitos especiales <sup>(34)</sup>. Se trata de las Sociedades y Agencias de Valores no de Bolsa, las entidades de crédito <sup>(35)</sup>

---

<sup>(33)</sup> ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta*, cit., p. 409.

<sup>(34)</sup> Esas entidades deberán solicitarlo al SCLV, que dará traslado en dos meses a la CNMV, que es la que resolverá sobre la solicitud (art. 78.1). Las entidades deberán cumplir con los medios técnicos necesarios y posteriormente asumir la cuota de capital del SCLV que le corresponda. El Ministerio de Economía y Hacienda, que podía establecer requisitos al respecto (art. 77 RD 116/1992) ha trasladado al SCLV tanto la determinación como el control de los requisitos técnicos que deben cumplir las adheridas en la Orden de 6 de julio de 1992 (Norma Tercera, párrafo primero).

<sup>(35)</sup> El Reglamento, como hemos señalado, supra, 2.1, ha ampliado el tenor literal del art. 76.a) LMV, permitiendo al Banco de España y a la Caja General de Depósitos el acceder a la condición de adheridas. La ampliación correcta en el fondo, puede ser objeto de crítica en la forma, ya que la facultad del Ejecutivo de determinar las posibles adheridas se refería no a todo tipo de entidades financieras, sino a las “directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores”, lo más conveniente hubiera sido la expresa mención legal, tal y como sucede con los servicios de compensación extranjeros. De todas formas, tampoco es extraño el olvido de la Ley; en el propio RD 505/1987, por el que se creaba un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, no se mencionaba la posibilidad de que el Banco de España pudiera tener una actuación como entidad gestora, lo que no se reconoció hasta el art. 14.3.a) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

No obstante, en el *Informe SCLV* (p. 28), se afirmaba que (dado su régimen de funcionamiento financiero y el control de éste por la CNMV) no resultaba “imprescindible que las entidades adheridas tengan necesariamente que constituirse en accionistas, más aún considerando las peculiaridades de la adhesión de determinadas entidades, tales como el Banco de España, Caja General de Depósitos, otras centrales de liquidación extranjeras, o entidades de crédito y sociedades de inversión no residentes de conformidad con la Directiva 93/22 de la CEE sobre servicios de inversión”, por lo que se proponían distintas alternativas. En Real Decreto 2590/1998 sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, se acoge esta posibilidad respecto del Banco de España, dándose una nueva redacción al art. 69.2 RD 116/1992: “Serán accionistas del Servicio las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y, a excepción del Banco de España, las Entidades adheridas...” (cursiva nuestra).

y entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV <sup>(36)</sup>.

Aunque el sistema organizado por el RD 116/1992 deba entenderse subsistente tras la LRLMV (con las adaptaciones inevitables, vid. Sociedades “*de Bolsa*” y “*no de Bolsa*”), la nueva articulación subjetiva de la LMV alterará el conjunto de las “entidades adheridas” que definió el Reglamento. La LRLMV se basa, como ya hemos destacado, en la categoría de “empresas de servicios de inversión” (autorizadas en España o en otro Estado de la Unión Europea —art. 71—) en la que se integran sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras (art. 64.1 LMV), ampliándose el ejercicio de los servicios de inversión y actividades complementarias a las entidades de crédito, con la añadidura de que “el Gobierno podrá regular la creación de otras entidades, así como permitir a otras personas o entidades que, sin ser empresas de servicios de inversión según esta Ley, puedan realizar alguna de las actividades propias de las mismas, o que contribuyan a un mejor desarrollo de los mercados de valores” (art. 65.1, I LMV).

Sin embargo, lo que nos importa en este momento es destacar que la llevanza del registro de acciones cotizadas se realiza de forma *conjunta* por parte del SCLV y las adheridas. A estos efectos, las Entidades deberán suscribir el correspondiente contrato de adhesión con el Servicio, en virtud del cual queden fijadas contractualmente sus respectivas obligaciones y responsabilidades derivadas del ejercicio de la tarea que comparten <sup>(37)</sup>. Ese contrato ha sido establecido por la Circular SCLV 4/1992 (en desarrollo de los arts. 77 y 78 RD 116/1992 y la Orden de 6 de julio de 1992), y sobre él volveremos más adelante.

---

Vista la ampliación realizada, llama la atención que no se permita la posibilidad de obtener dicha condición a las cooperativas de crédito ya que, a pesar de que no llegaron a estar en *fungibilidad* (arts. 3 a 7 Orden de 20 de mayo de 1974 —véase SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, cit., p. 354—), su inclusión en este ámbito viene aconsejada por la equiparación de su operativa a la bancaria (vid. art. 4.1, Ley 13/1989, de 26 de mayo, sobre normas reguladoras de Cooperativas de Crédito), había sido objeto de recomendación antes de la ordenación del nuevo sistema en el Informe de la Comisión Mixta para el estudio de los problemas del sistema de liquidación y compensación de las operaciones de Bolsa de 4 de agosto 1986, y sería coherente con su capacidad para actuar como gestora en el mercado de Deuda Pública Anotada [art. 6.2.a), III RD 505/1987].

<sup>(36)</sup> Es de destacar que no podrán ser Entidades adheridas al Servicio, y, por tanto, gestionar el registro de detalle, ni las Sociedades Rectoras de las Bolsas (por la prohibición general del art. 48, I LMV) que sí son accionistas del SCLV, ni los Servicios de Compensación y Liquidación autonómicos, que son servicios de las Rectoras y carecen de personalidad jurídica propia.

<sup>(37)</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 606.

En conclusión, puede afirmarse que el sistema de valores anotados en cuenta es un sistema registral de representación, cuyos principios de funcionamiento han sido establecidos en la LMV (y desarrollados por el RD 116/1992), pero en el que se ha dejado al SCLV, S.A. la determinación última de las reglas de su organización.

#### IV. EL EJERCICIO DE “FUNCIONES NORMATIVAS” POR EL SCLV: NATURALEZA JURÍDICA DE LAS CIRCULARES DEL SERVICIO

El art. 54 LMV, que anuncia la creación de la sociedad “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A.”, no reconoce a ésta capacidad para dictar disposiciones de alcance general en la ordenación de las actividades que le son encomendadas. Ese silencio era, en cierta medida, coherente con el propio carácter esquemático del precepto <sup>(38)</sup>. Por otra parte, la amplitud de competencias otorgada por la Ley a la CNMV <sup>(39)</sup>, que podía dictar, con la correspondiente habilitación, “las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda” (art. 15, I LMV), parecía no hacer necesario referirse a las funciones normativas de esa institución.

Tampoco el RD 116/1992 otorga al Servicio una potestad de tipo *administrativo*. No obstante, una vez prevista la existencia de Entidades adheridas por el desarrollo reglamentario, era necesario conceder al SCLV un poder ordenador sobre las mismas. Conforme a ello, el art. 73 RD 116/1992 establece que “las Entidades adheridas y las Entidades implicadas en la compensación y liquidación de valores estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopte el Servicio en el marco de las funciones que le atribuyen la Ley del Mercado de Valores y el presente Real Decreto y, en particular, el Reglamento de organización y funcionamiento que deberá aprobar”.

La obligación reglamentaria de las Entidades adheridas se ha trasladado también a la redacción del contrato de adhesión que éstas deben suscribir. Efectivamente, el Anexo I a la Circular 4/1992, de 15 de julio, sobre procedimientos de adhesión, contiene las condiciones generales de dicho contrato, entre cuyas

---

<sup>(38)</sup> Como ya hemos señalado, el art. 54 dejaba incluso al desarrollo reglamentario un asunto tan importante como la existencia o no de un sistema de Entidades adheridas. En su nueva redacción se ha sustituido la expresión “*podrá prever* la existencia de entidades adheridas...” por “[el Gobierno] *establecerá* el régimen jurídico de las entidades adheridas...”.

<sup>(39)</sup> Hasta 78 atribuciones distintas se llegaron a contabilizar, según ORTEGA, en un informe de los Servicios Jurídicos del Banco de España [Banco de España, Servicios Jurídicos, *Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio*, 2ª ed.; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., “La reforma del Mercado de Valores”, PEE, 44 (1990), p. 154].

cláusulas se establece la manifestación de la Entidad de que “se obliga a cumplir estrictamente el Reglamento de Organización y Funcionamiento del SCLV, el Manual de Descripción de Procedimientos del SCLV y todas aquellas normas que apruebe el Servicio en ejercicio de las funciones que le atribuye el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero”. La sujeción *contractual* reitera, pues, la *normativa*.

En cuanto a la clasificación de estas “decisiones”, el RD 116/1992 sólo distingue, por su contenido, entre las que afectan a la liquidación y compensación de las operaciones o a la llevanza del registro (que somete al control previo por parte de la CNMV —o la Comunidad autónoma correspondiente—) y el resto de acuerdos, de menor importancia, no sometidos a ese control (art. 73.2 RD 116/1992). Debe destacarse que el art. 4 del Reglamento del SCLV generaliza esa comunicación a todas las Circulares, solución que parece lógica, en la medida en que era difícil imaginar supuestos de competencias que pudiera desarrollar el Servicio que no afectaran a esas dos áreas. De hecho, el propio art. 4 del Reglamento incide en que las Circulares son emitidas en esos dos supuestos, y el art. 54 LMV sólo mencionaba esas dos funciones generales.

Ha sido el Reglamento de organización y funcionamiento del SCLV el que clasifica esas “decisiones” en Circulares e Instrucciones, bajo el epígrafe “Funciones normativas” (art. 4). Las primeras ordenarán la llevanza y control de los registros contables y los procesos de compensación y liquidación, mientras que las Instrucciones recogerán “cualquier desarrollo o modificación en la secuencia o instrumentación de los procedimientos técnicos que se apliquen al conjunto de los valores u operaciones” (art. 4.3 Circular 1/1992 SCLV).

Para averiguar ante qué tipo de figura estamos, debemos partir de una delimitación terminológica. Como es sabido, los términos “Instrucción” y “Circular” se reservan en nuestro ordenamiento administrativo para supuestos en los que entre el órgano que dicta la norma y el destinatario de la misma existe una relación de jerarquía<sup>(40)</sup>. Parece que éste es el sentido utilizado por el Reglamento, en la medida en que remite las “funciones normativas” del Servicio exclusivamente a la regulación de “la operativa y relaciones con las Entidades adheridas” (art. 4.1 Circular 1/1992 SCLV).

Pese a que entre el SCLV y sus Entidades adheridas no existe dependencia jerárquica o administrativa, sino vinculación contractual, sí puede hablarse de

---

(40) SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de Derecho Administrativo I*, Madrid, 1991, pp. 728-729; BAENA DEL ALCÁZAR, M., “Instrucciones y Circulares como fuente del Derecho Administrativo”, RAP, 48 (1965), p. 110. Cfr. también, PARADA VÁZQUEZ, J.R., “El valor jurídico de la Circular”, RDBB, 1981, p. 313. Dichos términos aparecen utilizados en el sentido mencionado en el art. 18 de la Ley de Régimen Jurídico de la Administración del Estado, y en el art. 7 de la Ley de Procedimiento Administrativo.

la existencia de una relación de supremacía. La adquisición y mantenimiento de la cualidad de adherida depende, entre otras condiciones, del cumplimiento de unos requisitos técnicos y funcionales establecidos por el propio Servicio. Además, el hecho de que las Entidades adheridas participen en el capital del SCLV, S.A. (art. 69.2, 4 RD 116/1992) es compatible con las tareas de dirección, administración y supervisión de la actividad de esas mismas entidades que corresponden al Servicio.

La estricta formulación legal de sus facultades normativas y el ámbito de competencia del SCLV, sometido al control inmediato de la CNMV <sup>(41)</sup>, no parecen plantear respecto de estas disposiciones los problemas suscitados en torno a las Circulares e Instrucciones de la CNMV o del Banco de España y su papel en el sistema constitucional de fuentes del Derecho <sup>(42)</sup>. Pese a todo, participan del fenómeno de *reducción formal de la norma de aplicación de la Ley*, consistente en el desarrollo de aquella por entes no incardinados jerárquicamente en la Administración, sino dotados de personalidad jurídica propia y de autonomía en la composición de sus órganos, lo que les permite, aun estando sometidos administrativamente al Ejecutivo, expresar su actuación como el resultado

---

(41) Véase en el RD 116/1992, en relación con sus funciones de dirección y administración, el art. 73.2; y sobre su actuación de supervisión, el art. 72. Otro ejemplo lo muestra la Orden de 6 de julio de 1992. Esta orden encarga al SCLV la elaboración del pliego de requisitos técnicos para acceder a la condición de adherida, pero su aprobación corresponde a la CNMV (Norma segunda, párr. 2º de la Orden).

(42) Sobre la problemática de la incardinación de las Circulares en el sistema de fuentes, en general, véase, por todos, CUÑAT EDO, V., “Reflexiones sobre la deslegalización del régimen jurídico de la contratación privada”, en FAJARDO GARCÍA, I. G. (Coord.), *Las fuentes efectivas del Derecho español tras la Constitución de 1978*, Anales del Centro de Alzira de la UNED, Valencia, 1992, pp. 301-318 [en especial, sus consideraciones finales, pp. 316-318].

En concreto, sobre las Circulares del Banco de España y de la CNMV, en relación con el sistema de fuentes, véase: ARAGÓN REYES, M., “1. Las fuentes. En particular el problema de los Estatutos de los Bancos y de las Circulares del Banco de España”, en AA.VV., *Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, pp. 19-46; CUÑAT EDO, V., “Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil, Est. homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, I, La Ley, Madrid, 1994, pp. 605 y ss.; FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T. R., “Los poderes normativos del Banco de España”, RDBB, 1984, pp. 7 y ss.; GALÁN CORONA, E., “Las Ordenes Ministeriales y Circulares del Banco de España sobre protección de la clientela: su posición ordinamental”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil, Est. homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, II, Madrid, 1994, pp. 881 y ss.; GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., “Contratación bancaria y consumo”, RDBB, 30 (1988), pp. 259 y ss.; “La protección de la clientela en el ordenamiento sectorial de la Banca”, RDBB, 46 (1992), pp. 409 y ss.; PARADA VÁZQUEZ, J.R., “El valor jurídico de la circular”, RDBB, 1981, pp. 311-320; RODRÍGUEZ-ZAPATA PÉREZ, J., “A propósito del panorama de fuentes del Derecho, tras las Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil Homenaje a Evelio Verdura y Tuells III*, pp. 2.283-2.292; TRUJILLO, Mª J., *La potestad normativa del Banco de España. El Régimen dual establecido en la Ley de Autonomía*, Madrid, 1995.

de un equilibrio “objetivo” de los intereses propios de la actividad que fiscaliza, y no como meros ejecutores de la política del Gobierno <sup>(43)</sup>. Ahora bien, debe destacarse que la actuación de estos entes debe remitirse exclusivamente al ámbito de sus funciones públicas, y nunca deberán entrar a reglamentar las relaciones de derecho privado entre particulares (inversores, clientes) y entidades sometidas a su potestad, relaciones que encuentran sus límites en la Ley y el respeto al principio de autonomía de la voluntad (art. 1.255 C.c.).

Dentro de la regulación de los mercados de valores, las Circulares del SCLV se situarían en este ámbito junto a otras figuras, de distinto alcance pero muestras de análogo fenómeno, como las Circulares de la CNMV, la actuación de las Sociedades Rectoras, o la introducción (mejor, *reintroducción*) de supuestos de *autorregulación* como la previsión del Reglamento de los mercados de futuros y opciones a que se refiere el nuevo art. 59.7 LMV <sup>(44)</sup>.

Ahora bien, las Circulares e Instrucciones del Servicio deberían remitirse exclusivamente al campo de la actuación de las adheridas en cuanto desarrollan la actividad cuya organización corresponde al SCLV, a saber, el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación y la regular llevanza de los registros contables. Tampoco sería adecuada una extensión de ese ámbito por vía legal, salvo una reorganización institucional del mercado de valores, dadas las amplias funciones de la CNMV y su propio control sobre las disposiciones del SCLV.

Pero es que, además, la naturaleza jurídica de estos acuerdos resulta compleja. Por una parte, estamos ante una sociedad anónima de capital privado. Sus decisiones se podrían ver, por tanto, como fruto del principio de autonomía de la voluntad. Las Entidades adheridas, socios del Servicio, podrían acordar, de conformidad con las fórmulas y procedimientos estatutarios, las decisiones que consideren oportunas, decisiones que serían vinculantes para las Entidades en cuanto accionistas. De hecho, el Reglamento de Organización y Funcionamiento del Propio Servicio —que contiene la regulación de las Circulares e Instrucciones— fue aprobado en Junta General de Accionistas del Servicio (en su reunión de 28 de abril de 1992). Ahora bien, además de que las Circulares sólo pueden emanar del Consejo de Administración, la vinculación de las Adheridas en cuanto *socias* sólo podría predicarse del ámbito propio de las funciones de la Junta General de la Sociedad Anónima, y con el necesario respeto de los límites

---

(43) CUÑAT EDO, V., “Reflexiones sobre la deslegalización del régimen jurídico de la contratación privada”, cit., p. 305.

(44) Según el art. 59.7 LMV los mercados de futuros y opciones, “además de regirse por las normas previstas en la presente Ley y normativa de desarrollo, se regirán por un Reglamento específico, que tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado de valores, cuya aprobación se ajustará al procedimiento previsto para la creación del mercado y cuyo contenido íntegro se publicará en el Boletín Oficial del Estado”.

contenidos en la LSA (v.gr. en lo que se refiere al establecimiento de nuevas obligaciones para los socios, art. 145.1 LSA).

Por otra parte, las decisiones del SCLV —al menos las que revisten la forma de Circulares—, derivan de una facultad legalmente reconocida (art. 54), y su incumplimiento por parte de las Entidades Adheridas puede entenderse que daría lugar a responsabilidad muy grave, dada la redacción amplia del art. 99.g) LMV, que se refiere al incumplimiento de “las normas que regulen sus relaciones con los correspondientes registros contables de carácter central”. Desde este último punto de vista, las Circulares del SCLV se asemejan a las circulares que eran dictadas por las antiguas juntas sindicales de las bolsas de comercio sobre los procedimientos de liquidación de las operaciones y sobre la revisión de las garantías prestadas [art. 17 h) e i) Reglamento de Bolsa de 1967]. Las Circulares de las Juntas Sindicales se situaban dentro de la facultad de organización reconocida a las corporaciones públicas de base privada<sup>(45)</sup>; en el caso del SCLV estaríamos ante una sociedad privada, ejerciente de determinadas funciones “públicas” en el ámbito de la operativa bursátil, de modo semejante a los actos de las actuales Sociedades Rectoras.

De acuerdo con lo expuesto, el establecimiento de los límites de las Circulares del SCLV puede apoyarse en la jurisprudencia administrativa sobre las Circulares e Instrucciones en el ámbito de las relaciones especiales de sujeción<sup>(46)</sup>, además de atendiendo a los parámetros legales y reglamentarios expresos. En este sentido, tal y como señala LÓPEZ BENÍTEZ, para aquel ámbito el TS ha determinado:

1. Que las Circulares e Instrucciones no producen efectos externos y se dirigen sólo a los subordinados [entre otras, SSTS de 31 de enero de 1967 (R.A. 335/1967); de 13 de diciembre de 1969 (R.A. 5814/1969); y de 5 de marzo de 1976 (R.A. 1755/1976)<sup>(47)</sup>].

---

(45) FUERTES LÓPEZ, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, cit., p. 47.

(46) Por todos, sobre este tema, LÓPEZ BENÍTEZ, M., *Naturaleza y presupuestos constitucionales de las relaciones especiales de sujeción*, Civitas, 1994, (esp. pp. 369-378); También, SANTAMARÍA PASTOR, J.A., *Fundamentos de Derecho Administrativo*, cit., pp. 727-732; BAENA DEL ALCÁZAR, M., “Instrucciones y Circulares como fuente del Derecho Administrativo”, cit., pp. 107-126.

(47) la STS de 5 de marzo de 1976 señalaba que la Circular tiene el valor de “*simple directiva de actuación que las autoridades superiores imponen a sus subordinados, en virtud de las atribuciones de su propia jerarquía; no son, por ende, una especial manifestación de la potestad reglamentaria. Por ello, sus efectos jurídicos son: 1º están conectadas directamente al deber de obediencia del inferior jerárquico, respecto a sus superiores, y 2º estos efectos jurídicos se producen aunque la Circular no sea publicada, bastando con el mero conocimiento de la misma por el inferior*”.

2. No precisan de publicación en el BOE bastando con el conocimiento del interesado STS de 22 de octubre de 1964 (R.A. 4723/1964), STS de 3 de noviembre de 1987 [R.A. 7966/1987], STS 25 de enero de 1993 (R.A. 61/1993) y STS de 26 de enero de 1993 (R.A. 62/1993)].

Respecto de la segunda precisión, el art. 73.2 RD 116/1992 establece la publicación de las Circulares del SCLV en los Boletines Oficiales de Cotización de las Bolsas. Éste será por tanto el medio oficial de comunicación.

En cuanto a la *necesaria* falta de eficacia externa, fuera del ámbito de los subordinados, implica que las Circulares no pueden afectar a los particulares ni, por supuesto, vincular a jueces y Tribunales <sup>(48)</sup>.

Continuando con esta argumentación, las Circulares del SCLV no deberían afectar a las relaciones jurídico-privadas entre las entidades y sus clientes. Los límites a la libertad de contratación entre los titulares de los valores y sus comisionistas-adheridas se encuentran en el art. 1.255 C.c. y no parece que las Circulares del Servicio de Compensación puedan comprenderse en la ley formal a la que este precepto se refiere. Así pues, y conforme con la tesis más extendida en ámbitos análogos, las Circulares no afectarán *por sí solas* a la validez de los negocios jurídicos celebrados por los particulares <sup>(49)</sup>. Cuestión aparte sería la responsabilidad de las Entidades adheridas por su violación, puesto que son ellas las sometidas a su potestad.

---

(48) En el ámbito de las circulares administrativas, el Tribunal Supremo señaló, en la sentencia de 18 de noviembre de 1987, que una determinada circular impugnada iba más dirigida “a los órganos inferiores de la administración que a los administrados, quienes sólo se ven implicados por la Resolución impugnada mediante acto expreso del inferior, pero no directamente porque la regla no va dirigida a ningún hipotético interesado”.

(49) Así, FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ distingue en las Circulares del Banco de España las dictadas en su papel de vértice del ordenamiento crediticio y bancario, que sólo tendrán eficacia interna; y las correspondientes a su actuación por el desdoblamiento de la autoridad monetaria entre el Gobierno y el propio Banco de España, en cuyo caso sus normas podrán alcanzar a terceros (FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., “Los poderes normativos del Banco de España en relación con el mercado financiero”, cit., p. 33).

En las Circulares del Banco de España o de la CNMV (de naturaleza distinta a las del SCLV) nos encontramos con normas de transparencia (relativas a la publicación de los tipos de interés, comisiones, reglas de valoración, etc.); normas de publicidad (como la autorización por el BE de la publicidad de las entidades de crédito), y normas de protección contractual (la necesidad de entrega de un contrato-tipo, contenido mínimo de esos contratos, entrega del contrato, etc.). Sin embargo, como ha puesto de relieve la doctrina más autorizada (CUÑAT EDO, GARCÍA-CRUCES, GALÁN CORONA) no estamos ante normativa contractual sino que las normas de transparencia e información a la que nos hemos referido son reglas de actuación de las entidades financieras. La finalidad de esas normas será establecer el marco de desarrollo de la competencia de la banca, esto es, incrementar la competitividad.

En definitiva, el poder ordenador del SCLV dentro del funcionamiento del sistema de compensación y registro tiene un carácter marcadamente “técnico”<sup>(50)</sup>. Conforme a ello, no parece que pueda producir efectos directos en el ámbito jurídico-privado de la actuación de los inversores. Aunque, evidentemente, sí que tienen un efecto *indirecto* para el titular, en la medida en que reglamentan la actividad de llevanza de los registros de detalle. Por otra parte, puesto que la condición de adherida no designa tanto a una categoría subjetiva, cuanto a un sector de la actividad de unas sociedades —de crédito, de valores— de objeto social “*múltiple*”, el contenido de las Circulares del SCLV podría chocar con otro tipo de reglamentación sectorial que les afectara, en cuyo caso deberá atenderse a los límites competenciales de las autoridades que dicten las normas de que se trate.

## V. LAS CIRCULARES EMITIDAS POR EL SCLV: EXAMEN Y VALORACIÓN

Para finalizar este trabajo debemos realizar un examen de las Circulares emitidas por el Servicio<sup>(51)</sup>, contrastando las conclusiones teóricas a las que hemos llegado con la actuación del SCLV y su posible incidencia en el ámbito jurídico-privado.

Las Circulares dictadas hasta el momento por el SCLV (54) pueden clasificarse, en atención a su contenido en tres grupos:

### 1. Circulares destinadas a la ordenación técnica del sistema de compensación y liquidación de valores bursátiles.

---

Ante el principio de la autonomía contractual de nuestro derecho privado, sólo limitado a la ley, la moral y el orden público, la doctrina mayoritaria sólo acepta la posibilidad del efecto contractual de estas normas en el caso de que su violación suponga infracción de otras normas. Especialmente en el caso de que la contraparte del Banco sea un consumidor, los preceptos de la LGDCU (arts. 2, 8, 13.2, y, sobre todo, el art. 10) permitirían el mantenimiento de un efecto jurídico-privado de esas disposiciones a través de una interpretación armónica con la normativa de protección al consumidor, encuadrando el incumplimiento de la entidad en uno de esos artículos de la Ley.

(50) Su paralelo eran, como hemos dicho, las facultades que tenían en el Reglamento de Bolsas las Juntas sindicales respecto de los sistemas de liquidación en su mercado (v. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Garantías en la liquidación de las operaciones bursátiles”, cit., p. 10).

(51) Las Circulares aprobadas por el SCLV han sido hasta el momento de redacción de este trabajo, las siguientes:

1/1992, de 26 de junio, aprobación del Manual de Procedimientos.

2/1992, de 15 de julio, aprobación del pliego de requisitos técnicos y funcionales.

3/1992, de 15 de julio, pruebas técnicas de adhesión.

4/1992, de 15 de julio, procedimientos de adhesión.

2. Circulares cuyo objeto es la fijación de condiciones contractuales o de funcionamiento de las Entidades adheridas al propio Servicio.

---

5/1992, de 15 de julio, requisitos técnicos y funcionales de emisoras de acciones que habrían de ser nominativas.

6/1992, de 19 de noviembre, aseguramiento de la liquidación de efectivos.

7/1992, de 19 de noviembre, aprobación de tarifas.

1/1993, de 17 de marzo, ejercicio de derechos derivados de títulos no inscritos.

2/1993, de 17 de marzo, amortización de valores por sorteo.

3/1993, de 19 de mayo, comunicación de titulares a emisoras bajo petición.

4/1993, de 19 de mayo, reducción de plazos de liquidación.

5/1993, de 19 de mayo, sobre contestación a solicitudes de traspaso.

6/1993, de 21 de julio, aprobación del reglamento de la Comisión de Dirimencias.

7/1993, de 21 de julio, agilización del procedimiento de traspasos.

8/1993, de 20 de octubre, traspasos contra pago.

9/1993, de 23 de diciembre, tarifas y penalizaciones.

1/1994, de 20 de abril, préstamo centralizado de valores.

2/1994, de 15 de junio, modificación de tarifas.

3/1994, de 23 de noviembre, tarifas y penalizaciones.

4/1994, de 21 de diciembre, justificaciones de ventas con valores pendientes de liquidar por otra entidad adherida.

5/1994, de 21 de diciembre, agilización del procedimiento de traspasos y otras operaciones.

1/1995, de 15 de marzo, modificación de la tarifa de inclusión.

2/1995, de 15 de marzo, reducción del plazo de inicio de recompras.

3/1995, de 21 de julio, transferencias de efectivo entre entidades mediante rectificaciones a la cuenta de liquidación.

4/1995, de 19 de julio, fianzas complementarias.

5/1995, de 19 de julio, reglamento interno de conducta.

6/1995, de 18 de octubre, confirmación del traspaso de valores.

7/1995, de 15 de noviembre, reducción del plazo de inicio de recompras.

8/1995, de 20 de diciembre, tarifas y penalizaciones.

9/1995, de 20 de diciembre, ajustes de operaciones financieras.

1/1996, de 20 de marzo, materialización de fianzas.

2/1996, de 20 de marzo, comunicación de operaciones contratadas y conformidad por las entidades adheridas.

3/1996, de 22 de mayo, procedimiento de inscripción de las transmisiones del art. 37 de la Ley del mercado de valores.

4/1996, de 23 de mayo, sistema de comunicaciones en tiempo real y modificación del pliego de requisitos técnicos y funcionales.

5/1996, de 19 de julio, préstamo centralizado de valores.

6/1996, de 19 de julio, reducción del plazo de desglose.

7/1996, de 17 de octubre, remuneración del préstamo centralizado de valores.

8/1996, de 17 de octubre, reducción del plazo de desglose.

9/1996, de 18 de diciembre, tarifas y penalizaciones.

3. Circulares que exceden del ámbito de los sujetos adheridos al sistema, ya exigiendo determinadas conductas en relación a su participación en los mercados, ya estableciendo determinados extremos de la relación adheridas-clientes.

Los dos primeros grupos se sitúan en el ámbito de las funciones de supervisión y dirección, al que se refiere el art. 73 RD 116/1992. De la lectura del art. 73.2 RD 116/1992, en relación con el art. 4.2 Reglamento del SCLV, se deduce que el contenido exclusivo de los actos del Servicio debe ser la ordenación de los procesos de compensación y liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, y éste es el objeto mayoritario de las Circulares.

Sin embargo, en determinadas situaciones, el SCLV puede desbordar, en nuestra opinión, el marco definido por el art. 54 LMV y el Título III RD 116/1992. Sucederá así en aquellos casos en los que el Servicio sobrepase el *ámbito subjetivo* de los sometidos a sus decisiones (por ejemplo, cuando éstas afecten directamente a los titulares o a las emisoras de los valores), o el *ámbito objetivo* de sus funciones de ordenación de los registros contables. Desde este punto de vista, creemos que determinadas Circulares han excedido —siquiera parcialmente— los límites de la potestad del Servicio. En concreto las dudas se plantean respecto de las Circulares que han regulado el proceso de traspaso de

---

10/1996, de 18 de diciembre, modificación del plazo para comunicación de rechazos y confirmaciones a las operaciones desglosadas.

11/1996, de 18 de diciembre, plazo de confirmación de los traspasos de valores.

12/1996, de 18 de diciembre, reducción del plazo para la constitución o reposición de fianzas por las entidades adheridas.

13/1996, de 18 de diciembre, reducción del plazo de liquidación.

1/1997, de 24 de febrero, comisión por administración y remuneración de los depósitos en efectivo constituidos con motivos de fianzas.

2/1997, de 24 de febrero, determinación de la posición de efectivos en D+3.

3/1997, de 21 de mayo, sobre préstamo centralizado de valores.

4/1997, de 23 de septiembre, anotación de prendas de valores constituida ante el Banco de España.

5/1997 de 17 de diciembre, sobre tarifas y penalizaciones.

1/1998, de 25 de febrero, sobre préstamo bilateral de valores.

2/1998, de 15 de julio, sobre sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta.

3/1998, de 21 de octubre, tarifas aplicables a los valores negociados en el mercado AIAF de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta.

4/1998, de 21 de octubre, cumplimiento de las pruebas de adaptación al euro.

5/1998, de 25 de noviembre, planificación del fin de semana de conversión al euro.

6/1998, de 25 de noviembre, adaptación al euro de determinados importes contemplados en la normativa del SCLV.

valores, la información recibida por las emisoras de valores y el ejercicio de determinados derechos por los titulares <sup>(52)</sup>.

Antes de abordar estas disposiciones, tenemos que hacer dos precisiones. Debe llamarse la atención sobre la progresiva reducción del número de Circulares. Estamos ante unos actos cuyo contenido es básicamente técnico, por lo que una vez ensayados y ordenados los procesos de llevanza de los registros contables, la continuidad de los mismos hace innecesarias nuevas previsiones por parte del Servicio. En segundo lugar, deben destacarse, como un grupo aparte, las Circulares dictadas en el proceso de conversión a anotación en cuenta <sup>(53)</sup>. Esta precisión debe hacerse porque esas decisiones se caracterizaron por ser una interpretación cuanto menos *flexible* del régimen transitorio previsto en el Real Decreto (régimen realmente farragoso y que preveía un tránsito lento y diferenciado hacia la *representación* anotada). El SCLV planificó la conversión a anotación en cuenta partiendo de dos imperativos <sup>(54)</sup>: era más conveniente alcanzar el régimen de anotaciones sobre la base de las técnicas ya utilizadas por las adheridas en *fungibilidad*, dejando para más tarde el perfeccionamiento de los procesos y minimizando los cambios técnicos que esas entidades debían alcanzar; y, por otra parte, era necesario producir la conversión lo más rápidamente posible, evitando el mantenimiento por las adheridas de dos sistemas de

---

<sup>(52)</sup> Circular 5/1992, de 15 de julio, requisitos técnicos y funcionales de emisoras de acciones que habrían de ser nominativas.

Circular 1/1993, de 17 de marzo, ejercicio de derechos derivados de títulos no inscritos.

Circular 3/1993, de 19 de mayo, comunicación de titulares a emisoras bajo petición.

Circular 5/1993, de 19 de mayo, contestación a solicitudes de traspaso.

Circular 7/1993, de 21 de julio, agilización del procedimiento de traspasos.

Circular 8/1993, de 20 de octubre, traspasos contra pago.

Circular 1/1994, de 20 de abril, préstamo centralizado de valores.

Circular 5/1994, de 21 de diciembre, agilización del procedimiento de traspasos y otras operaciones.

Circular 6/1995, de 18 de octubre, confirmación del traspaso de valores.

Circular 9/1995, de 20 de diciembre, ajustes de operaciones financieras.

Circular 11/1996, de 18 de diciembre, plazo de confirmación de los traspasos de valores.

Circular 4/1997, de 23 de septiembre, anotación de prendas de valores constituida ante el Banco de España.

<sup>(53)</sup> Nos estamos refiriendo a las Circulares del SCLV 2/1992, de 15 de julio, de aprobación del pliego de requisitos técnicos y funcionales; 3/1992, de 15 de julio, sobre pruebas técnicas de adhesión al sistema; 4/1992, de 15 de julio, sobre el procedimiento de adhesión; 6/1992, de 19 de noviembre, sobre aseguramiento de la liquidación de efectivos; y la Instrucción nº 1/1992 del SCLV, de 28 de octubre, de planificación de la conversión a anotación en cuenta.

<sup>(54)</sup> Esa estrategia de transformación fue establecida en el documento “Plan de Conversión a Anotación en Cuenta” de 15 de julio de 1991, distribuido por el SCLV a Entidades y Rectoras.

liquidación de las operaciones bursátiles dependiendo de si los valores eran títulos o anotaciones. De esta forma, las Circulares del SCLV adaptaron el régimen transitorio a las exigencias de eficiencia económica de los procedimientos de liquidación <sup>(55)</sup>.

Volviendo a las Circulares citadas, nos encontramos con seis que se dedican a ordenar el ejercicio del *derecho de traspaso* que el art. 41 RD 116/1992 concede, de forma un tanto elíptica, al titular de los valores <sup>(56)</sup>. Según dicho artículo, el titular de los valores puede solicitar la transferencia de los valores del registro contable de una entidad adherida al de otra distinta, bien por petición directa a la entidad gestora del registro, bien a través de la propia Entidad adherida destinataria. Las Circulares del Servicio respetan en su regulación las líneas generales de ese traspaso definidas por el art. 41 RD 116/1992, estableciendo la necesidad de que las Adheridas contesten prontamente a las solicitudes de traspaso y acortando los plazos para que ese traspaso se complete, conforme se han ido reduciendo los plazos de liquidación (vid. Circular 11/1996). Sin embargo, estas Circulares afectan a la relación entre los clientes y las adheridas en aquellos casos en que no sólo regulan el cumplimiento del deber por parte de la entidad sino que establecen las condiciones de ejercicio del derecho por parte del titular de los valores. Así, la Circular 7/1993 establece el contenido de las solicitudes y demás requisitos exigibles para que el SCLV atienda las instrucciones de traspasos <sup>(57)</sup>, e incluso el régimen de penalizaciones por

---

(55) El proceso técnico, por medio del cual se produjo la transformación a anotaciones en cuenta de los valores cotizados en Bolsa, se inició con la “puesta a cero” de los saldos de las Entidades adheridas en la fecha de conversión a anotaciones. El SCLV procedió a realizar una “carga inicial de saldos” con la información proporcionada por el Servicio de Coordinación. El resultado de esa carga inicial era enviado a las entidades, previa conformidad de las mismas. En el caso de los valores nominativos, se dispuso para el control de las titularidades que las entidades emisoras guardaran una copia de las titularidades tal y como figuraran en el Libro Registro de Accionistas en el momento de la conversión, con el fin de ser contrastadas con las mantenidas por las Entidades adheridas en sus propios registros (información extraída del Manual de procedimientos del SCLV).

(56) Se trata de la Circular 5/1993, de 19 de mayo, contestación a solicitudes de traspaso; Circular 7/1993, de 21 de julio, agilización del procedimiento de traspasos; Circular 8/1993, de 20 de octubre, traspasos contra pago; Circular 5/1994, de 21 de diciembre, agilización del procedimiento de traspasos y otras operaciones; Circular 6/1995, de 18 de octubre, confirmación del traspaso de valores; Circular 11/1996, de 18 de diciembre, plazo de confirmación de los traspasos de valores.

(57) Según la Norma 3ª de la Circular 7/1993, el cliente deberá comunicar los siguientes datos para ejercer su derecho de traspaso: *en cuanto a la operación*: denominación de la clase de valor; Código ISIN; número de valores a traspasar; tipo de traspaso: contra pago o libre de pago; efectivo a recibir cuando sea un traspaso contra pago; fecha de valor de la operación; y referencia de la Operación. *Datos personales*: nombre; sucursal del Banco depositario; Referencia de

incumplimiento <sup>(58)</sup>. La amplitud con la que está redactado el derecho de traspaso en el art. 41 RD 116/1992 no permitiría objetar extralimitación alguna a esas disposiciones, puesto que el Servicio no ha *añadido* ningún requisito a los allí establecidos, no obstante, entendemos que la Entidad adherida podrá siempre acordar con su cliente el procedimiento que estime oportuno para que éste le solicite el traspaso de sus valores, independientemente de que frente al SCLV deba sujetarse al procedimiento reglado.

Otras cuatro han afectado a las sociedades emisoras puesto que establecen normas que inciden en el conocimiento de sus socios. Las Circulares 5/1992 y 3/1993 relativizan el mandato contenido en la D.A. 1ª, 6ª TRLSA, según el cual las Entidades encargadas “están obligadas a comunicar a la sociedad emisora *los datos necesarios para la identificación de sus accionistas*” <sup>(59)</sup>. La primera porque establece que la información sobre los titulares de las acciones a que se refiere la LSA sólo se facilitará a las emisoras si cumplen con las Circulares e Instrucciones del Servicio. La segunda porque determina un distinto alcance de la información que debe proporcionarse a la sociedad emisora, dependiendo de que se trate de acciones que hubieren de ser nominativas o del resto de acciones. Mientras que en el caso de las acciones que habrían sido nominativas por disposición legal, reciben nombre, domicilio y NIF del titular (cfr. art. 48 del Reglamento del SCLV y Circular 5/1992, SCLV de 15 de julio), la información que el resto de sociedades recibe a través de las adheridas se limita al nombre y el NIF (Norma segunda de la Circular 3/1993 del SCLV de 19 de mayo, sobre comunicación de titulares a emisoras bajo petición). Entendemos que esa diferencia de régimen debe ser considerada ilegal. El tratamiento debería ser igual para cualesquiera acciones anotadas en cuenta en la medida en que el régimen de legitimación y circulación de las mismas es único <sup>(60)</sup>. Ciertamente es que la vinculación

---

la cuenta de depósito de valores; cuenta corriente de abono (cuando el traspaso sea contra pago). *En cuanto al destinatario*: nombre de la entidad adherida destinataria de los valores.

<sup>(58)</sup> Según la Norma 6ª, cuando la Comisión de Dirimencias del SCLV considere conforme la reclamación presentada, y con carácter adicional a la compensación que deberá ser satisfecha a la entidad reclamadora, la entidad incumplidora quedará obligada al pago de una penalización al Servicio de 25.000 pts. por cada día de retraso transcurrido entre el día siguiente al del envío de instrucciones del cliente y el del traspaso efectivo de los valores, con un máximo de 200.000 pts.

<sup>(59)</sup> Este precepto ha sido desarrollado por el art. 22 RD 116/1992, que regula lo relativo a periodicidad, resolución de conflictos, etc., pero no se refiere al contenido de la información de los registros. Tampoco se refiere a este tema el art. 48 del Reglamento del SCLV que detalla el régimen de comunicación de titulares a sociedades emisoras.

<sup>(60)</sup> ZUNZUNEGUI apoya indirectamente la distinción, señalando que se trata de dos regímenes distintos de relaciones de transparencia entre la Entidad encargada y el emisor (*Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 608). Precisamente, como hemos señalado en el texto, esa

contractual que une a las emisoras con el Servicio a los efectos de recibir la información de sus accionistas supondrá que el contenido de la Circular les afecte <sup>(61)</sup>, pero éste no puede discriminar donde la Ley no lo hace (Disp. adicional 1ª LSA). Otras, como las Circulares 1/1993 y 9/1995, afectan al ejercicio de los derechos del socio, bien en el caso de que se trate de títulos amortizados <sup>(62)</sup>, bien en el caso de los ajustes en operaciones de pago de dividendos, aunque se pueden entender habilitadas por el art. 25 RD 116/1992 que establece que “los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico se ejercerán a través de las Entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia”. Otra cuestión es la dudosa obligatoriedad de esta disposición reglamentaria cuyo contenido no encuentra amparo en la LMV ni en la regulación del ejercicio de los derechos económicos contenida en la LSA.

Por último, otras dos Circulares contienen disposiciones que se deben incluir eventualmente en contratos con los titulares de los valores. La Circular 1/1994, sobre regulación de los préstamos en garantía del mercado, incluye la posibilidad de que esos valores puedan provenir de los clientes. Para este supuesto se prevén determinadas cláusulas que deben incluirse en el contrato entidad-cliente, entre las que la Norma 2.f) señala que figurará que “*el cliente asume las normas que rigen los contratos de préstamo de valores en garantía de la liquidación de las operaciones bursátiles, aprobadas por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, sin que pueda el cliente oponer al Servicio excepciones derivadas de otros pactos entre las partes*”. Aun entendiendo las razones de fondo de la decisión del Servicio, no parece que pueda entrar en sus competencias establecer los pactos del contrato que suscribirá el cliente y menos que éste deba venir sometido *directamente* a las decisiones del

---

diferencia de régimen es la que es incompatible con el texto de la Ley (cfr. RECALDE CASTELLS, A., “Circular del SCLV sobre comunicación de titulares de valores representados mediante anotaciones en cuenta a solicitud de las emisoras”, *passim*).

<sup>(61)</sup> La Norma primera de la Circular 5/1992 señala que la sociedad emisora deberá sujetarse a “cualesquiera otras normas contenidas en circulares o instrucciones del SCLV”.

<sup>(62)</sup> Circular 1/1993, Norma primera: “1. El ejercicio de los derechos derivados de títulos correspondientes a emisiones transformadas en anotaciones en cuenta *requerirá la previa inscripción de la titularidad de los valores en el registro de detalle de las entidades adheridas*, quedando los títulos en poder de la entidad adherida para su destrucción o hacer figurar su anulación. 2. Con el fin de ejercitar ante el emisor los derechos económicos devengados con anterioridad a la inscripción, el titular de los valores a los que hace referencia el apartado anterior podrá solicitar de la entidad adherida en que hayan quedado anotados que expida un certificado de legitimación, en el que haga constar, además de lo previsto en el artículo 18 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, la fecha de la inscripción y la numeración de los títulos transformados. La entidad adherida podrá encargarse de ejercitar los derechos en nombre del titular”.

Servicio en esta materia, puesto que esta sociedad sólo puede obligar a sus adheridas. La Circular 4/1997, sobre anotación de prendas de valores constituida ante el Banco de España, a efectos de garantizar al máximo la posición del Banco de España como acreedor pignoraticio desde el primer momento, incorpora instrucciones irrevocables al Servicio por parte del titular de los valores en el sentido de no atender operación alguna sobre los mismos sin consentimiento expreso del Banco de España, hasta que la prenda sea levantada concurriendo asimismo dicho consentimiento expreso. Por otra parte, se contiene la previsión de un “certificado” para el acreedor (Banco de España) distinto al establecido en el art. 12 LMV, puesto que no llevará incluido plazo de caducidad, con lo que se está creando un documento no previsto legalmente.

Sirvan las Circulares citadas como botón de muestra de la influencia que la organización técnica del sistema de anotaciones, a cargo del SCLV, puede tener sobre el funcionamiento de emisoras y titulares. Este efecto se producirá principalmente por la articulación del ejercicio de los derechos del titular a través del propio sistema. Sin embargo, las Circulares no pueden ser instrumento de regulación de los pactos que unen a las empresas de servicios de inversión con los clientes. Sí que sujetarán a las adheridas, aunque siempre dentro del ámbito establecido legalmente. En este sentido, debe afirmarse que el vínculo *contractual* del Servicio con las Entidades adheridas (v. Circular 4/1992, comentada supra) no podría servir para *endurecer* la sujeción de éstas más allá de las necesidades del correcto funcionamiento del sistema de compensación y liquidación.

En conclusión, a pesar de que la valoración de la actuación del SCLV en la ordenación de los registros debe ser positiva, sus Circulares carecerán de efectos sobre las relaciones privadas (fuera de las exigencias técnicas del sistema), de forma que, con el necesario respeto a los principios de la LMV, los clientes podrán pactar otras formas de ejercitar sus derechos económicos o políticos. Por otra parte, ni siquiera con base en las necesidades técnicas u organizativas del mecanismo de compensación y liquidación, pueden modificar la “*organización societaria*” contenida en la LSA, basada en última instancia en la *autonomía de la voluntad social*. En este sentido, las limitaciones a la información de las emisoras contenida en las Circulares del SCLV deben ser calificadas directamente como ilegales.

# LAS BOLSAS DE VALORES

UBALDO NIETO CAROL  
*Corredor de Comercio Colegiado*

---

## SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES PREVIAS: MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.
  - II. BOLSAS DE VALORES.
    - 1. **Creación.**
    - 2. **Objeto de negociación.**
    - 3. **Régimen de administración y control.**
      - A) Las Sociedades Rectoras.
      - B) La Sociedad de Bolsas.
      - C) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- 

### I. CONSIDERACIONES PREVIAS: MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES

Podemos entender por *mercados financieros* el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos. Dentro de los mismos y atendiendo al plazo, suele distinguirse entre *mercados monetarios* y *mercados de capitales*. En los primeros se ofrecen y demandan fondos a corto plazo y, en los segundos, a medio y largo plazo.

El mercado de capitales es el mercado en el que las sumas ahorradas se concentran y se canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizados durante un largo período. Dicho mercado puede subdividirse en *mercado crediticio* y *mercado de valores*. El primero es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que aquéllos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Es un mercado de negociación directa, cerrada al público y en el

que una de las partes, el prestamista, ostenta una posición privilegiada. En el mercado de valores, también llamado mercado de capitales en sentido estricto, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y a las empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. Es un mercado de negociación abierta al público, sin que el prestatario se encuentre en una posición de desventaja.

Los mercados secundarios oficiales de valores se encuentran regulados en el Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores modificada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (LMV), que no los definía en su redacción original.

Por *mercado* debe entenderse la confluencia de oferta y demanda sobre unos mismos bienes, lo que no implica necesariamente la reunión física en un lugar determinado. Este criterio económico tiene también su reconocimiento jurídico; el propio Tribunal Constitucional lo recoge en su S. 133/1997, de 16 de julio, al reconocer «el carácter polisémico de la palabra “mercado” que junto a un concepto genérico, abstracto y funcional, presenta una dimensión concreta, física y espacial como “centro de contratación”»<sup>(1)</sup>.

En los mercados de valores se distingue el *mercado primario* del *mercado secundario*. *Mercado primario o de emisión* es aquél en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital-deuda o a través de valores de capital-riesgo. En el primer caso se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo mientras tanto con el pago de un interés fijo. En el segundo lo que hay es un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

Entendemos por *mercado secundario* aquel donde los inversores intercambian los valores previamente emitidos. Es, pues, un mercado de realización sin cuya existencia sería difícil la del mercado primario pues difícilmente se suscribirían las emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos. Proporciona por tanto liquidez a las inversiones pero sin afectar directamente a la financiación de las mismas.

Ahora bien, tampoco debemos considerar que los mercados secundarios tienen un papel pasivo. Existe, por el contrario, una cierta interrelación entre mercados primarios y secundarios. Además del efecto liquidez existen otras interacciones. Así, los acontecimientos del mercado secundario determinan las

---

(1) Y ello para luego decir que las funciones de la CNMV operan en el mercado entendido en la primera de las dos acepciones.

bases y condiciones de las emisiones en el mercado primario. Además, el mercado secundario participa en el de emisiones a través de la negociación de los derechos preferentes de suscripción.

Por otra parte, evita a las empresas el coste de mantener la liquidez de sus valores, lo que debería hacer mediante su adquisición en una labor de contrapartida. También permite a los inversores realizar los beneficios acumulados a reservas a través de ganancias de capital.

Mercado *oficial* es aquél al que la norma le otorga tal condición. Según el art. 31 LMV en su redacción original, tendrían “la consideración de *mercados secundarios oficiales* de valores:

- a) Las Bolsas de Valores.
- b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta.
- c) Aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud de lo previsto en el art. 59”.

Este último artículo facultaba al Gobierno para que, a propuesta de la CNMV, regulase la organización y funcionamiento de estos otros mercados secundarios oficiales de valores ajustándose a los principios establecidos por la propia LMV para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta <sup>(2)</sup>.

Al amparo de estos preceptos se crearon los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones por RD 1814/1991, de 20 de diciembre y, de acuerdo con el mismo, surgen *MEFF, Renta Fija* y *MEFF, Renta Variable* autorizados por sendas Órdenes Ministeriales de 8 de julio de 1992.

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 DSI) <sup>(3)</sup> distingue entre *mercados regulados* y *no regulados*. Los primeros, además de gozar de dicha condición por un reconocimiento expreso del Estado miembro, tienen tal carácter por cumplir unos requisitos de organización, fun-

---

(2) A tenor de la STC 133/1997, de 16 de julio (BOE 6 de agosto) “debe entenderse que los arts. 31.c) y 59 se refieren sólo y exclusivamente a los mercados secundarios oficiales de ámbito estatal, cuya creación, establecimiento y regulación corresponde al Gobierno por disposición expresa de la Ley, pero no afectan a los mercados de ámbito autonómico” [fundamento jurídico 9.A.a)].

(3) Esta Directiva constituye junto con la Directiva 93/6/CEE, sobre Adecuación del Capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión, uno de los pilares del Mercado Único de Valores.

cionamiento, admisión de instrumentos financieros a negociación, publicidad y transparencia.

Como señala MÍNGUEZ PRIETO <sup>(4)</sup>, en cuanto a la definición de mercado regulado el artículo primero de la Directiva marca los siguientes rasgos definidores:

“a) El primero de carácter objetivo, en tanto matiza que lo que caracteriza a estos mercados es que se negocie en ellos instrumentos financieros de los contenidos en el Anexo B.

b) En segundo lugar, uno de carácter formal, cual es el de la determinación a efectuar por los Estados miembros cara a concretar a los que en su estructura interna se les otorga tal carácter.

c) En tercer término, se precisa un elemento funcional como es el del funcionamiento regular del mercado.

d) En cuarto, por los hechos de que se definan en las reglas de cada Estado lo relativo al acceso y condiciones de admisión de los instrumentos financieros.

e) Finalmente, se exige el necesario cumplimiento de las normas de reporting y de transparencia preconizadas por la disposición.”

Sin embargo, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, publicada en el BOE de 17 de noviembre, y cuyo objeto fundamental es transponer al derecho interno la DSI <sup>(5)</sup>, sigue con la distinción, más arraigada en nuestro ordenamiento, entre mercados *oficiales* y *no oficiales*.

El art. 4 de la Ley de reforma ha dado nueva redacción al art. 31 LMV. Empieza por establecer qué se entiende por “mercados secundarios oficiales de

---

(4) MÍNGUEZ PRIETO, Rafael: “La Directiva de Servicios de Inversión y su incidencia sobre el modelo de Mercado de Valores español”. En *Los Mercados Financieros*, Actualidad Financiera. Número monográfico. Tercer trimestre 1996, pág. 2.

(5) El fin básico de la DSI es garantizar la libre prestación de servicios y el derecho de establecimiento de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito de los Estados miembros de la Unión Europea. Para ello, como señala A. HERNÁNDEZ GARCÍA (“La reforma de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores”. Cuadernos de Información económica, nº 122, mayo de 1997, pág 86), se adopta, al igual que en el sector bancario y de seguros, el conocido “pasaporte” comunitario o “licencia única”, de modo que cualquier empresa de servicios de inversión o entidad de crédito autorizada en su país de origen, pueda actuar libremente en el resto de los Estados miembros, sin necesidad de una nueva autorización. El complemento de esta “licencia” es que se cede al país de origen la competencia de supervisión prudencial (exigencias de recursos propios, límites a las concentraciones de riesgos frente a la misma contraparte, etc.).

valores” diciendo que son aquellos que funcionan regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad. Y en su apartado 3 dice que podrán negociarse valores y otros instrumentos financieros que por sus características sean aptos para ello. Este concepto es coincidente con el que da la DSI de *mercado regulado* (art. 1.13).

Seguidamente, considera mercados secundarios oficiales de valores:

- a) Las Bolsas de Valores.
- b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, gestionado por la Central de Anotaciones.
- c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el activo subyacente, financiero o no financiero.
- d) Cualesquiera otros que, cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1 (esto, es, los que caracterizan un mercado secundario como tal), se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia <sup>(6)</sup>.

El mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF) de renta fija, que era el único mercado secundario *no* oficial existente, pasa a tener carácter oficial tras la Ley 37/1998. En efecto, de acuerdo con su disp. trans. sexta, en la primera Resolución que se publique reconociendo los mercados que tengan el carácter de mercados secundarios oficiales, se incluirán los que tengan tal carácter a la fecha de publicación de esta Ley, así como los que hubieran sido autorizados al amparo del art. 77, párrafo tercero de la LMV en su redacción dada por el art. 58 de la Ley 4/1990. De esta forma, tal como reconoce la Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, se suprime la distinción introducida en 1990, entre mercados organizados oficiales y no oficiales.

## II. BOLSAS DE VALORES

Las Bolsas de Valores vienen reguladas en el Capítulo II del Título IV de la LMV (arts. 45-54). De acuerdo con la disp. adic. primera de la LMV en su

---

<sup>(6)</sup> Este inciso referido a los mercados que autoricen las Comunidades Autónomas no se contenía en el PL 121/000027, de reforma de la LMV, publicado en el BOCG de 12 de febrero de 1997, pero fue introducido vía enmienda para dar cumplimiento a lo dicho por el Tribunal Constitucional en su S. 133/1997, de 16 de julio.

redacción original, a partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referidos a las Bolsas de Valores (29 de julio de 1989), las Bolsas Oficiales de Comercio pasaron a denominarse Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Sin embargo, la STC 133/1997 declaró no aplicable a las Comunidades Autónomas del País Vasco y Cataluña la imposición del cambio de nombre de las Bolsas existentes en sus respectivos territorios contenida en la citada disp. adic. primera. Por eso el art. 8 de la Ley 37/1998 ha dado nueva redacción a esa disposición en los siguientes términos: «A partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referidos a las Bolsas de Valores, la “Bolsa Oficial de Comercio de Madrid” pasará a denominarse “Bolsa de Valores de Madrid”, en tanto que las de Barcelona, Bilbao y Valencia conservarán su denominación de “Bolsas Oficiales de Comercio” hasta que las respectivas Comunidades Autónomas, con competencias en la materia, no varíen esa denominación. Una y otras tendrán a todos los efectos la consideración de Bolsas de Valores y les será de íntegra aplicación lo que se dispone en esta Ley para las mismas.»

Ahora bien, antes de la entrada en vigor de esta Ley de reforma se ha modificado el Estatuto de Autonomía de la Comunidad de Madrid (LO 5/1998, de 7 de julio) y ahora su art. 26.1.13 reconoce la competencia exclusiva de esta Comunidad en materia de “establecimiento de bolsas de valores”, por lo que podría plantearse algún problema.

### **1. Creación**

El art. 65 del Ccom otorgaba al Gobierno la facultad de establecer o autorizar la creación de las Bolsas de Comercio. También las sociedades constituidas con arreglo a las disposiciones de este Código podían establecerlas siempre que la facultad de hacerlo fuese uno de los fines sociales. Pero para que tuviese carácter oficial la cotización de las operaciones realizadas y publicadas en esta clase de Bolsas, era indispensable que hubiere autorizado el Gobierno dichas operaciones antes de comenzar a ser objeto de contratación pública. De esta última forma surgió la Bolsa Oficial de Bilbao, siendo primeramente Bolsa privada.

Sin embargo, el D.L. de 30 de abril de 1964 estableció, en su art. 18, que la creación de las Bolsas Oficiales de Comercio era, en todo caso, iniciativa del Gobierno, que podía establecerlas, previos los informes que estimase necesarios, en aquellas plazas en las que así lo aconsejasen el volumen y frecuencia de la contratación, la diversidad de valores y efectos objeto de la misma y la importancia de las emisiones de valores locales que en dichas plazas se realizaran. En este mismo sentido se manifestaba el art. 5 del Reglamento de Bolsas Oficiales de Comercio de 30 de junio de 1967 (RB), según el cual, las Bolsas Oficiales de Comercio sólo podían ser establecidas por el Gobierno, por su propia iniciativa o a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda previo informe del Consejo de Estado y los demás que estimase necesarios.

Esta situación se ve alterada con la aprobación de la Constitución de 1978 y los Estatutos de las Comunidades Autónomas. En efecto, el art. 149 de nuestra Carta Magna, que incluye las competencias exclusivas del Estado, no hace referencia alguna a las Bolsas ni a los Mercados de Valores. Tampoco aparece relacionada expresamente entre las “asumibles” por las Comunidades. Sin embargo, algunos Estatutos de Autonomía incluyen entre sus competencias las relacionadas con la Bolsa.

Así, el Estatuto Vasco establece como competencia exclusiva de dicha Comunidad Autónoma “el establecimiento y regulación de Bolsas de Comercio” (art. 10.29). Por su parte, el Estatuto Catalán proclama también como competencia propia “el establecimiento y ordenación de centros de valores” (art. 9.20). También lo hace así el Estatuto Gallego, en términos similares al del Catalán, para los “centros de contratación de valores” (art. 27.28) e, igualmente, el Estatuto de Andalucía (art. 13.15). Por su parte, la Ley de Reintegración y Amejoramiento del Régimen Foral de Navarra enuncia como competencia exclusiva de esta Comunidad “el establecimiento y regulación de las Bolsas de Comercio y demás centros de contratación de mercaderías y valores” (art. 44.28). El Estatuto de Canarias le atribuye “competencias de ejecución en materia de centros de contratación de mercaderías y valores, de conformidad con la legislación mercantil” (artículo 34.B.4). El de la Comunidad Valenciana reconoce a la Generalidad competencias exclusivas en materia de “establecimiento y ordenación de centros de contratación de mercaderías y valores, de conformidad con la legislación mercantil” (artículo 31.20). Y más recientemente, el de la Comunidad de Madrid (modificado por LO 5/1998, de 7 de julio) reconoce la competencia exclusiva de esta Comunidad en materia de “establecimiento de bolsas de valores” (art. 26.1.13).

De lo hasta aquí dicho cabría pensar que las competencias legislativas en materia de Bolsa están en manos de las Comunidades Autónomas que tengan competencias exclusivas en sus Estatutos. A ello contribuye la redacción poco feliz de los preceptos constitucionales. Sólo por aproximación podría incluirse en las “bases de la ordenación del crédito, banca y seguros” (art. 149, 11). Tampoco parece razonable acudir a otros preceptos como el número 13 del art. 149, cuando habla de la competencia exclusiva del Estado para establecer “las bases y la coordinación de la planificación general de la actividad económica del Estado”.

Todo esto ha llevado a la doctrina a construir la competencia estatal para la ordenación de la Bolsa en una extensión del término “crédito”, hasta identificarlo con “sistema financiero”. En parte, el propio Tribunal Constitucional ha tenido que forzar esta vía de interpretación, acudiendo también al concepto de “intereses generales” del Estado frente a los particulares de las Comunidades Autónomas, a los principios de “unidad de mercado”, o bien a que la “política

monetaria general” debe considerarse de titularidad estatal (SSTC de 28 de enero de 1982 y de 19 de octubre de 1984, entre otras).

A este respecto, es muy clarificador el fundamento jurídico 3º de la STC 133/1997, de 16 de julio, cuando señala que el concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de «sistema financiero». Por ello, “la noción de mercado de valores define una realidad distinta y mucho más amplia que aquella a la que se refieren los títulos competenciales invocados por las Comunidades Autónomas recurrentes (arts. 10.29 Estatuto de Autonomía del País Vasco y 9.20 Estatuto de Autonomía de Cataluña), que aluden, respectivamente, al «establecimiento y regulación de Bolsas de Comercio y demás centros de contratación... de valores» y al «establecimiento y ordenación de centros de contratación... de valores», en ambos casos de conformidad con la legislación mercantil”.

Así, “no es posible identificar una competencia tan específica como la relativa al establecimiento y regulación de centros de contratación de valores, y concretamente de uno de ellos, la Bolsa, con la competencia muy extensa y genérica de ordenar el mercado de valores. Ordenar el mercado de valores es mucho más que crear una Bolsa o mercado secundario equivalente, por cuanto supone disciplinar el tráfico jurídico de la oferta de ahorro y la demanda de inversión, a través de los activos financieros negociables, velando por la seguridad jurídica para que las transmisiones de esos activos sean efectivas, así como por la seguridad económica, para garantizar la solvencia a quienes acudan al mercado de valores, y atendiendo siempre a la transparencia de esas operaciones, para lo cual resulta necesario proporcionar una información adecuada sobre las mismas. Es claro, pues, que el mercado de valores es una pieza fundamental del sistema financiero y, por tanto, un elemento de capital influencia en la economía del país. Por eso, este Tribunal, al resolver una controversia competencial en torno a la titularidad de la facultad para fijar la fecha de emisión de las obligaciones de una sociedad mercantil, calificó dicha facultad de «decisión de política económica (que) desborda el ámbito estricto de la ordenación del crédito, incidiendo en el más amplio de la política monetaria y financiera» (STC 96/1984, fundamento jurídico 7.º). Mercado de valores, sistema crediticio, sistema monetario y política financiera son realidades íntimamente conectadas, que se condicionan entre sí y condicionan a su vez la política económica del Estado, todo ello, además, en el marco del principio de libre circulación de capitales que rige en la Unión Europea”.

En definitiva, esta cuestión puede considerarse resuelta por la interpretación del Tribunal Constitucional, aunque se haya visto forzado a cubrir las lagunas y defectos terminológicos de la Constitución, recurriendo a una interpretación extensiva del término “crédito”, para incluir también el “sistema financiero” y la “política monetaria” y, sobre todo, justificando esta ampliación por la necesaria unidad económica del mercado nacional.

La LMV se ocupa de esta materia en su Exposición de Motivos, y lo hace en los siguientes términos:

“La regulación de los mercados secundarios oficiales de valores y de las Bolsas de Valores, aspectos a que se acaba de hacer referencia, guarda muy especial relación con el ejercicio de las competencias en materia de centros de contratación de valores por parte de aquellas Comunidades Autónomas que las tienen reconocidas en sus Estatutos de Autonomía.

La Ley parte del irrenunciable principio de unidad de orden económico y del sistema financiero nacional, del que el mercado de valores constituye pieza esencial. Responde a la necesidad de organizar el mismo como un mercado único, condición inexcusable para su competitividad en el plano internacional. Resultaría inadecuada una solución que encaminase hacia un modelo territorialmente fragmentado, sobre todo si se tiene en cuenta el contexto europeo en el que se mueve la economía española.

Por ello, las Bolsas de Valores se conciben como piezas de un mercado de valores único e integrado. Este principio se refleja, por supuesto, en el Sistema de Interconexión, pero también —y con mayor intensidad si cabe— en la regulación unitaria de las entidades mediadoras del mercado, que podrán ejercer sus actividades en todo el territorio nacional y tendrán derecho a formar parte de cualquiera de las Bolsas, así como en la homogeneidad que se impone en cuanto a la organización de las mismas.

Todas estas consideraciones, unidas a que gran parte de los preceptos de la Ley han de ser calificados como normas de derecho mercantil, justifican los preceptos de las mismas relacionados con las Comunidades Autónomas.”

Por su parte, el art. 45 en su redacción original establecía: “la creación de las Bolsas de Valores corresponderá al Gobierno, salvo en el caso de que se trate de Bolsas de Valores ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconozca competencia al efecto. En este caso, la creación de Bolsas de Valores corresponderá a dichas Comunidades, aunque requerirá la conformidad del Gobierno de la Nación, atendiendo a los elementos y consecuencias supracomunitarias de dicha creación”. Si bien es cierto que el ejercicio de esta competencia por las Comunidades es poco probable, tampoco la solución fue muy afortunada, ya que la conformidad previa del Gobierno nacional se combina mal con la competencia exclusiva de las Comunidades Autónomas para establecer Bolsas, tal como señalan los respectivos Estatutos.

El Tribunal Constitucional en la S. 133/1997 ha podido pronunciarse a este respecto, declarando que no es aplicable a las CC.AA. de Cataluña y el País Vasco el art. 45 en el inciso “aunque requerirá la conformidad del Gobierno de la Nación, atendiendo a los elementos y consecuencias supracomunitarias de

dicha creación” (7). Por eso, la Ley 37/1998 da nueva redacción de este precepto suprimiendo dicho inciso.

Como señala JIMÉNEZ-BLANCO (8), los mercados de valores se encuentran plenamente instalados en un proceso, cuya evolución futura es imposible de predecir en todo su pormenor, pero del que son predicables dos rasgos generales sobre los que todo el mundo está de acuerdo: la inclusión de los mismos dentro del crédito y la “nacionalización” o concentración del mercado de cada país. Todo ello requiere, claro es, una legislación unitaria; y todo ello exige, también, un organismo central de supervisión. Al servicio de tales miras se encuentra la LMV y su criatura más importante, la CNMV, dotada de unos rasgos y unas potestades que no pueden ser objeto de un estudio fraccionado. El básico y capital Sistema de Interconexión Bursátil (arts. 49 a 51) debe ser canalizado, en fin, con base a los mismos parámetros.

## 2. Objeto de negociación

Los valores que genéricamente pueden ser *objeto* de negociación vienen determinados en el art. 46 de la LMV en su redacción dada por la Ley 37/1998, al establecer que éstas tendrán “por objeto la negociación de aquellas categorías de valores negociables y otros instrumentos financieros, de los previstos en el artículo 63, apartado 4, que por sus características sean aptas para ello y que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

No podrán ser negociados en ningún mercado secundario oficial distinto de las Bolsas de Valores:

- a) Las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción. La admisión a negociación de dichos valores deberá referirse, con las excepciones o limitaciones que el Gobierno establezca, a la totalidad de los emitidos.
- b) Aquellos otros valores para los que así lo determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

---

(7) FJ 9.B.a): “La concurrencia de las voluntades del Estado y de la Comunidad Autónoma para el ejercicio de una competencia sólo es constitucionalmente admisible cuando ambas voluntades resuelven sobre asuntos de su propia competencia. En el presente caso ello no es así, por cuanto que la competencia para el establecimiento de una Bolsa de Valores en su territorio corresponde en exclusiva a la Comunidad Autónoma, y por eso, la mediatización de la conformidad del Gobierno no puede convertir un acto de competencia exclusiva autonómica en un acto complejo, resultado de la concurrencia de dos voluntades, la del Estado y la de la Comunidad Autónoma.”

(8) *Derecho público del Mercado de Valores*. Centro de Estudios Ramón Areces, 1989, pág. 86.

Podrán negociarse en las Bolsas de Valores, en los términos que reglamentariamente se fijen, valores admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial. También, en los términos que reglamentariamente se fijen, podrán negociarse en otros mercados secundarios oficiales los valores de renta fija que, distintos de los señalados en la letra a) precedente, se negocien en una Bolsa de Valores.

En ambos casos se deberá prever, en su caso, la necesaria coordinación entre los servicios de liquidación respectivos”.

Con esta nueva redacción del art. 46 LMV, además de suprimir como objeto de negociación exclusivo de las Bolsas de Valores los valores que estén representados por medio de títulos, se admite que negocien en otros mercados secundarios oficiales los valores de renta fija negociados en una Bolsa de Valores siempre que no sean convertibles en acciones u otorguen derecho a su adquisición o suscripción. Por otra parte, aunque antes ya se permitía que negociasen en Bolsa valores admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial, se establecía la limitación de quedar subordinada a las normas reguladoras del mercado en que tales valores tuvieran su negociación principal. Ahora lo único que se exige es la coordinación entre los servicios de liquidación respectivos.

Este artículo 46 establece cuáles son los valores negociables en Bolsa. Dicha determinación es lo mismo que precisar el objeto posible de los contratos bursátiles, lo cual incide plenamente en la regulación del tipo de contrato mercantil que son las operaciones bursátiles. Es pues una típica materia mercantil como lo era el artículo 67 Ccom derogado por la LMV. Se trata de un extremo esencial para el régimen jurídico de las operaciones bursátiles, de relaciones jurídico-mercantiles típicas, y, por tanto, algo que pertenece a la legislación mercantil que corresponde dictar sólo al Estado. Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores concede negociabilidad en Bolsa a cierta clase de valores, desempeña una función normativa, crea un fragmento normativo que tiene carácter jurídico-mercantil, que se dicta al amparo de la competencia estatal del art. 149.1.6 de la Constitución Española [fundamento jurídico 9.B.b) de la STC 133/1997, de 16 de julio].

### **3. Régimen de administración y control**

Aunque en el régimen del Código de Comercio de 1885 cabía la posibilidad de bolsas privadas, ya hemos señalado que a partir del D.L. de 30 de abril de 1964 esta posibilidad desaparece, por lo que puede decirse que en nuestro país existía el sistema llamado de Bolsa de Estado. Frente a este modelo se encontraba el de Bolsa privada propio de los países anglosajones, que es al que ahora se acoge la LMV, sin perjuicio de la existencia de un control estatal.

Todo mercado exige un órgano rector. Pues bien, esa estructura privada a la que antes aludíamos, lleva a confiar la administración y control de las Bolsas a una sociedad anónima. Y ello en dos escalones: por una parte, una sociedad rectora de cada Bolsa de Valores y otra sociedad, llamada Sociedad de Bolsas, que gobierna y administra el Sistema de Interconexión Bursátil. No obstante, como señala GALÁN LÓPEZ <sup>(9)</sup>, “la garantía de una concepción unitaria del mercado se mantiene, dado que los órganos de gestión respectivos se interrelacionan en un esquema de participaciones escalonadas, que se inicia con la participación de los miembros de cada Bolsa en su propia Sociedad Rectora y se consuma con la participación de todas las Sociedades Rectoras de las Bolsas en la Sociedad gestora del referido Sistema de Interconexión Bursátil”.

Además, y para cerrar el sistema organizativo de las Bolsas la LMV creó un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, para cuya organización también se diseña una sociedad anónima específica.

#### A) Las Sociedades Rectoras

De acuerdo con el art. 48 LMV, las Bolsas de Valores están regidas y administradas por una sociedad anónima que es responsable de su organización y funcionamiento internos, y es titular de los medios necesarios para ello.

Estas Sociedades Rectoras se configuran con un doble carácter. De una parte, como sociedades anónimas de carácter especial y exentas de proyección financiera; de otra, como entidades a las que la LMV encomienda tareas de gobierno y dirección del Mercado, responsables, como ya he dicho, de su organización y funcionamiento. Este doble carácter ha exigido, a la hora de su regulación, un delicado equilibrio entre el respeto al régimen mercantil común de las sociedades anónimas y las necesidades especiales derivadas de los fines institucionales propios de las Sociedades Rectoras. Su regulación se encuentra recogida en el RD 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva (en adelante RD).

Aquí nos interesa analizar sus peculiaridades como sociedades anónimas, único aspecto que es objeto de reforma por la Ley 37/1998. Pero, previamente, aunque sea de forma sucinta, haremos una referencia a sus funciones como órganos de dirección de las Bolsas.

---

<sup>(9)</sup> GALÁN LÓPEZ, Carmen: “Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores” en *Derecho del Mercado Financiero* (Directores: Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas). Tomo I, vol. 1, *Entidades del Mercado Financiero. Caracterización y régimen*. Banco Central-Hispanoamericano, 1994, pág. 514.

Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores ejercen las funciones que la Ley del Mercado de Valores les asigna, así como las que en general ésta u otras disposiciones atribuyan a los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores. También ejercen las funciones que les atribuye el RD y las demás que, respetando su caracterización legal, le encomienden otras disposiciones del Gobierno, del Ministro de Economía y Hacienda, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, de las Comunidades Autónomas que tengan reconocidas competencias en la materia

Podemos distinguir las siguientes funciones: *de admisión de valores a negociación* (art. 11 RD), como establecer y hacer públicas las condiciones de admisión de valores a negociación específicas de la correspondiente Bolsa, acordar la admisión de valores a negociación en la Bolsa de que se trate que requerirá, en todo caso, la acreditación de la previa verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 32 LMV y en las disposiciones que lo desarrollen.

Nos encontramos ante el desarrollo reglamentario de un precepto de la Ley del Mercado de Valores que ha sido objeto de impugnación en los recursos de inconstitucionalidad que también se resuelven en esta sentencia. Se trata en concreto del art. 32.1, del que la STC 133/1997 ha afirmado [fundamento jurídico 9.º A.b)] que no vulnera el orden de distribución de competencias en esta materia porque, admitido que la garantía de la creación de un mercado único de valores reside en el establecimiento, de modo unitario, de los requisitos que deben reunir los valores para su admisión a negociación, es forzoso concluir que también de modo unitario ha de llevarse a cabo la supervisión del cumplimiento de dichos requisitos, por cuanto que con ello se está velando por la correcta incorporación al tráfico mercantil de los valores de que se trate, con lo que ello supone de seguridad y confianza para los futuros inversores. Que ello se atribuya a la Comisión Nacional del Mercado de Valores no menoscaba las competencias autonómicas.

Funciones de supervisión (art. 12 RD) en virtud de las cuales las Sociedades Rectoras deberán velar por la corrección y transparencia de los procesos de formación de los precios, por la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y demás actividades propias de sus respectivas Bolsas de Valores, así como, en general, por su buen desarrollo.

El art. 12 RD 726/1989 es desarrollo del art. 84 LMV, respecto al cual la STC 133/1997 ha señalado [fundamento jurídico 12.a)] que la limitación de las competencias de supervisión, inspección y sanción de las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas sobre las Sociedades Rectoras de las Bolsas ubicadas en su territorio a «las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en las mismas» no incurre en exceso competencial, porque «es lícito que una Comunidad Autónoma no pueda ejercer funciones de supervisión, inspección y sanción sobre entidades y personas físicas y jurídicas en

relación con valores que además de operar en las Bolsas de su territorio, lo hacen también en Bolsas situadas en otras Comunidades Autónomas e, incluso, fuera del territorio nacional».

Consecuentemente, la alusión de este art. 12 a las facultades de supervisión, inspección y sanción que correspondan, en su caso, a la Comunidad Autónoma respectiva ha de entenderse hecha con el mismo alcance del art. 84.2 LMV y, así interpretado, tampoco invade las competencias asumidas por la Comunidad Autónoma del País Vasco en virtud del art. 10.29 de su Estatuto Autonómico.

Funciones de vigilancia relativas a las operaciones de crédito y a plazo (art. 13 RD): Las Sociedades Rectoras deben vigilar que los miembros de sus respectivas Bolsas cumplan estrictamente la obligación de exigir a sus clientes, conforme a las disposiciones aplicables, las garantías mínimas, el complemento de garantías, y el régimen de coberturas aplicables a las operaciones a crédito y a plazo.

Funciones de recepción y difusión de información (art. 14 RD): las Sociedades Rectoras recibirán y tendrán a disposición del público, en los locales de las Bolsas de Valores, los estados financieros anuales individuales y consolidados, con los correspondientes informes de auditoría, los Balances y Cuentas de Resultados provisionales trimestrales, y la restante información que haya de suministrarse y hacerse pública por las Entidades que tengan valores admitidos a negociación en dichas Bolsas, así como de los miembros de las mismas. Además, publicarán todos los días en que se celebre sesión un Boletín de Cotización, en el que incluirán obligatoriamente cuantas informaciones determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Como señala la STC de 16 de julio de 1997, el art. 14.1 RD salva expresamente las competencias de recepción y difusión de información de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, sin la limitación que el art. 84 LMV establece para las facultades de supervisión, inspección y sanción, por lo que no puede sostenerse que desconozca las competencias de la Comunidad Autónoma Vasca, promotora del conflicto de competencias. También es cierto que los arts. 2 y 4 regulan una potestad reglamentaria de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que no puede por sí ser objeto de reproche de inconstitucionalidad, en la medida en que a través de su ejercicio se regulen normas básicas al amparo del art. 149.1.13 CE. Y en este punto conviene precisar que el establecimiento de criterios formales uniformes para la publicidad de los estados financieros de los miembros de las Bolsas de Valores y de las correspondientes cotizaciones está al servicio de la igualdad de los inversores ante la información bursátil para establecer unos niveles igualitarios de protección y, por lo tanto, también de la unidad del mercado. Siendo ello así, es incuestionable su carácter de normas básicas y por lo tanto la titularidad estatal para su establecimiento.

Funciones de dirección y administración (art. 15 RD): los miembros de las Bolsas, las Entidades que tengan en ellas valores admitidos a negociación y las demás personas o Entidades que se relacionen con las Bolsas de Valores estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopten las Sociedades Rectoras, dentro del marco de la legislación vigente, en el ejercicio de sus funciones de dirección y administración.

Cuando tales decisiones tengan por objeto la ordenación de aspectos determinados de la contratación o del funcionamiento del mercado o la fijación de requisitos o criterios en cumplimiento de una disposición legal o reglamentaria, deberán ser publicadas en el Boletín de Cotización y comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, dentro de las veinticuatro horas siguientes a su adopción. La Comisión Nacional podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que las correspondientes decisiones infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de los precios o la de protección de los inversores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la correcta aplicación por las Sociedades Rectoras de la legislación vigente y de las decisiones anteriormente referidas; pudiendo a tal fin requerir la modificación de los correspondientes acuerdos.

Tras la STC 133/1997, de 16 de julio, hay que entender que tanto las facultades de suspender y dejar sin efecto las decisiones de las Sociedades Rectoras, como ésta última de vigilancia, son competencias de titularidad exclusiva del País Vasco respecto a las situadas en su territorio. Si dicha Comunidad Autónoma tiene competencias en relación con las Bolsas de Valores (art. 10.29 Estatuto de Autonomía del País Vasco), ha de concluirse que las expresadas competencias de suspensión o cesación de efectos de los acuerdos de las Sociedades Rectoras, que rigen y administran las Bolsas de Valores, y de vigilancia y de requerimiento a ella le corresponden. Para defender la competencia estatal el Abogado del Estado invoca el art. 84 de la Ley en la medida en que las decisiones afecten a operaciones sobre valores cotizados en otras Bolsas o a través del Sistema de Interconexión Bursátil, pero ya hemos dicho [FJ 12.a)] que la necesidad de imponer en todo el territorio nacional un sistema uniforme de supervisión, inspección y sanción de las actividades en el Mercado de Valores queda garantizada con la regulación contenida en el Tít. VIII Ley del Mercado de Valores, sin que la ejecución de dicho régimen por las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, en sus respectivos territorios, suponga fragmentar el mercado. Se trata en definitiva de competencias de ejecución que, en cuanto se reducen a velar por el cumplimiento de la legislación sobre el mercado de valores, no tienen el carácter de básicas, siendo, por ello, competencia de la C.A. del País Vasco.

Funciones consultivas (art. 16 RD): las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores asesorarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, a solicitud de ésta o mediante la elevación de mociones, en todas las materias relacionadas con su ámbito de actividad y, en general, con el mercado de valores.

Pasemos ahora al estudio de las Sociedades Rectoras como sociedades anónimas. Como ya señalamos antes tienen peculiaridades específicas derivadas de su consideración de órgano rector. Señala GALÁN LÓPEZ (ob. cit., pág. 516), que este acotamiento de un régimen especial aparece justificado por el carácter no lucrativo que presentan las Sociedades Rectoras de las Bolsas y por su finalidad única de promoción en común y ordenación del mercado bursátil. A estos efectos se mantiene que nos encontramos ante sociedades órganos que son comerciantes por razón de la forma que adoptan —es decir, en tanto sociedades anónimas— pero no por razón de su actividad.

Cabe señalar, que este tipo de sociedades no son de constitución libre sino, por el contrario, obligatoria, de forma que la creación de una Bolsa implica automáticamente la constitución de la correspondiente Sociedad Rectora. Respecto a la creación de las cuatro Sociedades Rectoras existentes, ésta tuvo lugar de acuerdo con las disposiciones adicionales 3ª y 4ª dado que eran sucesoras de las Juntas Sindicales de los respectivos Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa.

Su *objeto social* principal, como dice ahora el reformado art. 48 LMV, es la organización y funcionamiento internos de la Bolsa de Valores. Esto es, dirigir y ordenar la contratación y, en general, las actividades que se desarrollen en la correspondiente Bolsa de Valores no pudiendo realizar actividad alguna de intermediación financiera. Sólo se admiten como excepción (art. 5ª.4 RD), las operaciones activas y pasivas vinculadas a la normal gestión de su patrimonio, las realizadas excepcionalmente a requerimiento judicial o las estrictamente indispensables para el mejor desarrollo de las funciones que le sean propias. Tal vez por esto último en la nueva redacción del art. 48 se ha suprimido la referencia al objeto social “exclusivo”, además de añadir que podrán desarrollar otras actividades complementarias relacionadas con las Bolsas de Valores. También se añade que podrán exigir retribución por los servicios que presten, cosa que ya ocurre hoy en la práctica.

En lo que se refiere a sus *Estatutos*, siguiendo el art. 7.3 del RD, el proyecto de los mismos, antes de la constitución de las Sociedades Rectoras, debe someterse a la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como, en su caso, de la Comunidad Autónoma con competencias en la materia. De acuerdo con la STC 133/1997, de 16 de julio, es competencia exclusiva del País Vasco la aprobación de los Estatutos de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de su territorio. Es evidente que este precepto reglamentario, que desarrolla el último párrafo del art. 48 de la Ley, disciplina una competencia de ejecución, tal y como afirma el fundamento jurídico 9.º B.d) de

esta sentencia al resolver la impugnación de dicho precepto legal. En la misma línea se reitera que no existe ninguna razón que justifique su carácter básico, por lo que debe corresponder en exclusiva, esto es, sin el concurso de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la Comunidad Autónoma del País Vasco respecto de las Bolsas radicadas en su territorio.

Las modificaciones en los Estatutos quedarán sujetas al mismo procedimiento de autorización visto para la aprobación.

El art. 7º RD continúa diciendo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, la correspondiente Comunidad Autónoma, podrá condicionar la aprobación de los Estatutos sociales y de sus modificaciones a los cambios que resulten necesarios para asegurar:

“a) El cumplimiento de la Ley del Mercado de Valores y de las disposiciones que la desarrollen y, en particular, de lo establecido en el RD 726/1989.

b) La contemplación explícita de aquellos extremos que se consideren de interés para garantizar el adecuado desarrollo de su objeto social y la inexistencia de normas ambiguas o insuficientemente desarrolladas.

c) En general, el respeto, en el ámbito de la correspondiente Bolsa, de los principios inspiradores de la Ley del Mercado de Valores.”

Por otra parte, los Estatutos sociales de las Sociedades Rectoras deberán inspirarse en los fines del mercado y en el interés común de los socios, y deberán especificar: los acuerdos de sus órganos colegiados que precisarán para su adopción mayorías cualificadas; las eventuales limitaciones de la titularidad o ejercicio de los derechos sociales, especialmente los de voto, que, de acuerdo con la legislación mercantil aplicable, se establezcan, en evitación de excesivas concentraciones del poder social, para el mejor respeto del señalado interés común de los socios.

Por lo que se refiere al *Consejo de Administración*, las Sociedades Rectoras deberán contar con uno compuesto por no menos de 5 personas y con un *Director General*, cuyas respectivas funciones serán delimitadas en los Estatutos sociales. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración, en cuya elección será de aplicación lo dispuesto en el artículo 123 de la Ley de Sociedades Anónimas, y del Director General, deberá ser aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, por la Comunidad Autónoma con competencia en la materia. Cabe destacar que el art. 4.9 de la Ley 37/1998, al dar nueva redacción al art. 48 LMV, introduce la posibilidad de que pueda existir más de un Director General. Parece que la experiencia demuestra que se exige la existencia de más de uno. De todas formas, hubiera sido suficiente con que la LMV fijara, como se pretende ahora, la existencia de, al menos, un Director General, dejando así un mayor margen de maniobra a las Sociedades Rectoras.

También existen peculiaridades en lo referente al *capital social*. Así, las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores serán nominativas y deberán estar íntegramente desembolsadas. Además, estas Sociedades tendrán como únicos accionistas a todos los miembros de la correspondiente Bolsa de Valores, distribuyéndose entre ellos el capital. En su redacción original esto se hacía en proporción al nivel mínimo de recursos propios legalmente exigible de cada uno de ellos, pero tras la reforma de la LMV ese capital social se distribuirá entre los miembros de las Bolsas, clasificándose a estos efectos en dos grupos, según puedan operar o no por cuenta propia. Dentro de cada grupo, a sus integrantes les corresponderá el mismo número de acciones.

La LMV en su redacción original hablaba de Sociedades y Agencias de Valores como posibles participantes en el capital social de las Bolsas; tras la reforma operada por la Ley 37/1998, el art. 48 se refiere a “miembros”. Y de acuerdo con el art. 37 de la LMV podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales: las Sociedades y Agencias de Valores, las entidades de crédito españolas, las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito<sup>(10)</sup> autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea y las de un Estado no miembro, si bien en este último caso el Ministro de Economía y Hacienda podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades.

El capital social de la Sociedad Rectora de cada Bolsa es objeto de modificación dentro de los dos meses siguientes a la aprobación de su balance anual para adaptar las participaciones en el capital de cada uno de los miembros de dicha Bolsa, con el fin de hacer efectivo el derecho a la incorporación de las Entidades que hubieran manifestado su voluntad de adquirir la condición de miembro, el cese de quienes ya ostentaran esa condición.

Con objeto de posibilitar dicha adaptación, se procederá por las Sociedades Rectoras a aumentar o reducir capital en la medida necesaria. Para los aumentos o reducciones de capital a que se refiere este párrafo bastará con el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación lo dispuesto en los artículos 75 a 79<sup>(11)</sup>, 158<sup>(12)</sup> y 164 a 166<sup>(13)</sup> de la Ley de Sociedades Anónimas. En el

---

<sup>(10)</sup> La previsión de que las entidades de crédito, cualquiera que sea su nacionalidad, puedan ser miembros de las Bolsas de Valores no entrará en vigor hasta el 1 de enero del año 2000.

<sup>(11)</sup> Regulan la adquisición de acciones propias. Es lógica esta exclusión ya que una de las vías para dar entrada o salida a quienes desean ser socios de la Rectora será la compra o venta de las acciones por la propia sociedad ya que no se contempla, como ocurría antes, la posibilidad de que sean los accionistas quienes compren o vendan acciones.

<sup>(12)</sup> Requisitos referentes al derecho preferente de suscripción.

<sup>(13)</sup> Sobre la oposición de los acreedores ordinarios a la reducción de capital.

caso de reducción de capital, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones responderán, hasta el importe de las mismas y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por la Sociedad con anterioridad a la reducción.

Para todos estos casos, establecía la redacción originaria de la LMV que el precio de las acciones sería el valor teórico que resultase del último balance aprobado. Sin embargo, la Ley 37/1998 deslegaliza esta materia, señalando que este precio se determinará y revisará periódicamente en la forma que reglamentariamente se establezca.

A este respecto sólo resta decir que los aumentos o reducciones de capital que no guarden relación con el proceso de adaptación de participaciones, estarán sujetos al régimen general de la Ley de Sociedades Anónimas, con la salvedad de que las acciones que se emitan sólo podrán ser suscritas por los accionistas, y deberán serlo en la misma proporción que éstos ostentaran en el momento de adoptarse los pertinentes acuerdos.

Para concluir hay que señalar que las Bolsas de Valores, en cuanto sociedades anónimas, están sometidas, además de a las normas de carácter general, a normas contables, de estados financieros y auditoría de sus cuentas específicas. La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989 habilitó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer los registros, las normas contables y los modelos de estados financieros de los organismos rectores de los mercados bursátiles, así como el contenido mínimo de las auditorías de cuentas y del informe correspondiente a que deben someter sus cuentas anuales y dictar normas sobre su publicidad.

Mediante la Circular 1/1990, de 31 de enero, modificada por la Circular 4/1990, de 18 de junio, se regula la forma, detalle, frecuencia y plazo de rendición de los modelos reservados y públicos de los estados financieros de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, así como de las cuentas anuales concordantes con ellos, sin perjuicio de la posterior adaptación que para la prestación de las cuentas anuales, pudiera establecerse, de acuerdo con el desarrollo reglamentario del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Asimismo, se regula el contenido mínimo de la auditoría de cuentas a que deben someterse las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la publicidad que se hará de la misma. Adicionalmente se solicita a estas Entidades que presenten un informe especial complementario al de carácter general mencionado anteriormente, preparado por sus auditores, en el que éstos pongan de manifiesto sus conclusiones sobre determinadas actuaciones que se solicitan, expresen el alcance de las pruebas efectuadas y los criterios de materialidad aplicados en la revisión de las cuentas y se incluyan ciertas informaciones consideradas de interés para la CNMV.

B) La Sociedad de Bolsas

La Sociedad de Bolsas, sociedad anónima constituida por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, tiene a su cargo la dirección y administración del Sistema de Interconexión Bursátil, del que es Organismo rector. Le corresponde dirigir y ordenar la contratación a través del Sistema de Interconexión Bursátil y las actividades que en él se desarrollan, su supervisión, la organización de sus servicios y la titularidad de los medios precisos para su funcionamiento. El Sistema de Interconexión Bursátil y la Sociedad de Bolsas vienen regulados en los arts. 49 a 52 LMV y 18 a 22 del RD 726/1989, de 23 de junio y la Ley 37/1998 no realiza modificación alguna de este régimen.

Como en el caso de las Sociedades Rectoras, la Sociedad de Bolsas se configura con un doble carácter: como órgano rector del Sistema y como sociedad anónima especial. En cuanto a su primer carácter ejerce funciones también similares a las que se asignan a las Sociedades Rectoras de las Bolsas. En concreto, además de las funciones que la LMV le asigna, así como las que en general ésta u otras disposiciones del Gobierno, del Ministro de Economía y Hacienda, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, de las Comunidades Autónomas que tengan reconocidas competencias en la materia, le encomienden, podemos señalar:

*Funciones de supervisión:* vigilancia de la corrección y transparencia en los procesos de formación de los precios y observancia de las normas aplicables a la contratación.

*Funciones de dirección y administración* sobre las Entidades que tengan valores admitidos a negociación en el Sistema de Interconexión Bursátil.

*Funciones de recepción y difusión de información:* recepción y puesta a disposición del público de los estados financieros y restante información que haya de suministrarse por las Entidades que tengan valores admitidos a negociación en el Sistema de Interconexión Bursátil, así como la publicación diaria de un Boletín de Cotización referente a los valores admitidos a dicho sistema.

En cuanto sociedades anónimas especiales ofrece, si cabe, aún más peculiaridades que las Sociedades Rectoras de las Bolsas. De acuerdo con el art. 50 LMV, el *capital* de la Sociedad de Bolsas se distribuirá por partes iguales entre las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, estará desembolsado íntegramente y se representará por medio de acciones nominativas. Esta participación igualitaria de las Bolsas separa la condición de operador del mercado interconectado y la de socio de su Organismo rector, lo que, como dice la exposición de motivos del RD 726/1989, asegura la presencia en el Sistema de todas las partes interesadas, pero no refleja suficientemente el papel de cada una en la operativa efectiva en el mercado. Como señala GALÁN LÓPEZ (ob. cit., pág. 537), “quienes lo utilizan no son quienes lo gobiernan”.

Los *Estatutos* de la Sociedad de Bolsas, sus modificaciones y la designación de los miembros de su Consejo de Administración requerirán la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previo informe de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia. La aprobación de los citados Estatutos o de sus modificaciones podrá condicionarse a los cambios que resulten necesarios para asegurar lo previsto en el número 3 del artículo 7º del RD 726/1989 ya visto para las Sociedades Rectoras <sup>(14)</sup>.

Su *Consejo de Administración* estará formado por un representante designado por cada una de las Sociedades Rectoras y un miembro más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría de aquéllas.

Para concluir sólo resta decir que la Sociedad de Bolsas, al igual que las Bolsas de Valores, en cuanto sociedades anónimas, están sometidas, además de a las normas de carácter general, a normas contables, de estados financieros y auditoría de sus cuentas específicas. La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989 habilitó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer los registros, las normas contables y los modelos de estados financieros de los organismos rectores de los mercados bursátiles, así como el contenido mínimo de las auditorías de cuentas y del informe correspondiente a que deben someter sus cuentas anuales y dictar normas sobre su publicidad.

Una vez constituida la Sociedad de Bolsas el 26 de febrero de 1990 conforme a lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, mediante la Circ. 3/1990, de 23 de mayo, se regularon las normas contables aplicables a la misma, así como la forma en que deberán remitir a la CNMV los modelos de estados financieros públicos y reservados, los modelos de estados complementarios y las auditorías a que debe someterse. Esta Circular establece unos modelos de remisión de información específicos para la Sociedad de Bolsas, titular de los medios necesarios para el funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil y órgano rector del mismo, eliminando algunos otros de los exigidos a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en la Circular 1/1990, que no le son de aplicación y remitiendo en todo lo demás a las normas vigentes para las mismas, sin perjuicio de la posterior adaptación que para la presentación de las cuentas anuales se pudiera establecer de acuerdo con el desarrollo reglamentario de la Ley de Sociedades Anónimas.

---

<sup>(14)</sup> Esto es, cumplimiento de las disposiciones que afectan al mercado de valores, garantía del adecuado desarrollo de su objeto social y, en general, el respeto a los principios de la LMV.

C) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

El art. 54 LMV exigía la constitución de una sociedad anónima que con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), y que de acuerdo con la nueva redacción de este precepto tras la Ley 37/1998, tendrá por funciones:

- a) Llevar el Registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.
- b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de las operaciones ordinarias <sup>(15)</sup> realizadas en una Bolsa de Valores.
- c) Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ello sin perjuicio de que respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispusieran la creación por la Sociedad Rectora de aquélla de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, el cual tendrá las facultades que la LMV atribuye al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

El SCLV debe actuar bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados. No puede realizar ninguna actividad de intermediación financiera ni las actividades citadas en el art. 63, salvo la citada en la letra a) <sup>(16)</sup> de su número 2, y se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en los servicios de compensación y liquidación, todo ello con las excepciones, estrictamente limitadas a lo que resulte indispensable para el desarrollo de sus funciones, que establezca el Gobierno.

---

<sup>(15)</sup> Esta concreción respecto a las operaciones ordinarias se hace en coherencia con la nueva redacción del art. 36, de acuerdo con el cual tendrán la consideración de operaciones ordinarias las realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial. Se considerarán operaciones extraordinarias las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial.

<sup>(16)</sup> Las actividades citadas en este artículo son las que se consideran “servicios de inversión”. La establecida en la letra a) se refiere al depósito y administración de instrumentos financieros comprendiendo la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.

Con objeto de desarrollar todos estos aspectos se dictó el RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

La Sociedad SCLV se configura con un doble carácter. De una parte, como sociedad anónima de carácter especial; de otra, como entidad a la que la LMV y el RD 116/1992 encomienda la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores. Este doble carácter ha exigido, a la hora de su regulación, como en el caso de las Sociedades Rectoras y de la Sociedad de Bolsas, un delicado equilibrio entre el respeto al régimen mercantil común de las Sociedades anónimas y las necesidades especiales derivadas de los fines institucionales propios del SCLV.

Como tal servicio desarrolla una serie de funciones que podemos clasificar en generales, de supervisión, de dirección y administración y consultivas.

*Funciones generales:* La compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores sólo podrá ser gestionada por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, sin perjuicio de lo previsto en el párrafo 2º del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores.

El Servicio llevará el registro contable correspondiente a los valores representados mediante anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, así como el de aquéllos respecto de los que esté solicitada o vaya a solicitarse la admisión. También podrá llevar el registro contable de otros valores no admitidos a negociación en Bolsa.

*Funciones de supervisión:* El Servicio deberá velar por la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las Entidades adheridas y por la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles.

*Funciones de dirección y administración:* Las entidades adheridas y las Entidades implicadas en la compensación y liquidación de valores estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopte el Servicio en el marco de las funciones que le atribuyen la Ley del Mercado de Valores y el RD 116/1992 y, en particular, su Reglamento de organización y funcionamiento de 28 de abril de 1992.

Cuando estas decisiones puedan afectar a la ordenación de los procesos de compensación y liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, el Servicio deberá comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente en el plazo máximo de las veinticuatro horas siguientes a su adopción y publicarlas en los Boletines de Cotización de las Bolsas de Valores. Dichas Entidades públicas podrán suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estimen que dichas decisiones infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado de-

sarrollo de la compensación y liquidación de acuerdo con los principios que deben inspirarlas.

*Funciones consultivas:* El Servicio asesorará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, a solicitud de éstas o mediante elevación de mociones, en todas las materias relacionadas con la compensación y liquidación de valores y con la llevanza de los registros contables.

Como ya hemos señalado anteriormente, el SCLV se configura como una persona jurídica privada bajo la forma de sociedad anónima. Como tal y con carácter previo a su constitución, el proyecto de *Estatutos* se someterá a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al mismo procedimiento se sujetarán las modificaciones de los Estatutos.

Los Estatutos sociales del Servicio deberán inspirarse en los fines del mercado y en el interés común de los socios y especificar los acuerdos de sus órganos colegiados que precisan para su adopción mayorías cualificadas y las eventuales limitaciones de la titularidad o ejercicio de los derechos sociales, especialmente, los de voto, que, de acuerdo con la legislación mercantil aplicable, se establezcan, en evitación de excesivas concentraciones del poder social.

En cuanto a su *capital social*, las acciones del Servicio serán nominativas y deberán estar íntegramente desembolsadas desde su fundación y serán accionistas del Servicio las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y las Entidades adheridas<sup>(17)</sup>, con dos salvedades en cuanto a estas últimas:

a) Las Entidades adheridas que ostenten la condición de miembro de alguna Bolsa de Valores y que no formen parte de un grupo al que pertenezcan también Entidades adheridas no miembros podrán optar por participar en el capital del Servicio tan sólo indirectamente, a través de su participación en el capital de las correspondientes Sociedades Rectoras;

---

(17) Respecto a las Entidades que pueden adherirse al SCLV, véanse los arts 76 y ss. RD 116/1992. Con el fin de facilitar la adhesión de las entidades al Servicio, evitando establecer elevadas exigencias en materia de inversión en equipos o desarrollos informáticos que pudieran crear discriminación entre entidades, se ofrecen en los contratos de adhesión diferentes modalidades de participación en el régimen de Servicio.

Conforme a dichas opciones, una entidad puede autorizar a otra entidad adherida para que realice la llevanza de su registro de anotaciones por cuenta de aquélla. Sin embargo, la entidad que autoriza a una tercera no se exime de sus responsabilidades frente al Servicio ni frente a terceros, constituyéndose a pesar de la mencionada autorización en entidad adherida del Servicio pero liberándose de los costes fijos que exige contar con los medios técnicos necesarios, a cambio de los correspondientes costes variables de subcontratación de un servicio (ORTEGA FERNÁNDEZ, R. y MÁRQUEZ DORSCH, A.: "Implicaciones del Mercado Único de valores sobre el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores". En *Mercado de Valores y Mercado Financiero único*. Perspectivas del Sistema Financiero, nº 49, 1995, pág. 60.)

b) En ningún caso podrá participar directamente en el capital del Servicio más de una Entidad adherida en el supuesto de grupos económicos de los que formen parte varias de ellas.

La participación de las Sociedades Rectoras representará un 40 por 100 del capital del Servicio, distribuyéndose entre ellas en los términos que acuerden, que deberán tomar en consideración el volumen de contratación respectivo; en defecto de acuerdo, se estará a lo que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No obstante, dicho 40 por 100 se verá minorado con la deducción del porcentaje que represente el conjunto de las participaciones directas de las Entidades a que se refiere la letra a). El porcentaje que se asignará a éstas vendrá determinado por la proporción que represente el volumen de las operaciones liquidadas con su participación en relación con el volumen total liquidado durante el ejercicio inmediatamente anterior a la fecha en que haya de tener lugar la asignación.

El 60 por 100 restante del capital se distribuirá, con la limitación establecida en la letra b), entre las Entidades adheridas distintas de las comprendidas en su letra a). Dicha distribución se producirá en proporción al volumen global de las operaciones liquidadas con la participación del conjunto de Entidades adheridas integradas en el grupo respectivo durante el ejercicio inmediatamente anterior a la fecha en que haya de tener lugar la distribución.

El *capital social* deberá experimentar *modificaciones* con carácter obligatorio. Dentro de los dos meses siguientes a la aprobación de sus cuentas anuales, el Servicio procederá a adaptar las participaciones en su capital de cada uno de sus accionistas, con el fin de hacer efectiva la incorporación de nuevas Entidades, las salidas que procedan y las alteraciones derivadas de la variación en la participación relativa de las Entidades o sus grupos en el volumen total liquidado durante el ejercicio anterior. El resultado de este proceso de adaptación será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Con objeto de posibilitar las adaptaciones procedentes, se procederá por el Servicio a aumentar o reducir su capital en la medida necesaria, salvo que se opte por hacerla efectiva mediante la compra o venta por la sociedad de sus propias acciones. Para todo ello será suficiente el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación lo dispuesto en los artículos 75 a 79, 158 y 164 a 166 de la Ley de Sociedades Anónimas. En el caso de reducción de capital, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones o condonados sus dividendos pasivos responderán, hasta el importe de los mismos y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por el Servicio con anterioridad a la reducción. En estos casos el precio de las acciones se determinará y revisará periódicamente en la forma que se establezca reglamentariamente.

Los aumentos y reducciones de capital que no guarden relación con el proceso de adaptación de participaciones estarán sujetos al régimen general

establecido en la Ley de Sociedades Anónimas, con la salvedad de que las acciones que se emitan podrán ser suscritas únicamente por los accionistas y en la misma proporción que éstos ostentaran en el momento de adoptarse los correspondientes acuerdos.

En cuanto a sus órganos de administración, el Servicio deberá contar con un *Consejo de Administración* compuesto por no menos de cinco personas y con un *Director general*, cuyas respectivas funciones serán delimitadas por los Estatutos sociales.

El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director general deberán ser aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A las reuniones del Consejo de Administración podrá asistir un delegado nombrado por la CNMV. Dicho delegado podrá solicitar del Presidente del Consejo de Administración la convocatoria de éste y la inclusión de puntos en el orden del día de sus reuniones.

Por último, la Ley 37/1998 introduce tres nuevos párrafos en el art. 54 de la LMV. En el séptimo se recoge la fianza colectiva cuya regulación se remite a un posterior desarrollo reglamentario. Se enmarca así la fianza colectiva dentro del régimen que le es más propio, esto es, en el de la liquidación, ya que su objeto es garantizar entre las entidades adheridas al SCLV, no frente a los clientes, el cumplimiento de las operaciones pendientes de liquidación. Obsérvese que la Ley de reforma impone esta obligación a las entidades adheridas mientras que la redacción original del art. 75 de la LMV hablaba de Sociedades y Agencias de Valores que ostentasen la condición de miembro de alguna de las Bolsas de Valores, aunque el art. 61 RD 116/1992 ya añadía “las demás entidades adheridas”.

Los dos últimos párrafos del art. 54 se destinan a recoger los supuestos de insolvencia de una entidad adherida al SCLV de forma que en los casos de declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad adherida, el Servicio dé derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas a favor del mismo. En todo caso, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal de la entidad en cuestión. Las mencionadas garantías sólo serán impugnables al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, esto es, retroacción de la quiebra, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución de la garantía.

Declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus

registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. De igual forma los titulares de tales valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores. A estos efectos, tanto el juez competente como los órganos del procedimiento concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. La existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta.

# EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES. ¿UNA REFORMA PENDIENTE?

REYES PALÁ LAGUNA

*Profesor Titular de Derecho mercantil  
Facultad de Derecho de Zaragoza*

---

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. EL ESTADO DE LA CUESTIÓN.
- III. VIABILIDAD DE UN SEGUNDO MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA.
- IV. RECIENTES SEGUNDOS MERCADOS CREADOS EN EUROPA.
- V. NOTAS A LA NORMATIVA SOBRE SEGUNDOS MERCADOS EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS.

---

## I. INTRODUCCIÓN

Los segundos mercados de valores no ha sido objeto de mucha atención en España desde la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante, LMV). Regulados en 1986, su normativa no ha sido modificada <sup>(1)</sup>. Cierto es que los emisores, ante su escaso atractivo e importan-

---

(1) Ello no es un fenómeno aislado: sucede lo mismo, aunque en menor medida, con el régimen jurídico de las admisiones de valores a negociación en Bolsa, y ello a pesar de que la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ha dado nueva redacción al art. 32 LMV, dedicado a la admisión de valores a negociación en mercados secundarios oficiales. La equiparación de los requisitos de admisión a los de las emisiones *públicas* de valores ha desaparecido en esta nueva redacción. En el art. 32.2 LMV se delega en el legislador reglamentario el establecimiento de los requisitos y procedimiento en materia de admisión, reglamento que aún no ha sido objeto de promulgación. Seguimos, pues, a la espera del desarrollo reglamentario de este precepto, al igual que sucedió en 1988.

cia hasta la fecha, no se han interesado por estos mercados, pero no lo es menos que el legislador tampoco ha mostrado mayor interés por impulsar estos canales de negociación de los valores emitidos por medianas empresas. En la actualidad, y ante la prevalencia en Europa del modelo autorregulador (un ente asociativo, normalmente sociedad anónima, como organismo rector del mercado que establece sus propias normas de admisión y funcionamiento, siempre, eso sí, respetando el marco legal), parece prudente esperar a que sea la iniciativa privada la que comience a desarrollar estos mercados. Sin embargo, la promulgación de la LMV hubiera sido una buena oportunidad para, al menos, sentar las bases de su futuro desarrollo, como sucedió, por ejemplo, con los mercados de futuros y opciones.

El término “segundo mercado” surge como contraposición a “primer mercado bursátil” en las Bolsas de Valores. Con él se pretende designar un ámbito especial de negociación de determinados valores, con unas normas de admisión y permanencia que establecen unos requisitos inferiores a los del “primer mercado” o Bolsa. En la actualidad, y ante la realidad del Sistema de Interconexión Bursátil o mercado continuo, más correcto sería sustituir el término “segundo mercado” por el de “tercer mercado”, o mercado en el que se negocian valores de empresas de menor tamaño y volumen de cotización que aquellas que participan en el SIB o mercado continuo y en el primer mercado bursátil. Por ello, y en teoría, el segundo mercado debería abarcar también normativa propia en lo que respecta a la admisión de valores a negociación y al mercado secundario.

Pues bien, el segundo mercado de las Bolsas de Valores españolas existe. Aunque más correcto sería decir que “subsiste”, como un mercado marginal respecto al Sistema de Interconexión Bursátil, e incluso, respecto a los de las cuatro Bolsas españolas <sup>(2)</sup>.

## II. EL ESTADO DE LA CUESTIÓN

La creación de los segundos mercados ha de enmarcarse en la adhesión de España a las Comunidades Europeas y en las medidas gubernamentales en favor

---

(2) Así, en los seis primeros meses de 1999, en el mercado continuo (SIB) de renta variable se contrató por importe de 146.674.038 M.Euros; en el mercado de viva voz (corros), el volumen ascendió a 1.546.248 M.Euros, y en el segundo mercado, únicamente 7.609 M.Euros (FUENTE: CNMV. *Informe mensual de los mercados de valores*, núm. 86, junio de 1999, p. 1). En el año 1998, 18 valores distintos se negociaron en el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona, 8 en el de la Bolsa de Bilbao, 3 en el de Madrid, y dos en el de Valencia, con una capitalización total de 29.996 millones de pesetas (FUENTE: CNMV. *Informe anual sobre los mercados de valores*, Madrid 1998, pág. 168).

de una mayor liberalización y ampliación de los mercados financieros (aunque en España, y desde 1982, existía el Segundo mercado de la Bolsa de Barcelona <sup>(3)</sup>). De los mercados de valores europeos, se importa el modelo del que se conoce en Francia como *Second marché* (en la actualidad en vías de extinción <sup>(4)</sup>). A la vez que se regulan las sociedades y fondos de capital-riesgo, se estima oportuno que éstas coticen en “el Segundo Mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio” <sup>(5)</sup>. El Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija (B.O. 15-4), indica en su Exposición de motivos que “se considera conveniente la creación de un segundo mercado en las *Bolsas Oficiales de Comercio* que adecue las exigencias de acceso al mismo, las condiciones de permanencia y las obligaciones formales a las características de la pequeña y mediana empresa”, todo ello en el marco de la reforma del sistema financiero para facilitar la canalización del ahorro hacia la financiación empresarial <sup>(6)</sup>. Sin embargo, este mercado no ha tenido

---

(3) La Bolsa de Barcelona, con base en los arts. 161 y 162 del Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, creó un segundo mercado bursátil que comenzó a funcionar el 22 de diciembre de 1982. (V. ARANDA, F./MARTÍNEZ, R./CORONA, J.F., *El segundo mercado. Una fuente de financiación para la pyme*, Gestión 2000, Barcelona, 1989, pp. 74 y ss.).

(4) El *Second marché* se inauguró el 1 de febrero de 1983 con buenos resultados. A finales de los 80 aparecían inscritas en él casi 300 sociedades (v. JAFFEUX, C., *Bourse et financement des entreprises*, Dalloz, París, 1994, p. 79; De VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit de la Bourse*, Litec, París, 1994, pp. 165-166; RIPERT G./ROBLOT, R., *Traité de Droit Commercial*, t. II, 14<sup>a</sup> ed, LGDJ, París, 1994, pp. 72-73; PEZARD, A., *Droit des marchés monétaire et boursier*, J.N.A., París, 1994, pp. 189 y ss.). Sin embargo, la creación del *Nouveau Marché* en 1996 ha supuesto, en la práctica, la absorción del primero por este último.

(5) “Cuando éstos se constituyan” (art. 17 RD-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales). En su art. 21 se señala que los títulos y participaciones que coticen en estos mercados serán aptos para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa. Sin embargo, no se equiparó el régimen fiscal.

(6) Se dice además en el párrafo segundo de la Exposición de motivos de este Real Decreto que la integración del mercado español en el europeo hace especialmente oportuna la medida de ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales para aquellas pequeñas y medianas Empresas que por su dinamismo e iniciativa necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo”. Del RD 710/1986 y de la OM de desarrollo de 26 de septiembre de 1986 nos dio noticia SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en los núms. 22 y 26 de 1986 de la RDBB (pp. 431 y ss. y 893 y ss., respectivamente).

mucho éxito desde su creación <sup>(7)</sup>. Entre otras causas del fracaso, no debe olvidarse que el segundo mercado —con excepción del de la Bolsa de Barcelona— fue creado a iniciativa estatal, y no de las Bolsas de Valores o de las empresas españolas. Esto, junto con la ausencia de beneficios fiscales para los valores en él negociados, nos permite explicar en parte el malogro de este mercado <sup>(8)</sup>.

Años después, el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, recoge las mismas ideas: “uno de los problemas más importantes que sufren las pequeñas y medianas empresas (PYMES) es la dificultad para acceder a una financiación adecuada a sus necesidades. La falta de acceso directo al mercado de capitales, la insuficiencia de garantías ante las entidades de crédito y la carencia de información y asesoramiento, contribuyen a que las PYMES tengan un menor acceso a la financiación ajena y que, dentro de ésta, dependan en mayor medida de la financiación bancaria, cuyos costes financieros son habitualmente más elevados. Por todo ello resulta conveniente el diseño de una estrategia que facilite la financiación de este tipo de empresas, bien a través de la potenciación de los recursos propios, bien estableciendo un acceso más fácil y menos costoso a los ajenos. Las medidas que con esta finalidad se contienen en el presente Real Decreto-Ley permitirán a las PYMES la negociación bursátil de valores, tanto de renta fija como variable, que las mismas emitan...”.

Se huye ya de la expresión “segundo mercado” para referirse, en su art. 15, a la posibilidad de establecer “ámbitos especiales para la negociación bursátil de valores, tanto de renta fija como de variable, que las citadas empresas emi-

---

(7) V. FERNÁNDEZ ARMESTO, J./DE CARLOS BELTRÁN, L. de, *El derecho del mercado financiero*. Civitas, Madrid, 1992, p. 512; CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del mercado de valores*, t. I, Dykinson, Madrid, 1993, p. 71; MARTÍNEZ CERESO, R., “El Segundo mercado”, en AA.VV., *Curso de Bolsa y mercados financieros* (dir., Sánchez de Valderrama), Ariel, Barcelona, 1996, pp. 366 y 376-377; NAVAS LÓPEZ, J.E., “La PYME y el segundo mercado bursátil”, *Ac. Financiera*, 26, 1988, pp. 1282-1283; TAPIA HERMIDA, A., “La financiación de la sociedad de responsabilidad limitada (con especial referencia a los arts. 9 y 10)”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Estudio sistemático de la Ley 2/1995*, t. I, McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 95.

(8) Aparte de razones económicas. El pequeño inversor nunca se ha visto atraído por estos mercados y ha preferido siempre invertir en el primer mercado bursátil. Elementales razones de liquidez están en la base de esta opción. El segundo mercado, en principio, parece un mercado reservado a los inversores institucionales y profesionales que buscan nuevas inversiones con un nivel de riesgo, en teoría, mayor que el que existe en las empresas que cotizan en el SIB o mercado continuo.

tan”<sup>(9)</sup>. Pues bien, para esos “ámbitos especiales” se prevé en el art. 15.2 la posibilidad de que el Gobierno establezca excepciones a lo dispuesto en la LMV, “sin menoscabo de la obligación de información prevista” en el art. 26 LMV, “y de los demás principios y normas de conducta consagrados en la citada Ley”, así como, en su caso, en la disp. ad. 1ª del TRLSA<sup>(10)</sup>.

La disposición final segunda de la citada Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, autoriza al Gobierno para elaborar un texto refundido de la LMV, al que ha de incorporarse, entre otras normas, precisamente este art. 15 RD-Ley 3/1993. El carácter general de su disposición derogatoria única<sup>(11)</sup>, hace que nos inclinemos por no entender derogada la normativa sobre el segundo mercado<sup>(12)</sup>. Por otra parte, la disposición adicional séptima de la Ley 37/1998 modificó el art. 48.1.a) de la derogada Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, en el sentido de equiparar el

(9) Para la renta variable, recordemos la exclusividad de que goza la Bolsa en lo que respecta a la negociación de acciones [art. 46 a) LMV]. El nuevo art. 46 LMV establece en su párrafo tercero la posibilidad de que se negocien, en los términos que reglamentariamente se fijen, en otros mercados secundarios oficiales, los valores de renta fija que se negocien en una Bolsa de Valores (con excepción de los valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, que habrán de negociarse necesariamente en Bolsa).

(10) Un comentario a este art. 15 puede verse en PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, pp. 273-274.

(11) “Queda derogado el actual artículo 86 bis de la Ley 24/1988, así como cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en la presente Ley”. No hay que olvidar que la disp. ad. 3ª de la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (B.O. de 22 de julio de 1993), se remite, para los modelos de folleto completo de admisión de valores a la negociación en el “segundo mercado de las Bolsas españolas” al Anexo de la Orden de 26 de septiembre de 1986, sobre desarrollo del Real Decreto 710/1986.

(12) Es más, el art. 2 de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras alude expresamente al “primer mercado de las Bolsas de Valores”, precisamente para delimitar el objeto social de las sociedades de capital-riesgo. (Art. 2.1: “Las Sociedades de Capital-Riesgo son Sociedades Anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores”). Por otra parte, el término “primer mercado” aparecía ya en la nueva redacción que al art. 12.2 del RD-Ley 1/1986, de 24 de marzo, de Medidas Administrativas, Financieras, Fiscales y Laborales, dio el art. 17 del RD-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de Carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica: “Se considerarán Sociedades de Capital-Riesgo (SRC) aquellas cuyo objeto social principal sea la promoción, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras que no cotizan en el primer mercado de las Bolsas de Valores ni en ningún mercado secundario organizado y que no estén participadas en más de un 25 por 100 por empresas que cotizan en dichos mercados o que tengan la consideración de entidad financiera...”.

tratamiento fiscal de las plusvalías y minusvalías de los valores que se negocian en los mercados secundarios oficiales y en los segundos mercados: (“A los efectos de lo dispuesto en el párrafo anterior han de entenderse por mercados secundarios oficiales de valores, además de los previstos expresamente en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los Segundos Mercados para Pequeñas y Medianas Empresas de las Bolsas de Valores españolas ya existentes *o que se creen en el futuro*” (cursiva nuestra). Esto es, a efectos fiscales, los segundos mercados tienen la consideración de mercados secundarios oficiales. Se trata evidentemente de una medida de fomento de tales mercados. Pero esta calificación del legislador fiscal calificación que desafortunadamente ha desaparecido en la nueva Ley del IRPF (Ley 40/1998, de 9 de diciembre), también deberíamos aplicarla, en nuestra opinión, al ámbito mercantil. La Ley 37/1998, de reforma de la LMV, da nueva redacción al art. 31.1 LMV, e introduce el concepto de mercado secundario oficial: “son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad”. Por tanto, no vemos razón para negar a los segundos mercados el carácter de mercados secundarios oficiales, ya por esta vía (se ajustan a lo previsto en la LMV), ya por entenderlos un segmento especial de la negociación bursátil, a pesar de que no aparezcan expresamente en el listado de mercados secundarios oficiales que ofrece el art. 31.2 LMV.

En definitiva, se le dé la denominación que se quiera, parece conveniente el establecer un marco de negociación para los valores emitidos por las PYMES —o mejor, para las medianas empresas<sup>(13)</sup>— al que puedan éstas acudir para

---

(13) Teniendo en cuenta la amplitud del concepto de “pyme” que se maneja en la Comunidad Europea, parece lógico que en España las medianas empresas adopten el tipo social de la anónima. En el Anexo de la Recomendación formulada por la Comisión de las Comunidades Europeas, referida a la definición de PYME utilizada en las políticas comunitarias aplicadas dentro de la Comunidad y el Espacio Económico Europeo, de 3 de abril de 1996 (DOCE L. núm. 107/8 de 30 de abril de 1996), se establece que se entiende por PYMES aquellas empresas (a) que empleen a menos de 250 personas, (b) cuyo volumen de negocio anual no exceda de 40 millones de ecus —o cuyo balance general anual no exceda de 27 millones de ecus—, y (c) que sean independientes, esto es que el 25% o más de su capital o de sus derechos de voto no pertenezca a otra empresa, o conjuntamente a varias empresas que no respondan a la definición de PYME. En el propio anexo se establecen las excepciones al umbral del 25%, que podrá superarse: a) si la empresa pertenece a sociedades públicas de participación, sociedades de capital riesgo o a inversores institucionales, siempre que éstos no ejerzan, individual o conjuntamente, ningún control sobre la empresa, o b), si el capital está distribuido de tal forma que no es posible determinar quién lo posee y si la empresa declara que puede legítimamente presumir que el 25% o más de su capital no pertenece a otra empresa o conjuntamente a varias empresas que no responden a la definición de PYME.

financiarse. La cuestión es si el tejido empresarial español es suficiente como para mantener un mercado de este tipo.

De hecho, el Gobierno popular está tratando de fomentar nuevas vías de financiación de la PYME distintas de los segundos mercados de valores <sup>(14)</sup>. Así, se ha promulgado el RD 1094/1997, de 4 de junio, sobre desarrollo del Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, en lo referente a condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados, y la Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados <sup>(15)</sup>. Otra vía para la financiación de la PYME es la que traza el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización (B.O. 15-5-98). Y por último, no hay que olvidar la Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras <sup>(16)</sup>, que pretende, con acierto, mejorar el régimen jurídico de estas entidades.

Ahora bien, el RD 1094/1997, de 4 de junio, modifica, en su disposición adicional única, el art. 32.2 del “transitoriamente” vigente Reglamento de Bolsas de 1967, dedicado a las condiciones mínimas de admisión de valores a negociación <sup>(17)</sup>. De esta manera, y con buen sentido, el legislador reglamentario no quiere cerrar la puerta al Segundo mercado de valores para las PYMES. Esto es, sin perjuicio de que se estén buscando vías alternativas al Segundo mercado para la financiación de la PYME, se modifica el art. 32 del Reglamento de Bolsas, delegando en el Ministro de Economía la facultad de establecer

---

(14) Aparte, claro es, del programa “Iniciativa PYME de desarrollo empresarial” (v. el RD 93/1997, de 20 de junio, por el que se establece el régimen de ayudas y el sistema de gestión de la iniciativa PYME de desarrollo empresarial, B.O. 11 de julio de 1997).

(15) Como indica la Exposición de Motivos de este Real Decreto 1094/1997 (B.O. 19-07), “dada la importancia en nuestro país de las pequeñas y medianas empresas, esta medida puede servir para canalizar el ahorro hacia la economía real. A principios de este año, las Instituciones de Inversión Colectiva gestionaban un patrimonio superior a los 19 billones de pesetas [n. de la a.: en julio de 1998, sobrepasaba los 32 billones]. Por ello, muy posiblemente la liberalización de la política de inversión de estas Instituciones favorecerá la financiación de nuestro atomizado tejido empresarial”.

(16) Ley 1/1999, de 5 de enero (B.O. 6 de enero de 1999).

(17) Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio; art. 32.2 “El Ministro de Economía y Hacienda, o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá variar los requisitos a que se refiere este artículo, así como establecer otros, en función de las variaciones del volumen de valores admitidos a cotización en las Bolsas de Valores, de su negociación y demás circunstancias que lo aconsejen”.

otros requisitos distintos —presumiblemente menos rigurosos— para la admisión de valores a negociación. Y en esta línea ha de ir, a nuestros efectos, el desarrollo reglamentario del art. 32 LMV.

### III. VIABILIDAD DE UN SEGUNDO MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA

Lógicamente, este segundo mercado, de crearse, ha de tener un ámbito nacional, puesto que se trata de dar liquidez y nuevas posibilidades de financiación a las medianas empresas. Cuanto mayor sea el mercado, mayores posibilidades existen de atraer a los inversores. Pero insistimos en que no se trata tanto de crear un Segundo mercado para cada una de las cuatro Bolsas españolas. La competencia que se va a instaurar entre los distintos mercados de valores europeos <sup>(18)</sup>, hace que la fragmentación de nuestros mercados carezca de sentido, al menos en términos de rentabilidad de los mercados de capitales. Ha de buscarse un mayor ámbito y tamaño de los tradicionales mercados bursátiles. De ahí la conveniencia del fomento del mercado continuo español o sistema de interconexión bursátil <sup>(19)</sup>.

Sin embargo, con ello no queremos decir que no surjan en España mercados especializados por los valores o activos financieros que en ellos se negocian. La experiencia de Barcelona en los mercados de derivados muestra la conveniencia de aumentar el volumen de dicha plaza financiera (si es que de plaza en sentido físico podemos hablar, dada la informatización de los canales de negociación), al igual que sucede con los mercados de productos derivados sobre cítricos en Valencia. Parece que lo más conveniente es establecer un mercado informatizado de ámbito europeo, al amparo de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (tipo *Tradepoint* o *Easdaq*), puesto que de este modo se va a conseguir una mayor *liquidez* de los valores en él negociados.

---

<sup>(18)</sup> V. *ad ex.*, la Comunicación de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre *El impacto de la introducción del euro sobre los mercados de capitales*, COM (97), 337 final, de 2 de julio de 1997, pp. 19 y ss. Las Bolsas de Londres y Frankfurt acordaron crear una “Euro-bolsa” en la que se negociarán valores de, aproximadamente, 300 empresas (v. *Expansión*, 8-7-98, pp. 1 y 19). A esta iniciativa se ha sumado la de los presidentes de siete Bolsas europeas (Bruselas, París, Amsterdam, Madrid, Milán, Estocolmo, Zurich, Londres y Frankfurt). Se trata de un proyecto europeo que, en ningún caso, llegará a hacerse realidad antes del año 2000. Una bolsa paneuropea en la que los sistemas de transacción electrónicos estarían interconectados, como paso previo a la unificación de las Bolsas de valores europeas (v. *El País*, 28-11-98. p. 21).

<sup>(19)</sup> De hecho, el mercado continuo concentra más del 98% de la contratación en el segmento de renta variable (CNMV, *Memoria anual* 1997, Madrid, 1998, p. 34).

Sin embargo, sí que puede ser de interés un segundo mercado de valores español para colocar los títulos de renta fija que emitan estas empresas, segundo mercado como alternativa al primer mercado bursátil o al euromercado de valores de renta fija.

Pero dicho esto, volvemos a la idea inicial de que no tiene sentido crear segundos mercados en cada una de las cuatro Bolsas españolas. A lo que debemos intentar llegar es a crear un único mercado de ámbito nacional en el que se negocien valores emitidos por medianas empresas.

#### IV. RECIENTES SEGUNDOS MERCADOS CREADOS EN EUROPA

Precisamente ésta es la realidad en la Europa comunitaria, en la que a iniciativa tanto de los empresarios como de los organismos rectores de mercado, se crean “segundos mercados” informatizados (en realidad, se huye de la terminología tradicional de “segundos mercados” para referirse simplemente a los “nuevos mercados”), como complemento a la negociación de valores en las Bolsas existentes en los países de la Unión. Y así, se ha creado, a iniciativa privada, el *Euro.NM*, un mercado regulado en el que se negocian valores emitidos por empresas (PYMES) con fuerte potencial expansivo, mercado que comenzó a funcionar en abril de 1997. En su creación seguramente influyó el deseo de competir con el AIM (*Alternative Investment Market*), creado por la Bolsa de Londres en 1995 <sup>(20)</sup>. En mayo de 1998 eran 81 las empresas que cotizaban en el *Euro.NM*. En julio de 1999, se negociaban valores de más de doscientas sociedades, con una capitalización de más de 50 mm. de euros <sup>(21)</sup>. El *Euro.NM*. es una agrupación europea de interés económico que conecta mercados similares en París <sup>(22)</sup>, Frankfurt <sup>(23)</sup> y

---

<sup>(20)</sup> El AIM comenzó a funcionar el 19 de junio de 1995. A 30 de junio de 1999, se cotizaban en este mercado 323 compañías, con una capitalización de 6,174 £m. Este mercado ha absorbido parte de las sociedades cotizadas en el *Unlisted Securities Market*, que dejó de admitir nuevas empresas el 31 de diciembre de 1994. El resto de las sociedades cotizadas en el USM solicitaron su admisión en el *Official List* o primer mercado de la Bolsa de Londres.

<sup>(21)</sup> Fuente :<http://www.gorsaitahia.ir/ing/news/nn.html>.

<sup>(22)</sup> París participa a través del *Nouveau Marché* creado el 14 de febrero de 1996. En mayo de 1998 cotizaban en él más de 50 sociedades, con una capitalización bursátil de 23.360 millones de FF. (Comunicado de prensa del *Nouveau Marché* de 5 de junio de 1998).

<sup>(23)</sup> El *Neuer Markt* de la *Deutsche Börse* se inauguró el 10 de marzo de 1997. (V. MARTIN, T.A., “Der Neue Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und die Probleme mittelständischer Unternehmen bei der Finanzierung über Eigenkapitalzuführung”, AG, 5/1998, pp. 221 y ss.).

Milán <sup>(24)</sup>. La iniciativa partió de la Bolsa de Bruselas y los primeros cambios se cruzaron en abril de 1997.

Se trata de un mercado europeo y descentralizado cuyas reglas son asumidas por cada uno de sus miembros a través del *Markets Harmonization Agreement*. Este documento define los requisitos mínimos que han de ser adoptados por cada uno de sus miembros, en lo que respecta a normas de admisión, creadores de mercado (*market makers* o *sponsors*) y normas de funcionamiento del mercado <sup>(25)</sup>.

Rige el principio del *home country*; las solicitudes de admisión se tramitan ante las autoridades del mercado en el que ésta se solicita. Para su aprobación, se tiene en cuenta el folleto informativo, una descripción, si procede, de los factores de riesgo, y un acuerdo de mínimos entre los *markets makers* o las sociedades que hagan sus veces, por un plazo no inferior a un año. Las sociedades cotizadas han de suministrar información al mercado con carácter trimestral. Además, el grupo de control de la compañía ha de comprometerse a mantener el 80% de las acciones de la sociedad como mínimo durante seis meses.

El Acuerdo define el papel de los intermediarios, que en todo caso deben ser empresas de servicios de inversión tal y como son definidas en la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1991, de servicios de inversión (DSI).

En el *Markets Harmonization Agreement* se establece que la negociación funciona por procedimientos informatizados en los que se combinan una central de órdenes y las terminales de los creadores de mercado. En definitiva, una estructura capaz de asumir órdenes tanto de inversores individuales como institucionales, de acuerdo con la DSI. El *Euro NM*. pretende aunar el respeto a cada mercado en su autonomía y la necesaria coordinación y cooperación entre cada uno de los mercados.

---

<sup>(24)</sup> El NMAX, (*Nieuwe Market*) se constituyó el 20 de febrero de 1997 y comenzó a funcionar en abril de ese año. La Sociedad Rectora del *Nuovo Mercato* de Milán (Borsa Italiana, S.p.A.) estableció nuevas normas de funcionamiento de este segundo mercado que han entrado en vigor el 12 de julio de 1999).

<sup>(25)</sup> Para cotizar en este mercado se exige un capital social mínimo de 1.5 millones de ecus y la puesta a disposición del público de, al menos, el 20% del capital social. Para tratar de asegurar una mayor liquidez, se ha de contar como mínimo con la colaboración de un *market maker*.

Otra iniciativa, creada a imagen del NSDAQ estadounidense, es el mercado europeo EASDAQ<sup>(26)</sup>, que busca servir de puente entre los mercados norteamericanos y los europeos. Se pretende que coticen en él las empresas en vías de expansión con fuerte potencial de crecimiento (*high-growth companies*<sup>(27)</sup>).

Se trata de un mercado informatizado que, en la actualidad, agrupa intermediarios de trece países europeos (entre los que no está España<sup>(28)</sup>), más Estados Unidos, Israel y la provincia de Ontario (Canadá) y en él, de acuerdo con la DSI, se negocian valores a solicitud del emisor<sup>(29)</sup>. En julio de 1998 cotizaban en el EASDAQ valores de 38 compañías de distintos países. Para las empresas de inversión que operan en este mercado se está al principio del *home country control*, esto es, se reconoce la autorización obtenida en cualquier país de la Comunidad de acuerdo con la DSI. Sin embargo, este mercado no ha obtenido el éxito esperado y hoy en Europa, el segundo mercado más activo es el *Neuer Markt* alemán<sup>(30)</sup>. Pero de estas cuestiones se ocupan otros autores en esta obra y a sus trabajos nos remitimos.

## V. NOTAS A LA NORMATIVA SOBRE SEGUNDOS MERCADOS EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

El marco jurídico propio del segundo mercado, al ser un ámbito especial para la negociación de determinados valores, ha de limitarse al mercado secun-

(26) *European Association of Securities Dealers Automated Quotation*, mercado regulado aprobado por un RD belga de 10 de junio de 1996 (*Arreté Royal portant la reconnaissance de Easdaq*, MB de 6 de julio de 1996). Se trata (art. 2 RD) de “un mercado de naturaleza paneuropea y de orientación internacional”, reconocido como mercado secundario organizado en Bélgica, y sometido a la supervisión de la *Commission Bancaire et Financière* con su propio organismo rector (*EASDAQ S.A./N.V.*), y normas de funcionamiento. El *Arreté ministériel portant approbation des statuts de Easdaq, S.A.*, de 30 de junio (MB de 6 de julio de 1996), establece sus normas de funcionamiento.

(27) Fundamentalmente, empresas que operan en el sector biotecnológico, el farmacéutico, el informático y el de las telecomunicaciones.

(28) Reino Unido, Francia, Alemania, Holanda, Suiza, Austria, Bélgica, Portugal, Dinamarca, Italia, Grecia, Luxemburgo y Finlandia.

(29) Las sociedades que pretendan acceder a este mercado deberán tener, al menos, capital social y reservas por importe de 2 millones de ECUs. (V. *EASDAQ Rule Book*, art. II.8).

(30) *The Wall Street Journal Europe*, 30 de julio de 1998, p. 1. A 30 de junio de 1998, la capitalización bursátil de los principales segundos mercados europeos es la siguiente (en billones de dólares USA): El *Neuer Markt*, 17.9; el EASDAQ, 15.1; el *Nouveau Marché*, 4.3; el *Nieuwe Markt*, 1.5 y el *Euro.NM*, 0.2. (*ibid. supra*). En julio de 1999, eran 49 las compañías que cotizaban en el EASDAQ, con la capitalización de 19,3 billones de euros. (FUENTE: [http://www.easdaq.com/pf/enf\\_oo.html](http://www.easdaq.com/pf/enf_oo.html)).

dario. La pretensión totalizadora de los arts. 26 y 61 LMV y del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta, hace que esta normativa sea aplicable en todo caso. En el mercado primario de valores (ofertas públicas de suscripción) y en el secundario de ofertas públicas de venta existe, pues, una regulación homogénea, lo que hace que la captación del ahorro público o la apertura de las empresas a los mercados secundarios (mercado continuo, bolsa o segundo mercado), esté sometida a idénticos requisitos, con independencia del tamaño de la empresa <sup>(31)</sup>. Lo que varía son las normas de admisión en los distintos mercados. Sin embargo, puede ser demasiado gravoso para las medianas empresas el cumplimiento de la normativa sobre captación del ahorro público. Pero el régimen de excepciones (generales y parciales) establecido en el RD 291/1992 no deja otra opción, desde el momento en el que se van a desarrollar, lógicamente, actividades publicitarias en el territorio nacional (art. 3.1.b) RD 291/1992], para tratar de obtener la mayor *marketability* posible para esos valores en cuestión.

Como hemos dicho, el marco jurídico del segundo mercado de las Bolsas de Valores lo encontramos en el RD 710/1986 y en la OM de desarrollo de 26 de septiembre de 1986, que, como normativa anterior a la LMV, hemos de adaptar al nuevo marco legal creado por esta Ley.

En lo que respecta a las normas de admisión de valores en este mercado, el art. 2 RD 710/1986 establece que la solicitud deberá dirigirse a la *Junta Sindical*, esto es, a la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente <sup>(32)</sup>, previa verificación por la CNMV del cumplimiento de los requisitos y del procedimiento para la admisión de valores a negociación (art. 32 LMV), acompañando una descripción de los valores en cuestión, así como documentación relativa a una

---

<sup>(31)</sup> En efecto, el legislador no distingue en función del tamaño de la empresa a la hora de establecer la normativa sobre captación del ahorro público. Los criterios que utiliza el art. 30 LMV para exceptuar del cumplimiento de los requisitos previstos en los arts. 26 y ss. de la LMV, se refieren a la naturaleza del emisor, la pequeña cuantía de la emisión, el número restringido o las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida, u “otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos”. Por “naturaleza del emisor” hemos de entender su carácter público o privado o su condición de inversor institucional (por ejemplo, sociedades y fondos de inversión) pero no su tamaño (pequeña, mediana o gran empresa). Nos plantea problemas de interpretación la amplitud con la que se define la expresión “actividad publicitaria” tras la reforma que ha sufrido el artículo 3.1 del RD 291/1992 por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores. (“Por actividad publicitaria se entiende toda forma de comunicación, dirigida a los inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta del emisor u ofertante, la suscripción o la adquisición de valores negociables”).

<sup>(32)</sup> En el mismo sentido, el art. 11 b) del RD 726/1989 (citado). V. art. 4 de la Orden de 26 de septiembre de 1986.

serie de circunstancias que afectan fundamentalmente a la sociedad emisora) <sup>(33)</sup>.

Pero sí que existe diferencia en lo que respecta al folleto de admisión a negociación en el primer mercado bursátil y en el segundo mercado. El primero se ajusta al modelo establecido en el Anexo A de la Orden de 12 de julio de 1993, de desarrollo del RD 291/1992 <sup>(34)</sup>. Sin embargo, para el segundo existe un modelo más sencillo que es el establecido en el Anexo a la Orden de 26 de septiembre de 1986 (disp. ad. 1ª de la Orden de 12 de julio de 1993).

Si tenemos en cuenta que este mercado tiene su concreción en un ámbito especial de la negociación bursátil de los valores, no es de extrañar que, siempre bajo la supervisión de la CNMV, sean las Sociedades Rectoras de cada una de las cuatro Bolsas españolas quienes concreten los requisitos que han de cumplir las sociedades que pretendan acceder a este mercado <sup>(35)</sup>.

Al respecto ha de tenerse en cuenta la doctrina sentada por el Tribunal Constitucional en la Sentencia 133/1997, de 16 de julio (B.O. de 6 de agosto de 1997). Lo afirmado para los mercados secundarios oficiales lo entendemos trasladable, por las razones expuestas, al segundo mercado. Según el Tribunal Constitucional [*ex arts. 31 c) y 59 LMV*], una vez establecido el marco legal para el segundo mercado, es competencia de la Comunidad Autónoma proceder a la instalación en su territorio de tales mercados [“una cosa es regular los mercados de valores, creando el primario y los secundarios, y estableciendo dentro de estos últimos los diferentes tipos de mercados oficiales y mercados no oficiales, y otra muy diferente es decidir sobre el establecimiento, en el territorio correspondiente, de esos mercados concretos. En virtud de los títulos competenciales que se derivan de los apartados 6, 11 y 13 del art. 149.1 C.E., corresponde al Estado configurar los tipos de mercados oficiales, y no oficiales, en los que haya de tener lugar la negociación de los valores, según su diversa naturaleza, correspondiéndole asimismo determinar las condiciones generales de los contratos propios de estos mercados. Ahora bien, una vez establecido el marco legal de dichos mercados —elemento esencial del cual lo constituye, sin duda alguna, la creación misma del tipo de mercado de que se trate— es de la

---

<sup>(33)</sup> El art. 2 RD 710/1986 declara expresamente aplicables en este caso los arts. 26 y 27 del Reglamento de Bolsas, aún vigentes (v. disp. ad. 5ª, apdo. 1 del RD 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, la Sociedad de Bolsas y la Fianza colectiva). V. también el art. 2 de la Orden de 26 de septiembre de 1986.

<sup>(34)</sup> Disp. ad. 1ª de la Orden de 12 de julio de 1993, de desarrollo del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Téngase en cuenta, asimismo, la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV, por la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores.

<sup>(35)</sup> V. art. 11.1.a) RD 726/1989, de 23 de junio.

competencia exclusiva de la Comunidad Autónoma instaurar en su respectivo territorio los distintos mercados (Bolsas, mercado de deuda pública, mercados de futuros y opciones, etc.) y proceder a su regulación dentro del marco de las bases establecidas por el Estado. De acuerdo con lo dicho, los arts. 31 c) y 59 de la Ley invadirían las competencias autonómicas si se entendiera que impiden a las Comunidades Autónomas recurrentes establecer y ordenar otro tipo de mercado que no sean las Bolsas de Valores, ya que las Comunidades Autónomas han asumido la competencia exclusiva para el establecimiento y regulación no sólo de las Bolsas, sino de los centros de contratación de valores... [“Estos arts. 31 c) y 59 se refieren sólo y exclusivamente a los mercados secundarios oficiales de ámbito estatal, cuya creación, establecimiento y regulación corresponde al Gobierno por disposición expresa de la Ley, pero no afectan a los mercados de ámbito autonómico” (FJ 9.A de la STC 133/1997)].

No estamos ante nada nuevo. El derogado art. 65 del Código de Comercio preveía, junto con la posibilidad de que el Gobierno estableciera o autorizara la creación de Bolsas de Comercio, el que “las sociedades constituidas con arreglo a este Código” pudieran establecerlas. Eso sí, para que tuviera carácter oficial la cotización de las operaciones realizadas, era “indispensable que haya autorizado el Gobierno dichas operaciones antes de comenzar a ser objeto de la contratación pública que la cotización acredite” (36).

En nuestra opinión se echa en falta un jurista especializado en Derecho mercantil en la composición de nuestro Tribunal Constitucional (aunque bien es cierto que recientemente se ha puesto remedio a esta situación), ya que no podemos dejar de señalar una serie de errores conceptuales que, cuando se exponen al hilo de los *obiter dicta*, no plantean grandes problemas. Pero no sucede lo mismo cuando tales incorrecciones se encuentran en la *ratio decidendi* de la sentencia (37). Y es que, desde un primer momento, el TC sitúa la cuestión en términos de territorialidad: parece coherente con el sistema competencial establecido en nuestra constitución el que las Comunidades autónomas tengan la competencia exclusiva en el establecimiento y regulación de los centros de contratación de

---

(36) V. al respecto SÁNCHEZ ANDRÉS, A., voces “Bolsa de Valores”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, Madrid, 1995, p. 823, y “Cotización (de valores)”, en la misma *Enciclopedia*, t. II, pp. 1787 y ss.

(37) V. *ad. ex* el razonamiento que se sigue para declarar la constitucionalidad de los preceptos de la LMV relativos al SIB: “El Sistema de Interconexión Bursátil no es una Bolsa de Valores o, más genéricamente, un centro de contratación de éstos. El Sistema de Interconexión Bursátil es un sistema de contratación, concretamente, el de contratación continuada, que se utiliza en nuestras Bolsas junto con otros como son el denominado de viva voz, el de cajas y el de oposiciones.” [FJ 9ºB.e) STC 133/1997].

mercancías y valores de conformidad con la legislación mercantil siempre que radiquen en su territorio, y en sus respectivos estatutos de autonomía conste la pertinente asunción de tal competencia. Pues bien, nadie duda de que esto sea así. Sin embargo, en la actualidad, el creciente proceso de interconexión de los mercados de valores —no sólo en España sino en toda Europa—, así como el reto que va a suponer la definitiva unión monetaria —con la consiguiente desaparición de un buen número de mercados, en primer lugar, los que operan sobre las divisas de los miembros de la UE, y en segundo lugar, el previsible proceso de fusión o absorción de unos mercados, los más débiles y menos importantes en volumen de contratación, por otros— y, sobre todo, la creciente informatización de los valores y de los sistemas de contratación, hacen que la nota de territorialidad pierda prácticamente toda su virtualidad; los mercados de valores ya no se establecen en un lugar determinado en sentido físico, sino que su ámbito se encuentra también desmaterializado: las redes informáticas no operan en un espacio físico sino en una realidad virtual. Pretender de este modo que una Comunidad Autónoma tenga la competencia exclusiva en materia de creación y regulación de un mercado de valores o centro de contratación que radique en su territorio, si bien es lícito y legal en nuestro sistema actual, no deja de ser anacrónica o quimérica tal pretensión, desde el momento en el que el capital no tiene patria ni fronteras. Además, permitiría un distinto nivel de exigencia de los requisitos de admisión y permanencia de los valores o activos financieros a negociación. Y eso, a la postre, perjudicaría a aquellos mercados con una regulación más laxa o lábil, y, por supuesto, de menor importancia económica. Ahora bien; si queremos establecer en, pongo por caso, Aragón, un mercado de valores (por ejemplo, de futuros sobre la borraja, el aceite o el jamón), somos muy dueños de crearlo. El problema es quién va a invertir en él.

Los requisitos mínimos para la admisión de valores a negociación en el segundo mercado se detallan en el art. 3 RD 710/1986. Para la admisión de acciones es necesario que la sociedad cuente con un capital mínimo de 25 millones de pesetas, y que ponga a disposición de una Sociedad de contrapartida (*market maker*) al menos el 20 por ciento de los títulos representativos de su capital <sup>(38)</sup>. Evidentemente se trata de una cifra de capital muy baja, al igual que

---

(38) Se plantea la cuestión del modo de instrumentación de estos derechos. En efecto, si nos atenemos a lo prevenido en la disp. ad. 1ª, apdo. 5 TRLSA, “Las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta”. El problema surge con el término “mercado secundario oficial”. El RD 710/1986 no califica de tal al mercado secundario. Tampoco aparece mencionado entre los mercados secundarios oficiales que cita el art. 31 LMV, aunque en su letra a) se refiera a las Bolsas de Valores. Una interpretación estricta nos llevaría a concluir que, al ser el segundo mercado un ámbito especial de negociación bursátil, es necesario que las acciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta,

sucede con las sociedades que quieren acceder al primer mercado bursátil (200 millones de pesetas <sup>(39)</sup>).

Nos preguntamos por qué el legislador no aprovechó la ocasión y, al mismo tiempo que modificaba —a través de la OM de 19 de junio de 1997— el requisito relativo a los beneficios obtenidos por el emisor [art. 32.1 c) del Reglamento de Bolsas], en el sentido de poder la CNMV exceptuarlo en determinadas circunstancias <sup>(40)</sup>, no elevó las cifras mínimas de capital social para el primer mercado, como medida de fomento de estos segundos mercados. Si se eleva la cifra para el primer mercado, ello podría disuadir a empresas de mediano tamaño a entrar directamente en él, y de este modo permanecerían en el segundo mercado, que es el que en teoría les debería corresponder.

Por otra parte, no hay que olvidar que la Directiva 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de Valores <sup>(41)</sup> no es, en nuestra opinión, aplicable a los segundos mercados de valores, sino que pretende establecer una normativa de mínimos para el primer mercado bursátil.

Se requiere también la suscripción de un contrato con la Sociedad de contrapartida para facilitar la oferta de los valores, “la cual asumirá en documento público el compromiso de atender públicamente las ofertas y demandas en régi-

---

(que es lo que ocurre con los valores negociados en el Segundo mercado para PYMES de la Bolsa de Barcelona). Sin embargo, ya en el RD-Ley 3/1993, de 26 de febrero, se previó la posibilidad de que el Gobierno estableciera excepciones a lo previsto en la disp. ad. 1ª del TRLSA para los valores que se negocien en esos “ámbitos especiales para la negociación bursátil”. Ello, junto con la pervivencia de los tradicionales “corros” bursátiles, hace que nos inclinemos por, si de financiar a las PYMES se trata, conceder el máximo de facilidades posible, y admitir ambos tipos de instrumentación de los valores mobiliarios en los segundos mercados.

<sup>(39)</sup> Arts. 32.1 a) y b) del Reglamento de Bolsas.

<sup>(40)</sup> Las excepciones que se establecen en el número primero de la Orden de 19 de junio de 1997 (B.O. 21-6-97), se refieren a la constitución de la sociedad por fusión, escisión o aportación de rama de actividad; emisores que estén en proceso de reordenación, reestructuración económica o privatización, y una tercera, que implica mayores riesgos: “que la entidad emisora, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, y por sus perspectivas de negocio y financiera, justifique la obtención de beneficios en los ejercicios venideros”. Sin embargo, razones de fomento de los mercados de valores subyacen en esta norma. Además, la exigencia de folleto informativo hace que la transparencia no se vea oscurecida, a pesar de que estemos ante algo esencialmente aleatorio, desde el momento en que la obtención de beneficios en los ejercicios venideros no puede verse garantizada.

<sup>(41)</sup> JOCE L 66 de 16 de marzo de 1979. Se trata de una Directiva de armonización, más que de integración de las reglas de funcionamiento de los mercados. (V. WYMEERSCH, E., “L'action de la Communauté Européenne dans le domaine des valeurs mobilières”, RDAI, 3, 1988, pp. 372 y ss.).

men de mercado” [art. 3.d) RD 710/1986 y 5.2 y 3 de la OM de 26-9-86]. Hasta aquí, se trata del compromiso normal de los *market makers* o creadores de mercado. El problema viene cuando se les obliga a atender como mínimo un dos por ciento del total de acciones admitidas en el segundo mercado a los precios por ellas fijados (con una diferencia máxima del 10 por ciento entre el precio de compra y el de venta) <sup>(42)</sup>. Se otorga una liquidez artificial a estos valores y se impone una gravosa obligación a los creadores de mercado; no es de extrañar entonces el fracaso de los segundos mercados, desde el momento en el que pocas serán las empresas de servicios de inversión que decidan asumir tal compromiso <sup>(43)</sup>. Quizá, si tal obligación tuviera carácter temporal (por ejemplo, los seis primeros meses a partir de la fecha de admisión, o el primer año), fuera mejor soportada por los intermediarios financieros. Una cosa es tratar de incrementar la negociación de los valores y otra muy distinta la de crear un mercado artificial que no responda a las ofertas y demandas de los inversores.

Por otra parte si, como hemos venido sosteniendo a lo largo de estas líneas, los segundos mercados son mercados oficiales de valores, es claro que han de estar sometidos a los arts. 31 y ss. LMV; en concreto, al capítulo primero (arts. 31 a 44) de este título IV de la LMV dedicado a los mercados secundarios oficiales de valores. De toda esta normativa nos interesa detenernos en lo que quizá sea la obligación más gravosa para una sociedad que desee estar admitida a cotización en el segundo mercado: la obligación de información prevista en el art. 35 LMV, desarrollado por la Orden de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores <sup>(44)</sup>. En el art. 35 LMV se establece la obligación para las sociedades emisoras de hacer público, con carácter trimestral, un avance de sus resultados y “en todo caso”, con carácter semestral, sus estados financieros completos, “con un detalle similar al requerido para sus estados anuales”. Especialmente en lo que se refiere a la información trimestral, sería necesario

---

<sup>(42)</sup> Arts. 5, apdos. 2 y 3 RD 710/1986 y 5, apdos. 2 y 3 de la OM de 26-9-86. Estas Sociedades de contrapartida (Sociedades de Valores) habrán de estar inscritas en el correspondiente Registro que se lleva por las Sociedades Rectoras de las Bolsas y tener un capital mínimo no inferior al 10 por 100 según balance de las acciones para las que hagan la contrapartida (art. 5.1 RD 710/1986 y art. 5.1 OM de 26-9-86).

<sup>(43)</sup> Se ha dicho que esta obligación “es imposible de cumplir y no tiene nada que ver con la liquidez para los tenedores de acciones. Quienes desean comprar evidentemente disponen de liquidez... legalmente se obliga a la empresa a proporcionar la liquidez que pretende le proporcione el mercado” (PLANASDEMUNT GUBERT. J., en el prólogo de la obra de ARANDA, F., MARTÍNEZ, R., CORONA, J.F., *El segundo mercado. Una fuente de financiación para la pyme*, Gestión 2000, Barcelona, 1990, p. 10).

<sup>(44)</sup> B.O. de 30 de enero de 1991.

que este simplificara su contenido, de tal manera que a pesar de que en este caso el segundo mercado fuera menos transparente, los emisores que solicitaran su admisión tuvieran más facilidades de permanencia, al ser menor su obligación de información. No hay que olvidar que, en principio, serán inversores institucionales y profesionales quienes se interesen por adquirir los valores negociados en los segundos mercados.

Y es que los problemas que se plantean a la hora de la permanencia de las empresas en Bolsa son muchas veces de información. Los costes que conlleva la cotización, en ocasiones pueden no compensar, máxime si los valores en cuestión no son objeto de muchas transacciones. Por ello, de potenciarse los segundos mercados, no sólo sería necesario reducir los requisitos de admisión a negociación (que no de captación el ahorro público, ello pertenece al mercado primario), sino también simplificar los requerimientos de información. Se trataría de armonizar la necesaria transparencia de todo mercado eficiente con la simplificación de los trámites. El suministro de información debiera ser trimestral y en un formato sencillo o reducido, elaborado por la CNMV.

Por otra parte, que el segundo mercado sea el instrumento ideal para el acceso de las PYMES a los mercados de capitales no es incompatible con que, en ocasiones (como ha sucedido en España desde su creación, a imagen del modelo francés), sea el paso previo para cotizar en el primer mercado bursátil. Creemos que ambos fines no son contradictorios entre sí. Determinadas empresas pueden utilizar el segundo mercado como un primer contacto con los mercados, y otras, decidir permanecer en esos segundos mercados por entender que no les conviene dar el salto a la “gran empresa”.

En definitiva, de fomentarse los segundos mercados, éstos han de ser mercados especializados, para sociedades con un fuerte potencial de crecimiento que necesitan fuentes alternativas a la financiación bancaria. Esta vía puede muy bien combinarse con el apoyo a las sociedades y fondos de capital-riesgo, creándose un mercado en el que se negocien los valores emitidos por las medianas empresas, para, de este modo, facilitar la entrada y salida de capital en las empresas de mediano tamaño y con ello mejorar sus posibilidades de financiación.

# LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y EL FONDO DE GARANTÍA DE INVERSIONES <sup>(1)</sup>

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS  
*Catedrático de Derecho Mercantil*

---

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. ANTICIPO (Y REMISIÓN) DEL TEMA GENERAL DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR.
  - III. NATURALEZA ECONÓMICA Y JURÍDICA DE LOS FONDOS DE GARANTÍA.
  - IV. UNIDAD O PLURALIDAD DE FONDOS DE GARANTÍA.
  - V. ACTIVIDAD BANCARIA Y RIESGO SISTÉMICO.
  - VI. LOS MECANISMOS DE COBERTURA EN EL COMERCIO DE VALORES.
  - VII. MEZCLA DE ROLES EN LA ORGANIZACIÓN ACTUAL DE LA INDUSTRIA.
  - VIII. LA EXCLUSIÓN DE COBERTURA PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN.
  - IX. UNA CUESTIÓN HERMENÉUTICA: ¿RETROACTIVIDAD DEL FONDO?
  - X. LA DUDOSA CONSTITUCIONALIDAD DE LA MEDIDA.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

Explicar las cosas bien, como todo el mundo sabe, y nos consta de modo especial a quienes ejercemos de profesores, es asunto complejo y que, además

---

<sup>(1)</sup> Conferencia pronunciada en el Instituto de Empresa el día 19 de noviembre de 1998. (Los puntos IX y X del texto reproducen básicamente otros aparecidos en el periódico *Expansión* los días 13 y 14 de enero de 1999).

de conocimientos, requiere desde luego criterio, pero también algo de tiempo y calma. La media hora de exposición que nos ha sido concedida no da margen para muchas alegrías y aconseja, en consecuencia, limitar esta exposición a muy pocas cuestiones. Optaré por las más conflictivas porque, aun cuando afortunadamente la elección de los asuntos a tratar es privilegio del conferenciante, no tiene demasiada presentación que yo trate ahora de explotar esa prerrogativa a mi favor; sobre todo cuando tengo la impresión de que se me ha llamado aquí con el fin de comprobar precisamente —según se dice en el lenguaje coloquial— si aún sigo siendo capaz de “bailar con la más fea”.

1) Las dificultades del tema.—Hago esta afirmación, y formulo aquella conjetura, porque es muy difícil hablar, si quiere hacerse con fundamento, sobre algo que no *existe* ni *consiste*, dicho sea lo último en el doble sentido de aquello que no resulta *objetivamente consistente* y que tampoco sabemos prácticamente *en qué va a consistir*. No estoy tratando de hacer un simple juego de palabras; lo que pretendo significar es únicamente que los Fondos de Garantía son instituciones discutidas y discutibles y que a falta del oportuno desarrollo reglamentario, el Título VI de la nueva Ley del Mercado de Valores española no pasa de ser un cascarón vacío de contenido, que puede venir a llenarse de las maneras muy diversas. Más allá de recordar desde el primer momento la necesidad de completar, interpretar y aplicar sus normas —con la excepción que se dirá al final— bajo el criterio de *conformidad con la Directiva* (hablo de la 9/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores), es lo cierto que yo no estoy ahora en condiciones de aportar “exclusiva” ninguna sobre tan importante tema, ya que no dispongo de información de primera mano acerca del modelo o modelos de Fondos de Garantía (o esquemas compensatorios para inversores lesionados) en los que pueda estar pensando el Gobierno. También por esa razón, y agradeciendo de antemano el honor que se me ha dispensado al confiarme el desarrollo de la Ponencia, entiendo que mi mejor opción, a la hora de presentarla, debería decantarse preferentemente hacia la reflexión conceptual.

2) Los límites del estudio.—Me gustaría que nadie se alarmase, ante el temor de que me embarque ahora en disquisiciones librescas. Aunque soy de los que creen de modo firme que no hay cosa más práctica que una buena teoría, no es esa convicción la que me mueve a preferir el mencionado planteamiento, que acojo simplemente porque, para otro propósito, creo sinceramente que habría resultado mucho más provechoso —dado el significado de “primicia” que parece presidir la organización de esta jornada— encomendar la exposición a cualquiera de los expertos del Ministerio de Economía y Hacienda o de la CNMV que hoy nos acompañan. Son ellos, en efecto, los únicos capacitados para “anticipar” respuestas a preguntas que seguramente también yo podría hacerme, pero para las que tampoco dispongo de contestación “fiable” y sobre las que ni siquiera estoy en condiciones de aportar modestas” “pistas”, al menos

con pretensiones de alguna validez. Como las opciones de *política económica*, e inclusive de *política jurídica*, quedan ahora absolutamente fuera de mi alcance, lo único que yo puedo intentar —si se me perdona el recurso a los incorrectos anglicismos que definen la terminología hoy de moda en estos ámbitos— es presentar algunos *escenarios* que nos ayuden a “repensar” el alcance de ciertos planteamientos, o las consecuencias ocultas tras la adopción de determinadas alternativas o *policies* que, sobre ser discutibles en más de un caso, no suponen siempre el resultado necesario de una auténtica *transposición* —que más correcto sería calificar como incorporación— de los mandatos de las Directivas.

## II. ANTICIPO (Y REMISIÓN) DEL TEMA GENERAL DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

La brevedad de tiempo aconseja también dejar para mejor ocasión el examen en profundidad de las concordancias y contradicciones que la nueva institución de los Fondos de Garantía introduce en el funcionamiento de un sistema, cuya articulación general se basa en la filosofía de la transparencia o *full disclosure*, como principio basilar sobre el que se asienta la protección del inversor. Quienes tengan interés en el asunto podrán recuperarlo en el coloquio. Por el momento, sólo haré dos consideraciones en relación con este tema, a saber:

3) El primer desacuerdo.—Por lo que luego se verá respecto de la posición que ocupan los Fondos de Inversión en el panorama general de captación del ahorro, y de su tratamiento a la hora de disponer de algún mecanismo de compensación para esa forma de colocación del dinero del público, hemos de anticipar que no estamos acertando —ni en España ni en Europa— a procurar adecuada satisfacción a las necesidades de tutela que manifiesta el sector de los inversores menos favorecidos.

4) Cambios en el “sistema”.—Los Fondos de Garantía modifican de manera directa el esquema tuitivo de la legislación anterior en un punto importante. ¿En qué sentido? Fundamentalmente porque —tal como he señalado en otras ocasiones— el sistema “especial” de protección del inversor tenía entre nosotros un carácter preventivo, general y abstracto, que no se resolvía en el reconocimiento de pretensiones individuales para exigir el resarcimiento de daños. Las conductas desviadas de los operadores podían ser sancionadas en vía administrativa, sin que ello supusiera reintegración del patrimonio de los inversores lesionados, cuya compensación quedaba confiada al régimen común de reclamación de daños y perjuicios. La aparición de los Fondos de Garantía modifica aquel esquema, cuya aspiración era evitar las conductas impropias y la aparición de malas prácticas, generando así, a modo de *efecto reflejo del ordenamiento* o, si se prefiere, como precipitado u *output* de la regulación, un efecto benéfico en la lucha contra el fraude. Tal es, como veremos después, el origen norteamericano de la *Securities Regulation*, que también allí se suplementó el

año 1970 con la introducción de la *Securities Investor Protection Act* (SIPA), creadora del Fondo de Garantía correspondiente. Con ello, la tutela individual, concreta y de contenido patrimonial (ocasionalmente, visible también, en otros asuntos, como el régimen del *Insider trading*) se institucionaliza en USA y empieza a prender en Europa. De ahí proviene esta nueva tutela suplementaria que dota de substantividad propia al ejercicio de acciones directas de resarcimiento, en sede administrativa, y aun cuando no siempre por la totalidad del daño, sí en la generalidad de los casos. Esa es la consecuencia más evidente del cambio del sistema en este punto; y esa simple consideración puede también bastar ahora para entender la función añadida o complementaria (que no sustitutiva del modelo inicial) derivada del reconocimiento de estos sistemas de compensación y de garantía a favor de los inversores.

### III. NATURALEZA ECONÓMICA Y JURÍDICA DE LOS FONDOS DE GARANTÍA

Esa figura de los llamados “Fondos de Garantía”, y la no siempre coincidente de “Sistemas de Compensación”, presenta una considerable variedad de manifestaciones en la vida social y económica. Dejando a un lado las más alejadas del tema que nos ocupa (v.g. el Fondo de Compensación Interterritorial o el Fondo Social Europeo, guiados —en sus respectivos ámbitos— por la preocupación de igualación equitativa de diferencias injustas), lo normal será que bajo esos nombres se designen mecanismos institucionales (de naturaleza pública o privada importa menos) dirigidos a propiciar una respuesta conjunta o solidaria frente a la emergencia potencial de determinados riesgos y factores dañosos. Desde la comunidad incidental que expresa la venerable institución marítima de la Avería Gruesa, al Fondo de Garantía Salarial, pasando por el Consorcio de Compensación de Seguros, discurre una línea continua. Y así, aunque todas las figuras mencionadas presentan algunos rasgos propios, ofrecen también un mismo aire de familia que no es difícil percibir y que compone sus señas de identidad. ¿Cuáles son éstas?

5) Cuestiones de calificación.—Todas ellas comparten precisamente la referida articulación económica como organizaciones de *tipo consorcial* —es decir, de “hermanamiento” y puesta en común (*pool*)— de activos y pasivos, respecto de intereses antes objetivamente separados. Y participan igualmente de una misma configuración jurídica como agrupaciones (personificadas o no) de naturaleza mutua —básicamente mutuas de “reparto”— para gestionar la distribución de aquellos daños y riesgos. Más allá, sin embargo, de las referidas equivalencias económicas y jurídicas en cuanto a la estructura y la función de las organizaciones aludidas, es lo cierto que el distinto tipo y alcance de los riesgos cubiertos suele aportar importantes diferencias en cuanto a su arquitect-

tura institucional, visibles no solo en sus numerosas variantes tipológicas (asociaciones, fraternidades, patrimonios separados, comunidades de bienes, etc.) sino, sobre todo (lo que es mucho más importante), en los fundamentos o en la cimentación que soportan aquella lógica institucional y aseguran la firmeza del edificio. Habrá que volver luego sobre este punto, porque olvidar esas diferencias puede ser muy grave; hasta el extremo de impedir dar adecuado cumplimiento a las necesidades que esos Fondos de Garantía están llamados a satisfacer. Pero, antes de profundizar en el tema de los riesgos, son necesarias todavía algunas otras precisiones sobre la naturaleza de tan rica fenomenología.

6) Corolarios inmediatos.—Cuando el tema de estos Fondos de Garantía para inversores se mira desde el ángulo subjetivo de las potestades y cargas que imponen sobre sus legitimados activos y pasivos aparecen otros datos esclarecedores y dignos de mención. La figura en cuestión autoriza la exacción forzosa y el drenaje obligatorio de recursos procedentes de un conjunto de personas, que, a diferencia de las asociaciones mutuas, cooperativas, etc. anteriormente mencionadas quedan sujetas *ministerio legis*, y no por decisión voluntaria de sus miembros, a la obligación de aportarlos. Dicho en pocas palabras, el mecanismo funciona económicamente de manera muy parecida a un *impuesto*. Por el lado contrario, es decir, el de los beneficiarios de aquella indemnización —que tampoco son los mutualistas (aunque el mecanismo aporte “credibilidad” general a la organización de la “industria”)— supone a su vez el reconocimiento, también *ex lege*, de posiciones jurídicas que van más allá, incluso, que las que disfrutaban los llamados *acreedores privilegiados*. Porque la satisfacción y cobertura de los inversores se produce (cuando menos parcialmente) con cargo a un específico patrimonio separado y fuera del concurso, reduciendo en todo o en parte su masa pasiva y ensanchando en la misma medida la potencialidad solutoria de la correspondiente masa activa, que, en lo demás, sigue sometida lógicamente a las reglas generales sobre ejecución universal y prelación de créditos. (Como todo tiene su cara y su cruz, no debería olvidarse que con anterioridad también ese “potencial” se había visto aminorado en el importe de las aportaciones al capital, más las derramas o contribuciones, que se hubieran producido). Por lo demás, dado el escaso fundamento existente para sustraer las empresas de inversión al sistema común de la quiebra —como luego se explicará— tales situaciones no parecen gozar, a primera vista, de justificación suficiente ni tan siquiera en los casos de fraude; y resultan aún más heterodoxos, si cabe, cuando el concurso se debe a la operatoria empresarial ordinaria. Pero, también aquí, las apariencias pueden resultar engañosas, si se tiene presente la consolidación de una línea protectora anterior o más básica, dirigida a la “segregación” de cuentas de efectivo y valores de clientes que avanza en todas las legislaciones. Es en esa sede donde hay que buscar la razón (o la sinrazón) de este régimen especial.

#### IV. UNIDAD O PLURALIDAD DE FONDOS DE GARANTÍA

Cuando hablaba de asumir la exposición de los temas más conflictivos, en el primero que estaba pensando es en el que mira la conveniencia de crear un único Fondo de Garantía o permitir la articulación de varios de ellos. Estoy seguro que este asunto dará problemas, porque, aunque “España va bien”, en este punto *Spain* todavía *is different*. Y, si yo no estoy equivocado, el nuestro es el único país del mundo en el que el Fondo o Fondos de Garantía van a nacer con importantes pasivos. Si puede haber diversos Fondos, es de suponer los obligados a nutrir su capital y a dotar su patrimonio preferirán afiliarse desde el principio a aquellos que nazcan incontaminados. Por este lado, aparece de entrada el tema de los factores unificadores —y, contrariamente también, el de los que autorizarían a justificar una posible “dispersión”— que es, naturalmente, asunto muy delicado.

7) Sentido del Fondo único.—Considerados económicamente como una suerte de “impuesto”, es profundamente lógico que el ordenamiento jurídico configure la institución de cobertura como un sistema de afiliación universal (me refiero al “universo” de la “industria”) y así mismo de dotación obligatoria. Pero, si además resulta que ese sistema tiene que “absorber” pasivos anteriores, que ninguno de los miembros del sector podía razonablemente suponer que iban a serle exigibles, lo lógico habría sido imponer la constitución de un solo Fondo, a fin de procurar el reparto igualitario (*rectius*, proporcional) de las cargas correspondientes. Este es el factor de unificación más evidente; y esa habría sido también la solución más razonable, que, por lo demás, cuenta en su apoyo con otro tipo de sufragios. Entre ellos puede recordarse la conveniencia de evitar la multiplicación de Sociedades Gestoras, con diferentes “estilos” de administración, diferente estructura financiera, y políticas distintas en la aplicación o repercusión de costes para un mismo servicio, que tiene, en fin, dentro de la arquitectura de la ley, la condición de prestación “esencial” o de servicio “básico”. (No me atrevo a pensar en un sistema “tarifario”, que, además, entraría en contradicción con el régimen de los Fondos de otros países de dentro o fuera de la Unión Europea, que también pueden cubrir operaciones en el nuestro).

8) La solución contraria.—No creo, sin embargo, que ese planteamiento unificador refleje el punto de vista del sector y más bien me atrevo a suponer que las entidades de crédito preferirán hacer uso de todos y cada uno de los Fondos (de Bancos, Cajas, etc.) que ya mantienen; creo también que las Bolsas intentarán crear el suyo (o quizás los “suyos”, puesto que son varias), e imagino que otros mercados pueden seguir la misma “estela” y así sucesivamente. (Por cierto, ¿en cuál de esos posibles Fondos se situarán los Corredores de Comercio, si mantienen su papel de receptores de órdenes?). Esta actitud es explicable. No solo por evitar el factor de “contaminación” anteriormente referido,

sino porque siempre se puede echar mano del argumento todopoderoso del papel benefactor de la competencia. Y, a la postre, aparecerá siempre el tema de los riesgos, que enseguida mencionaré, por más que es un argumento que no da para tanta variedad o multiplicación de instituciones singulares, aunque puede apoyar la distinción entre Fondos bancarios y no bancarios. Lo entiendo así porque otros factores de heterogeneidad, amparados sin duda en fundamentos razonables, funcionan igual en todos los segmentos de la actividad y no autorizarían ulteriores diferencias.

¿En qué estoy pensando? Dado que la afiliación obligatoria a un sistema de compensación para inversores —criterio organizativo principal— ya está sancionada legalmente y que cabe suponer la existencia de un consenso suficiente en lo que toca a la conveniencia de que el Fondo pague, lo haga pronto y sin exceso de formalismos, el otro factor decisivo que podría tomarse en consideración —una vez más aplicándolo de *conformidad con la Directiva*— se refiere al alcance de la cobertura. Y esto funciona básicamente de la misma forma en todos los segmentos de la industria. En efecto, la cobertura debe estar siempre limitada de algún modo, tanto por el coste desproporcionado de un sistema de cobertura plena, como en evitación de que, sintiéndose completamente asegurados, los clientes se desentiendan de la competencia técnica de la firma y de la calidad de sus servicios. Esto supuesto, lo que llamo fundamento razonable en la articulación de la cobertura deriva de que, si el riesgo que trata de cubrirse se refiere a operatoria fuera de balance (en el caso, por ejemplo, de simples Depositarios, y, eventualmente, en el supuesto excluido de los Fondos de Inversión), las responsabilidades a cubrir podrían ser más altas, por la menor probabilidad de que se produzca el evento (daños y fraudes), circunstancia que evita de paso que el sistema resulte excesivamente costoso; en cambio, si trata de cubrirse todo tipo de operaciones, las garantías aseguradas tienen que ser mucho más bajas, a menos de aceptar que el coste del sistema se “dispare”.

Vistas las cosas de este modo, la clave de arco para la resolución de los problemas planteados nos la tiene que proporcionar el alcance de las diferencias que median entre los riesgos de la empresa bancaria y los bastante distintos que padece una firma de inversión.

## V. ACTIVIDAD BANCARIA Y RIESGO SISTÉMICO

Simplificando drásticamente, bastaría recordar, para entender esas diferencias, que el sistema bancario funciona bajo un régimen de *prestamista en última instancia* (Bancos centrales), que inyectan fondos en momentos de crisis a las entidades financieras que se encuentran en dificultades, a causa de la constitutiva falta de liquidez de los activos bancarios y también del menoscabo de su valor que podría resultar en una liquidación apresurada.

9) Seguros de depósitos.—Aquella articulación hace posible así paliar el agobio en situaciones de retirada masiva de los depósitos (*deposits run*) y permite alejar las repercusiones que la misma produce necesariamente en el *sistema general de pagos*; y esos mecanismos se completan precisamente mediante la organización de los Fondos de Garantía, que aminoran el efecto contagioso de *pánico*, reflejado también en la equivalente expresión anglosajona de “correr hacia el banco” (*the run on the bank*). ¿Por qué razón?: porque, al estar la devolución de esos depósitos previamente garantizada, no es preciso echar a correr para ser el primero de la “cola”. (En la práctica, sin embargo, las carreras nunca se evitarán por completo, dados los escasos márgenes de cobertura; y por eso también el mayor logro del seguro de depósitos proviene del papel desempeñado en la articulación de operaciones de “rescate” y saneamiento de bancos en crisis). Y decimos además que el Fondo sólo aminora o reduce el riesgo mencionado, ya que, para eliminarlo completamente, tendría que asegurar la devolución íntegra de los saldos; lo que, sobre resultar carísimo y dejar en franquía las prácticas arriesgadas o fraudulentas de los menos escrupulosos, negaría la propia lógica inmanente del sistema, al “reimplantar” desde fuera, no ya un ponderado “coeficiente de caja”, sino una obligación de encaje metálico absoluta o al cien por cien. Para evitar estos inconvenientes hay que aceptar que el funcionamiento del mecanismo siempre resultará discriminatorio; porque los clientes que no superen los topes asegurados recuperarán la totalidad de sus ahorros, mientras que los depositantes mayores solo cobrarán una parte.

10) Su justificación.—El hecho de que normalmente los Fondos de Garantía bancarios no beneficien a los clientes de manera proporcional y protejan en mayor grado a los más débiles, nos muestra en qué medida lo que antes llamábamos la lógica inmanente del sistema no responde —al menos en apariencia— a patrones exclusivamente económicos, sino que incluye también otros objetivos de política social, guiados por la pretensión de tutelar las clases menos favorecidas. Es muy probable que alguien considere tal solución como ineficiente o “paternalista”. Más allá de la falta de sensibilidad que esa actitud refleja, se trata de una calificación que ofende a la justicia y —como otra vez las apariencias engañan— en nuestro caso contradice también los propios postulados económicos que dan sentido al negocio bancario. Digo que ofende el sentido de lo justo (“natural”, para los que creen en él; positivo, para quienes pensamos que el Derecho así llamado es “natural” precisamente en la medida en que es natural que haya Derecho) porque desde Aristóteles sabemos que no puede haber realización de la justicia al margen de la igualdad, cuya medida no consiste, por cierto, en tratar a todos por igual, sino en tratar desigualmente a los desiguales: y es obvio que la pérdida de su dinero no puede tener las mismas consecuencias para el modesto ahorrador que para quienes sólo depositan excedentes transitorios en espera de mejores oportunidades de inversión. A la postre, en fin, la descalificación de la solución como “paternalista” puede suponer

un diagnóstico romo (o simplemente desvergonzado) en cuanto olvida (o silencia) los postulados de “eficiencia” que rigen la captación de aquel ahorro “menesteroso”: porque los ridículos intereses que por él pagan —y al final compensan o rescatan multiplicados por vía de comisiones— permiten a los bancos (a pretexto de dispensar un “servicio de caja” cada día más caro) aglutinar masas ingentes de pasivo de libre disposición que nunca lograrían —aún pagando intereses superiores, como de hecho hacen— si hubieran de conformarse con aquel otro que, con límites más precisos, proporcionan quienes depositan ocasionalmente cantidades de importancia, mientras gestionan para ellas una colocación mejor. Me excuso por la digresión, pero —como luego veremos— tampoco carece de algún significado para nuestro tema.

## VI. LOS MECANISMOS DE COBERTURA EN EL COMERCIO DE VALORES

Lo que principalmente ahora importaba señalar, por más que también los Fondos de Garantía de Inversores funcionen bajo articulación semejante a los “seguros” bancarios de depósitos (aunque sin función complementaria explícita de reflote y saneamiento), es que su respectiva lógica no puede ser exactamente la misma, al ser los riesgos que afectan a ambas actividades bastante diferentes. Por eso su articulación no responde tampoco a los mismos fundamentos y los primeros —los de los inversores— acentúan, si cabe en mayor grado, las contradicciones que adelantamos respecto de los segundos (los bancarios).

11) Diferencias con los Bancos.—Es manifiesto desde luego, y no obstante el papel creciente que los mercados de valores pueden desempeñar actualmente en aquella gestión de tesorería, que el funcionamiento de las empresas de inversión que protagonizan su comercio dista todavía mucho de representar un papel decisivo dentro del mecanismo general de pagos (las cuentas en moneda extranjera o en divisa doméstica que las casas de valores pueden mantener en bancos privados o inclusive en el Banco central no permiten sostener lo contrario). En consecuencia, los mercados de valores siguen funcionando sin el mecanismo de un prestamista en última instancia, que abre o cierra el “grifo”, según vayan las cosas. Y si éstas se organizan medianamente bien por vía de regulación prudencial y supervisión de prácticas desviadas, la formación de una cola delante del portal de una casa de valores debería ser fenómeno infrecuente y, en su caso, colectivamente irrelevante, aun cuando la firma cayera después en quiebra. Para evitar que esa quiebra se produzca están previstos —valga otra vez el anglicismo— los llamados “requerimientos” de capital y los sistemas de evaluación de riesgos. Por otra parte, los mecanismos de “entrega contra pago”, la interposición de las cámaras de compensación para asegurar la contrapartida en ciertos mercados (entre nosotros los de futuros y opciones) y la constitución de “fianzas” obligatorias en todos ellos, ofrecen “colchones” normalmente sufi-

cientes para amortiguar imprevistos y evitar que el mercado se resienta ante incumplimientos singulares. Si, a pesar de todo ello, una firma de valores cae en quiebra tampoco los inversores deberían sufrir las consecuencias, siempre que se haya mantenido de manera satisfactoria la segregación de cuentas de valores y efectivo pertenecientes a clientes, que impone cada legislación. Esa es la explicación de por qué hasta ahora no teníamos en España Fondos de Garantía para Empresas de Inversión.

12) Otros tipos de fianzas.—Y debo añadir que no fue porque no pudiéramos. Desde el primer momento, la Ley del Mercado de Valores española ofrecía una redacción lo suficientemente amplia en este punto como para autorizar la organización de un sistema de protección que, más allá de la garantía del mercado (tal como hemos expuesto), permitiría también la tutela de otros objetivos. El precedente inmediato de aquella Ley —y, en concreto, la fianza de los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa— descansaba sobre otros planteamientos más amplios, que alcanzaban a cubrir supuestos de responsabilidad propia, hasta el punto de haberse usado en más de una ocasión —por lo general de manera justificada— para poner la imagen corporativa al abrigo de episodios comprometidos. Yendo incluso más lejos, la redacción primitiva de aquella Ley (LMV) no impedía siquiera que la fianza pudiera articularse añadiendo a esas dos funciones (garantía del mercado y cobertura de los intermediarios) un rol suplementario como seguro de valores y efectivo en interés de los clientes, tal como hoy promueven los sistemas comparados de Fondos de Garantía para Inversores. Si al desarrollar la Ley no se articularon así fue por varias razones. Primero de todo, era posible no hacerlo porque faltaba una Directiva que impusiera lo contrario. En segundo lugar, nada impedía a los propios intermediarios asegurarse por sí mismos, sin sujetar a los mejores a tener que subvencionar a los menos diligentes. Por fin, los mecanismos mencionados debían proteger los intereses del público frente a los riesgos más importantes. En ese contexto, el único flanco necesitado de protección, y que todavía quedaba sin respuesta suficiente, era el funcionamiento regular del mercado mismo, en el que el enlace orgánico de las operaciones (y también el que media entre los mercados de subyacentes y los de productos derivados) puede llegar a generar incumplimientos en cadena y producir un *efecto dominó* que, en situaciones de extrema volatilidad, o cuando se va asentando el temor a un cambio drástico (que no simplemente repentino) de la tendencia, también puede desembocar en fenómenos de contagio que terminen provocando un “colapso” del mercado. Pero, aun así, como se vio tras el *crash* de 1987, interrupciones temporales de la contratación y otras medidas auxiliares (los famosos *breaking periods and side-cars*) pueden ayudar a salir del paso y evitar que ese contagio se instale definitivamente.

## VII. MEZCLA DE ROLES EN LA ORGANIZACIÓN ACTUAL DE LA INDUSTRIA

La siguiente pregunta que había que plantearse es si, en la actualidad, concurren nuevos factores que estén modificando los planteamientos referidos. Y algo de eso hay, en efecto. Lo que antes llamábamos el *colapso del mercado* es una mala denominación para expresar que el mercado no existe: existe sólo una masa asustada de vendedores que no encuentra contrapartida para liquidar sus posiciones. Tal es la variante de riesgo sistémico en nuestro ámbito, normalmente precedida, asociada o seguida del no menos famoso *credit crunch*; por donde se descubre que el envite final siempre viene del lado de los bancos propiamente dichos, y depende de cuán apurados se encuentren los mismos para hacer frente a riesgos mal evaluados de su operatoria bursátil, de los que derivan de la asistencia financiera prestada a intermediarios excesivamente agresivos, y también del alcance de los anticipos o créditos concedidos a los llamados Fondos de “alto rendimiento” o de “cobertura”, por emplear los eufemismos al uso. Todo ello para no insistir de nuevo en el papel cada día más importante que los mercados de valores están asumiendo en la gestión de tesorería.

13) Declive de la segmentación de actividades.—Quienes desde hace años vienen patrocinando el desmantelamiento de las antiguas barreras de separación (*Glass-Steagall Act*), que en algunos países trataban de mantener relativamente aislados la industria de valores y el comercio de banca; también quienes se quejan de la falta de flexibilidad de la regulación a la hora de permitir a los gestores de Fondos de Inversión colocar el dinero de los demás como les venga en gana; y quienes reclaman, en fin, la mayor libertad para sustituir los *value at risk models* diseñados por los organismos reguladores internacionales (Comité de Basilea, IOSCO) por sistemas de evaluación de propia cosecha y articulados “a la carta”, deberían —sin temor a aprovechar oportunidades de negocio y de mantener la iniciativa para promover innovaciones útiles— sacar alguna enseñanza de la historia reciente. Para no entrar en el tema de los *Hedge Funds*, y de su discutible tratamiento en la crisis, a nuestros efectos, la conclusión más evidente a retener, dada la actual confluencia entre las actividades de la Banca y de Valores, acentuada en Europa por la Segunda Directiva Bancaria (que da la preferencia a las entidades financieras de capacidad universal), es que ya no resulta tan evidente como en otro tiempo que los Fondos de Garantía para Inversores sean un puro empeño tuitivo de política social para la protección de los más débiles. Y todavía habrá que mencionar en su favor, sin que ello despeje completamente las dudas que yo personalmente abrigo todavía sobre su conveniencia, algún otro elemento.

14) Mayor riesgo de fraude.—Voy a hablar ahora del último factor que me interesaba considerar. Los avances tecnológicos, la globalización y el incremento de actividades transfronterizas están aumentando la incidencia de otro

riesgo que, no siendo exclusivo ni siquiera característico del comercio de valores, encuentran en él un excelente caldo de cultivo, cabalmente por los rasgos que sí distinguen ese comercio, a saber, la información asimétrica, la selección adversa y la multiplicación exponencial de los conflictos de intereses. Me refiero al *fraude*, cuya erradicación fue el propósito fundamental para la articulación de una *Securities Regulation* bajo el New Deal norteamericano y que ahora vuelve por sus fueros mediante la imposición de los llamados Fondos de Garantía para inversores. Así lo ha reconocido de manera explícita —y en descargo de posibles fallos de supervisión— la Directiva europea que los regula; por más que, para mi gusto, el fenómeno se encuentra más cerca del cuento que llaman los alemanes *Der betrogene Betrüger*, o del “engañador engañado” (gentes que se consideran más listas por invertir en productos de rentabilidades increíbles), y, en consecuencia, su tratamiento jurídico debería ser reconducido a la figura de la estafa. No puedo olvidar, sin embargo, que el entusiasmo por los productos de diseño, la desintermediación financiera, la predilección por opciones “exóticas” (que están muy bien bautizadas) y la constante búsqueda de “gargas” en mercados más o menos emergentes y hoy de capa caída, han restablecido en estos últimos años la coincidencia entre la avaricia de algunos agentes y la codicia de ciertas capas del público, que es el factor que el máximo representante de la doctrina clásica norteamericana (fallecido el año pasado) identificó como la causa fundamental de los abusos que han ensombrecido siempre los mercados de valores. Lo que sucede es que, si seguimos sus enseñanzas —o las no menos autorizadas del mejor especialista vivo del Reino Unido sobre estas materias— la *Securities Regulation* no está para evitar que quien se muestra dispuesto a hacer locuras las consume: sólo trata de prevenir que otros intenten que se comporte como un loco quien no lo es (Loss). Y, para este propósito, dicho sea de paso, no sé si la imposición de los Fondos de Garantía puede proporcionar alguna facilidad complementaria y, en caso de ofrecerla, si operará a favor o en contra; pero de lo que estoy absolutamente persuadido es de que no existe mecanismo regulador ninguno capaz de poner a los insensatos al abrigo de su propia insensatez (Gower). Por esa razón, a mí me gustaría que el diseño de esos Fondos no se hiciera con excesivo apresuramiento, celebrarí­a la reflexión que se dedique a medir las consecuencias que acarrearán sobre los distintos operadores, atendiendo a la diferente articulación de las empresas bancarias y las que se dedican exclusivamente a los servicios de inversión, y atendiendo, por supuesto, a las exigencias del llamado *level playing field* y al denominado *building block approach* que, en el tratamiento de los riesgos, desenvolvimiento de las variables de negocio por tipos de actividad e igualación de las condiciones de competencia, han ido prevaleciendo en el Derecho europeo. Probablemente nada de esto servirá para evitar la creciente bancarización de todo el sector financiero. Pero, como queda dicho, también esta conclusión resulta *conforme con las Directivas*; y, los románticos que habríamos pre-

ferido ver afianzarse nuevas empresas de valores más fuertes e independientes, ya hace algún tiempo que, como el Dante, habíamos empezado a entonar aquello de *lasciate ogni spero*.

## VIII. LA EXCLUSIÓN DE COBERTURA PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Dada la discutible fundamentación económica y jurídica de los Fondos de Garantía para Inversores, atendiendo a su conexión implícita o explícita con la problemática del fraude y considerando la amplitud de los procesos de emigración de los pasivos bancarios hacia otras colocaciones, unido todo ello al carácter tutelar *difuso* que domina la política inspiradora de la articulación de esos esquemas compensatorios, parece que la primera pregunta que convenía haberse hecho, que nosotros también hemos dejado planteada desde el principio, y que ahora podemos intentar recuperar, es por qué razón no se ha comenzado el referido proceso de cobertura de riesgos en favor de la clientela, empezando por aplicársela a los partícipes de los Fondos de Inversión. Lo expongo con esta crudeza porque, más allá de discutibles disquisiciones teóricas y a la vista de lo que luego se dirá, son ahora mismo los más necesitados en abstracto de dicha cobertura; y, frente a ese postulado, la única respuesta plausible que he podido encontrar para negársela tiene que ver con el *timing* y sistemática del *corpus iuris* que articula las diferentes piezas del ordenamiento europeo en materia de comercio de valores. Se ha dicho así que, estando pendiente la reforma de las Directivas que se ocupan de regular lo que nosotros llamamos Instituciones de Inversión Colectiva (que en Europa se conocen abreviadamente como OICVM), es precisamente en ese ámbito y justamente en ese momento en el que debe plantearse la conveniencia de organizar eventuales esquemas compensatorios para este tipo de inversores.

15) Instituciones de Inversión Colectiva.—Creo estar legitimado para decir con cierto orgullo, por el recuerdo que todavía pueda quedar de mi paso por la CNMV en otro tiempo, que la pretendida falta de flexibilidad de nuestra legislación (que, obviamente, no es perfecta) en lo que toca a Fondos de Inversión —y prescindiendo deliberadamente de las Sociedades del mismo nombre (SIM), que, hasta ahora, han sido mayoritariamente entre nosotros sociedades “patrimoniales” de gentes adineradas con un trato de favor en la órbita fiscal escasamente justificable— no sólo no ha impedido el crecimiento exponencial de aquella forma de inversión, sino que —como también he señalado en otro lugar— aporta el mejor *test* empírico posible de la utilidad de la regulación. Lo entiendo así porque nunca hasta ahora, ni en los episodios de crisis más graves, tanto de casas de banca como de casas de valores, las carteras gestionadas, el patrimonio de esos Fondos o los derechos de sus partícipes resultaron sensiblemente menoscabados. Basta, sin embargo, consultar las estadísticas del departamento de reclamaciones de la CNMV, o el recuerdo de algún caso que sigue

coleano ante los tribunales, para saber que la eventualidad de malas prácticas, el riesgo de estafas propiamente dichas o la posibilidad de que aparezcan otros comportamientos desviados, tiene en las referidas Instituciones un campo de acción que no conviene ignorar. Las nuevas vías que la reforma abre ahora para la articulación de modalidades de Fondos más arriesgadas, o, si se prefiere, menos conservadoras, puede incrementar esos peligros, que tampoco son cosa de hoy, ya que, alguna de las figuras que en la actualidad intentan promoverse, permite combinaciones que históricamente fueron consideradas rechazables cuando, por primera vez, se reglamentaron estos fenómenos en Norteamérica a través de la *Investment Companies Act* del año 1940. Diré todavía más: porque ni los bastante ricos van a quedar al abrigo de esta “nueva ola”, si los mercados de valores siguen deteriorándose. El caso del *Long Term Capital Management* ofrece, una vez más, en este punto un buen ejemplo, ya que —por lo que ha trascendido— parece que su plan de saneamiento cuida en menor grado el rescate de las inversiones de sus capitalistas que la satisfacción de los créditos que, para la financiación de las operaciones de la gestión de su cartera, le otorgaron entidades confiadas en exceso en la autoridad de quienes las diseñaron y en la suficiencia de los propios modelos manejados por los bancos prestamistas para la evaluación de tales riesgos. Naturalmente, nada está más lejos de mi ánimo que el intento de asustar a nadie con previsiones pesimistas, que seré el primero en celebrar que no se cumplan; pero sigo creyendo que para dedicarse al oficio de regulador es bueno ser muy adicto al *fine tuning* y que conviene recordar muy a menudo la receta de la discípula predilecta de Keynes, cuando convocaba a esa empresa —cada día más difícil— de “no dejarse engañar por los economistas” (Joan Robinson). Le faltó añadir, aunque sean Premio Nobel. Ahora no voy a insistir en el tratamiento de esos Fondos especulativos, que en las “maduras” quieren sustraerse a los controles de una regulación considerada “ineficiente”, pero que no tienen inconveniente en “soportar” los auxilios dispensados por el regulador, cuando pasamos a las “duras”, aunque tales apoyos se dispensen a costa de otros paganos del propio sector. Esto último es lo que me preocupa; y aún me alarma mucho más la situación de la población ordinaria que busca una colocación prudente para sus recursos: porque, al sacar su dinero de los Bancos, pierde el derecho a hacer uso del seguro de depósitos; y, al trasladarlo a los Fondos de Inversión, tampoco dispone de cobertura, ya que estas Instituciones no cuentan con Fondos de Garantía. Llamar a esto “protección del inversor” es sencillamente un sarcasmo; y es por ello por lo que anticipaba al principio que no estamos acertando a solucionar correctamente este problema.

16) El partícipe como “depositante”.—Se me dirá, quizás, que no es culpa de las Directivas europeas que el ahorro de las familias en España haya operado ese desplazamiento en cantidades multi-billionarias. Pero tal estimación no es del todo exacta, por dos razones. Primero porque, cuando se dictaron

las Directivas en cuestión (Servicios de Inversión y Fondos de Garantía), ese fenómeno ya estaba perfectamente desarrollado en otros países europeos. Y, en segundo lugar, porque aquella consideración pierde relieve cuando se advierte que aquella asimetría entre grandes y pequeños inversores que yo deploro, sigue gravitando en este asunto a través del diferente tratamiento que a similar fenomenología dispensan esas normas en uno y otro caso. Porque si mi entendimiento de las Directivas (y, por su conducto, también de nuestra nueva Ley) fuera el correcto, resulta que la llamada “gestión de carteras”, en la medida en que es “servicio de inversión” en un sentido estricto, proporciona a la clientela de ese negocio (que no suele nutrirse precisamente de desheredados) cobertura suficiente frente a la crisis de la empresa, siempre, naturalmente que esa posibilidad —inicialmente sancionada por las normas europeas referidas— no se excluya de manera expresa al proceder a su incorporación, al amparo del artículo 4.2 y Anexo I del texto europeo que regula esos fenómenos (o de sus equivalentes nacionales); mientras que, por el contrario, quienes sólo detentan una participación, sin acceso directo al patrimonio común, dentro de un Fondo mutuo, salvo que por vía reglamentaria se intente lo imposible (es decir, considerar a sus “gestoras” como “servicios de inversión”, en los términos técnicos que disciplina la Directiva de ese nombre), resultan excluidos desde un principio del campo de aplicación diseñado por la que regula los Fondos de Garantía para Inversores. Y esto es bastante chocante si se tiene presente, a) que tanto por el tipo de clientela como por el servicio prestado, la aportación de efectivo a un Fondo de Inversión constituye un mecanismo de colocación del ahorro alternativo o sustitutivo de los depósitos bancarios: así pues, dotarlo de la misma cobertura tendría aquí parecido fundamento al señalado para los Bancos; y no hacerlo introduce un factor discriminatorio en la actuación de Bancos y No-bancos, favorable a los primeros, según está viéndose tras la crisis, por el “retorno” de algunos de esos recursos al circuito de depósitos, y b) por el diferente grado de confianza y voluntariedad que concurre respectivamente en el establecimiento de uno u otro tipo de relación (participación en un Fondo mutuo o adopción de decisiones autónomas de inversión): porque, en este último caso, el cliente se dirige al intermediario porque quiere o le interesa, y suele ser consciente de que, más allá del éxito o fracaso potencial de la colocación asumida, sus inversiones (aun asesoradas, e incluso sometidas a lo que llamamos “adecuación a su perfil” o *suitability*) incluyen siempre un componente de riesgo subjetivo y directo en el plano de las relaciones intermediario-cliente; mientras que la situación de quien participa de modo pasivo en un Fondo de Inversión (sin capacidad técnica —ni legal— para impartir instrucciones) se asemeja mucho más a la de quien solicita un puro servicio de depositario, que, por sus características, podría articularse incluso “fuera de balance”, con el riesgo añadido de fraude que ello supone y, más de una vez, nada fácil de detectar por cierto —como recuerda la Directiva—, ni siquiera mediante la supervisión.

(Para decirlo todo, si el comportamiento de esta última no fuera excusable, por concurrir en su actuación culpa grave, el recurso a un Fondo de Garantía tampoco sería la solución adecuada, y el tratamiento de este tema habríamos de buscarlo por la vía ordinaria de responsabilidad de la Administración, cuando ésta sea la vestidura del órgano de vigilancia negligente.)

#### IX. UNA CUESTIÓN HERMENÉUTICA: ¿RETROACTIVIDAD DEL FONDO?

En este repaso de temas polémicos llegamos así (y pido perdón por la terminología) a la “traca final” que la nueva Ley de Reforma de la hasta ayer vigente, lanza a los cuatro vientos en la primera de sus Disposiciones del mismo nombre.

17) Planteamiento del tema.—En efecto el número 2 de la Disposición Final Primera de la Ley 37/98, que reforma la del Mercado de Valores, dispone que la entrada en vigor de su Título VI —que se nutre de un solo texto (art. 77), referido precisamente a estos Fondos de Garantía de Inversiones— “respecto de los supuestos a los que les es aplicable [suspensión de pagos, quiebra, etc., de casas de valores] coincidirá con la fecha de vigencia de la *Directiva 93/22 CEE*, de 10 de mayo de 1993, relativa a los *servicios de inversión* en el ámbito de los valores negociables”. Pongo en cursiva el término “vigencia” (y la Directiva a que se refiere) porque, en mi opinión, el circunloquio empleado por el “legislador” para sancionar esa retroactividad no permite alcanzar el resultado pretendido. Por el contrario, se trata de un subterfugio que se vuelve contra quienes por acción, omisión, o maniobras de “derribo” piensan que la política consiste en hacer “apaños” y, a la postre, sirve únicamente para acentuar la sensación de dudosa constitucionalidad que —con celo tutelar de “víctimas inocentes”, digno de mejor causa— transpira por todos sus poros la norma “ideada” por los partidos del arco parlamentario para llegar a tan peregrina solución. Si queremos ponerle nombres y apellidos, parece que se estaba pensando en los inversores de AVA; pero el cupo de damnificados puede ser mayor e irán apareciendo en su momento. Yo no voy a embarcarme, sin embargo, en retóricas de anecdotario y, menos aún, en disquisiciones conceptuales acerca del espinoso tema de los grados de retroactividad de la medida u otras exquisiteces jurídicas semejantes. Tampoco es necesario hacerlo, puesto que ahora se trata simplemente de apuntar cosas mucho más gruesas y que estimo conveniente recordar para general conocimiento.

18) Disconformidad con las Directivas.—Según el viejo brocardo del parlamentarismo inglés, el poder legislativo “puede hacer cualquier cosa, excepto transformar un hombre en mujer”. Como es sabido —y yo mismo he recordado recientemente en esta revista—, hoy son muy distintos los ejercicios de “transformismo” que preocupan a nuestra ciudadanía, ya que aquellas opera-

ciones las practican los cirujanos todos los días fuera de Westminster. Pero, si ningún médico intentaría jamás liberar el ojo de un cuerpo extraño mediante un forceps (a pesar de que el adminículo permita extraer de otras cavidades cuerpos mayores), hemos de suponer que, para lograr sus propósitos, también el legislador ha de servirse de las herramientas adecuadas. La retroactividad de los Fondos de Garantía respecto de intermediarios y clientes, pretendida por nuestro Parlamento, no se satisface remitiéndola a una Directiva anterior a la que regula la materia y cuya *vigencia* (concepto jurídico, que no empírico) se circunscribe a los poderes públicos de los Estados miembro de la UE, como únicos destinatarios de la norma comunitaria. Otra cosa habría sido referirla al llamado *efecto directo*, también concepto técnico, pero de imposible utilización (cualquiera que sea su alcance) cuando se conecta a una Directiva que no había sancionado todavía la existencia y obligatoriedad de esos Fondos de Garantía. Por último, y para mayor desdoro de nuestros cuerpos legislativos (*imputet sibi* cada uno la responsabilidad que respectivamente le corresponda), la norma española no debe interpretarse en clave de Derecho europeo, porque el criterio de exégesis y aplicación *conforme a la Directiva* sólo rige respecto de aquellas disposiciones que sancionan derechos o establecen deberes de fuente comunitaria. Puesto que ni la Directiva que regula los Fondos de Garantía, ni tampoco la más antigua de Servicios de Inversión a la que remite nuestro legislador, imponen la retroactividad de esos sistemas de compensación para inversores, hemos de concluir que la interpretación de la norma española que venimos comentando debe de sujetarse exclusivamente al propio Derecho nacional. Y, llegados a este punto, resulta que la *vigencia de la Directiva* sobre Servicios de Inversión a la que se nos remite, por lo que se refiere concretamente a las referidas relaciones entre particulares y en casos de insolvencia de las firmas de aquel nombre, *coincide* exactamente con la misma fecha de entrada en vigor de la propia Ley de Reforma 37/98 que la incorpora al sistema jurídico español. Lamentable coincidencia, que cabría rotular perfectamente como “efecto boomerang”, por no decir la trampa de “retrotraedor retrotraído”, y que nuestro legislador podría haber sorteado sencillamente —por aquello de que “*in claris non fit interpretatio*”— si hubiera señalado directamente y sin ulteriores requilorios el día, mes y año al que intentaba hacer retroceder los efectos de aquel artículo 77. Comprendo que declarar expresamente tan desmesurado efecto retroactivo, sin ofrecer explicación más razonable ni matizar el alcance de dicha retroactividad, puede producir alguna inhibición y hasta quizás llegue a ofender la sensibilidad de los menos apocados. Pero no hacerlo tiene estos otros inconvenientes y habrá que atenerse a las consecuencias.

## X. LA DUDOSA CONSTITUCIONALIDAD DE LA MEDIDA

Las que acabo de mencionar hace un momento se resumen y conocen en el mundo del Derecho con el nombre de *interpretatio abrogans*; porque como las

grabaciones de los espías, la norma que es preciso interpretar se “autodestruye” tan pronto desciframos su mensaje. Para quienes gusten de tecnología menos sofisticada, o prefieran usar de otros planteamientos (cuestión de constitucionalidad, recurso del mismo nombre, o en solicitud de amparo), que —no se olvide— son, por lo general, recursos que también pasan factura, ahí va, sin coste alguno, una modesta propuesta de carácter tentativo para empezar a estandarizar un formulario o vademécum de posibles alegaciones.

19) Comparación con los impuestos.—El Fondo —o Fondos— de Garantía para inversores se configuran *por Ley* como una especie de mutuas de reparto, de afiliación universal (obviamente circunscritos, según decíamos, al “universo” del sector) y dotación obligatoria; lo que significa —según ya queda dicho— que legitiman la exacción forzosa de recursos procedentes de los particulares (es decir, de su *propiedad*) para que, de este modo, lo más cuidadosos subsidien, subvencionen y aseguren los “quebrantos” de los menos diligentes. (Es imposible cuantificar ahora el “efecto dominical” de aquella dotación obligatoria, sobre todo ignorando la cuantía de los “pasivos” con que nacerán esos Fondos entre nosotros; pero no me extrañaría demasiado que pudiera suponer dos o tres veces los beneficios anuales de algunas de las casas de valores de mediana o pequeña dimensión). Pues bien, si se repara un poco más en la configuración descrita y se acepta la caracterización que adelantamos, es claro que el sistema en cuestión funciona económicamente de manera no muy diferente a un *impuesto*, cuyo posible alcance “confiscatorio” tampoco puede medirse de momento sin disponer de datos más precisos. Pero sí es posible asegurar que, a diferencia de lo que sucede en relación con cualquier otro gravamen sobre la actividad empresarial —cuya evasión no autoriza a impedir la prosecución de la actividad de empresa que viene ejercitando el defraudador—, en el caso que ahora nos ocupa, esto es, en el de falta de pago de las cantidades requeridas para dotar el capital del Fondo o para hacer frente a sus contribuciones o derramas, supone jurídicamente la pérdida de la licencia para operar e impide, en consecuencia, el *libre* desenvolvimiento de las correspondientes actividades financieras por parte de quien no quiera (o no “pueda”) hacer estos desembolsos. Incluso sin retroactividad, y aunque el Fondo no naciera con deudas anteriores, estamos hablando de asuntos muy serios: porque ese “hermanamiento”, mutualidad o *pooling*, —lo hemos dicho también— es cualquier cosa menos una asociación voluntaria; y, además porque la quiebra de una casa de valores —lo hemos visto asimismo con anterioridad— carece de la repercusión social (tutela de modestos ahorradores pasivos) y económica (peligro de “contagio” y crisis del sistema general de pagos) que justificaron la consagración del seguro de depósitos para los bancos. Ahora no es necesario volver sobre el diferente funcionamiento de los riesgos en uno y otro campo (comercio de valores y actividad bancaria); pero lo adelantado hasta aquí es suficiente para entender por qué razón el primero ha funcionado —y podría seguir haciéndolo, si no lo impidiera la obliga-

ción de acatar la Directiva— bajo el sistema mucho más incentivador y justo, o, si se prefiere, menos discriminatorio y costoso, de una simple *fianza en garantía del mercado*, sin incorporar la cobertura suplementaria de intermediarios y de clientes, que entonces pueden desentenderse, cada uno por su lado, de la calidad de un servicio asegurado de antemano, y, aunque sólo lo sea en parte, también discutiblemente “a todo riesgo”.

Al recordar los factores, que, en perspectiva económica y jurídica, resultan relevantes para la construcción de la figura de estos Fondos compensatorios para Inversores (factores que el legislador español parece no conocer o menospreciar) soy perfectamente consciente de que nuestro Tribunal Constitucional, hoy recipiario de similar actitud de ignorancia y desatención por parte de las principales formaciones políticas, y heredero del que en otro tiempo se llamaba precisamente “de garantías” (y no me excuso por desempolvar la terminología garantista, dado de lo que estamos hablando), ha demostrado, por el contrario, una gran delicadeza a la hora de precisar los límites de los “derechos fundamentales”, cuyo traspaso resulta merecedor de reproche en términos constitucionales. Y no se me oculta tampoco que, con idéntico respeto al imperio de la Ley, que es cosa muy distinta al arbitrio del legislador, esa magistratura se ha mostrado bastante remisa a considerar inconstitucionales algunas leyes tributarias propiamente dichas, a pesar de su declarado alcance retroactivo. Pero me parece que el tema que ahora estamos planteando excede de la doctrina vigente en tales ámbitos, creo que nos coloca ante un asunto virginal y que nos encontramos, en fin, ante una situación sin precedentes: porque no conozco ninguna sentencia de aquella jurisdicción que se haya enfrentado nunca con un problema en el que la protección de “víctimas” (no siempre tan inocentes), por cierto en el seno de puras relaciones privadas (empresa-cliente), y libremente consentidas entre particulares (que algunas veces son igual de codiciosos), haya intentado resolverse transformando en “víctima sustituta”, o chivo expiatorio *ministerio legis*, a sujetos ajenos a la relación causal. Y eso es lo que cabalmente supone la retroactividad que nosotros rechazamos: convertir en damnificados a *terceros* (las restantes firmas del sector) que han actuado de manera correcta y a los que la Ley retroactiva impone ahora cubrir quebrantos ajenos (ni siquiera fáciles de detectar por el supervisor), si quieren proseguir el ejercicio de su empresa.

20) Factores añadidos.—Queda todavía por comentar algún otro factor de posible inconstitucionalidad que, no obstante su apariencia menos impresionante y solemne, representa a nuestro juicio el reproche principal que pueda hacerse a este ilegítimo intento de cobertura de riesgos desencadenados por otros. Me refiero al principio de *igualdad* y, sobre todo, a las exigencias de *seguridad jurídica*.

El artículo 77, que ahora pretende hacerse retroactivo, dice —y es pronunciamiento justo— que, en caso de incumplimiento por la empresa de inversión

de las obligaciones exigibles por el Fondo, sus clientes sólo tendrán derecho a ser compensados por las operaciones que hubieran efectuado “hasta el momento”. Si esto es así para el futuro, ¿no constituye una profunda contradicción valorativa que los clientes de una empresa que no ha cotizado nunca y que jamás contaron, ni podían soñar, con aquella garantía puedan disfrutar ahora esa cobertura para un período ya pasado?; y, a la inversa, ¿podrían los mencionados terceros, o cualquier persona en su sano juicio, suponer alguna vez que perderían el acceso a la industria, o podrían resultar expulsados de ella, porque a un legislador que dispara, no ya con dinero público y gastando la “pólvora del Rey”, sino con la más modesta que sale del bolsillo de sus súbditos, además de venir autorizado por la Directiva para hacer fuego a discreción con munición ajena, se le ocurriera semejante disparate? Refiriéndonos, en fin, al caso de empresas de inversión foráneas que se afilien a un Fondo de Garantía español, cosa posible, ¿puede extenderle el legislador doméstico una retroactividad a la que no están sujetos por Derecho comunitario?; y, *last but not least*, si en alguna de tales empresas extranjeras aseguradas en nuestro país aparecieran “pasivos” por actuaciones exteriores durante el período retroactivo ¿tendrá que hacerles frente el Fondo español?

Para no seguir formulando preguntas incómodas del mismo estilo, mencionaré, en fin, la existencia de otro posible enfoque del tema, donde se demuestra, mejor que en otro terreno ninguno, lo disparatado de aquella retroactividad, que, bien miradas las cosas, no es sólo retroactividad de la Ley, sino también *retroactividad de los actos administrativos* y eventualmente *judiciales*. Lo entiendo así porque para dar satisfacción a los derechos de unos damnificados de otra época puede ser necesario modificar (o “resucitar”, según el momento procesal y el grado de retroactividad de que estemos hablando) decisiones producidas en trámite de intervención de casas de valores, convenios alcanzados en casos de suspensiones o quiebras y hasta será necesario “recalcular” sus masas activas y pasivas y “recalificar” créditos, etc., todo ello sin mencionar la inquietante situación que se produciría si alguna de aquellas “víctimas” impetra el auxilio de la CNMV para que el supervisor solicite del juez, en aras de la retroactividad, el desconocimiento de la “cosa juzgada”. Me parece que fue un historiador —y ellos son los que mejor se desenvuelven en estos asuntos del pasado— el que dijo aquello de que “Es muy útil hacerse preguntas, pero muy peligroso contestarlas” (Charles Seignobos). Yo no estoy interesado en responder las mías, porque, a estas alturas de nuestra “historia” no sé ya si merece la pena consumir más tiempo en recopilar argumentos para luchar contra cuestiones absurdas. Pero todavía formularé la última: ¿Puede alguien, con saberes elementales de Derecho y Jurisprudencia, atreverse a negar que las interrogantes expuestas hasta aquí atentan frontalmente contra la seguridad jurídica?

# LA NUEVA ORIENTACIÓN EUROPEA PARA LOS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES

MARÍA CANDELAS SÁNCHEZ MIGUEL

*Profesora titular de Derecho Mercantil  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Complutense*

---

## SUMARIO

- I. ENFOQUE ECONÓMICO DE LA REFORMA DE LOS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES.
    - 1. Análisis de las causas que han incidido en el desfavorable funcionamiento de los segundos mercados bursátiles en la UE.
    - 2. Diferencias en las legislaciones nacionales, así como en las prácticas bursátiles de los países de la UE.
    - 3. Otras diferencias detectadas entre los países de la UE.
  
  - II. PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS SEGUNDOS MERCADOS EN EL ESTADO ESPAÑOL.
    - 1. Introducción.
    - 2. R.D. 710/1986 y Orden de 26 de septiembre de 1986, sobre creación y desarrollo del segundo mercado español.
  
  - III. SISTEMA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN LOS EE.UU.
    - 1. Introducción.
    - 2. Estado actual de las PYMES en el mercado de los EE.UU.
    - 3. Financiación de las PYMES en los EE.UU.
-

IV. PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA, EN TORNO A LAS POSIBLES SOLUCIONES DE REFORMA DEL SISTEMA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES.

1. **Modificaciones en el interior de las PYMES.**
2. **Acondicionamiento del Mercado Único Europeo.**
3. **Inversión institucional.**

V. NOTA BIBLIOGRÁFICA.

---

I. ENFOQUE ECONÓMICO DE LA REFORMA DE LOS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES

La reforma del Tratado en Amsterdam ha supuesto un interés particular por las políticas comunitarias que tengan incidencia en la creación de empleo, en este sentido se ha ponderado la incidencia que tienen en su creación las PYMES, llegando a considerarse la necesidad de revisar y modificar las políticas de financiación de las mismas desde esta perspectiva de creación de empleo.

La Comisión Europea presentó a tal efecto (Bruselas, 21 de enero de 1998) una serie de medidas de asistencia financiera a las PYMES, considerando a estas, según la definición que figura en el Anexo de la Recomendación 96/289/CEE, como a las empresas que empleen menos de 250 trabajadores, que tengan menos de 40 millones de ecus en concepto de rendimiento anual de inversión, y 27 millones de ecus<sup>(1)</sup> en el balance de situación.

Las medidas que se proponen corresponden, en primer lugar, a una ayuda al desarrollo financiado a través del Mecanismo Europeo para las Tecnologías (MET) mediante el mecanismo capital-riesgo, que controla el Fondo Europeo de Inversión (FEI), y que hará inversiones en fondos de capital-riesgo especializados en empresas tecnológicas, que facilitarán ayuda a las PYMES punteras en nuevas tecnologías.

La segunda medida propuesta es la creación de empresas conjuntas transnacionales, las *joint venture* europeas, que se constituyan dentro de la UE, con una subvención de 100.000 ecus por proyecto.

Y en tercer lugar, se presenta un mecanismo de garantía para las PYMES financiado por el FEI, que está destinado a aumentar los préstamos para las

---

(1) Las cantidades que figuran en Ecus se tendrán que cambiar en euros a partir del año 2000.

PYMES, a través de un reparto del riesgo con los sistemas nacionales de garantía.

Esta estrategia constituye un elemento muy importante para la creación de empleo, centrado en el desarrollo de las PYMES europeas; no obstante, esta preocupación de las autoridades comunitarias no hay que contemplarla de manera aislada, aunque la inmediatez de la celebración de la Cumbre de Luxemburgo las resalte y en consecuencia haya acelerado propuestas elaboradas con anterioridad, sobre todo las referidas a la financiación, que hay que encuadrarlas dentro de la preocupación manifestada por la Comisión Europea en la Comunicación de 25 de octubre de 1995 [COM (95) 498 final], sobre la viabilidad de la creación de un mercado europeo de capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y su crecimiento), en la que se observaba la ausencia de mercados de capitales para las PYMES europeas, por lo que muchas de ellas acudían a solicitar la admisión a cotización a los mercados norteamericanos, en especial al mercado NASDAQ.

Durante todo este periodo, las autoridades comunitarias han seguido buscando alternativas que hicieran posible evitar la financiación bancaria o de recursos propios, que tan alto coste tenía sobre la financiación de estas empresas, en especial las primeras.

En este sentido, se estudió la viabilidad por la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA) de crear un mercado europeo de capitales para las PYMES, así como una Asociación Europea de Corredores de Valores Bursátiles (EASD), que se concretó en dos proyectos financiados por el sector privado orientados a la creación de este mercado europeo para empresas de ámbito internacional y sobre todo de crecimiento rápido y seguro. Estos fueron el mercado EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automate Quotation*) y el *Nouveau Marché/Euro-NM*.

El programa propuesto, y concretado en las tres medidas apuntadas, es compatible con todo de tipo de propuestas que sirvan para el mantenimiento de las PYMES, para lograr su expansión y continuidad en el mercado, y sobre todo, para ajustar los mecanismos de financiación, que como se ha demostrado a lo largo de todos estos años, no van a la par de las necesidades prácticas de las empresas, en sus diversas formas organizativas, que en muchos casos, desde la perspectiva normativa, es decir desde las Leyes que regulan los tipos societarios, armonizadas mediante Directivas Comunitarias, plantean contradicciones importantes, como es el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, teórico modelo de estas pequeñas y medianas empresas, que al haber quedado fuera de la emisión de títulos cotizables, las excluye de los sistemas del mercado bursátil.

## **1. Análisis de las causas que han incidido en el desfavorable funcionamiento de los segundos mercados bursátiles en la UE**

Si consideramos que en Europa hay más de 500.000 empresas con más de 20 trabajadores, que en su conjunto pueden tener una facturación anual de 5 millones de ECUs, y aunque no fuera nada más que en un número reducido las que accedieran al segundo mercado, tendríamos que pensar que alrededor de diez mil a veinte mil empresas podrían estar cotizando en el mercado bursátil europeo [COM (97) 187 final, pág. 5] alguna de las cuales ya lo hacen en el mercado norteamericano, es decir en el NASDAQ (se contabilizan actualmente 80 empresas europeas).

Las características económicas de las empresas que cotizan suelen tener unas tasas de crecimiento económico superior al 10%, y un aumento en sus ventas entre un 27% a un 172%, después de los primeros ejercicios económicos de su entrada en el mercado bursátil (según fuentes de la NASDAQ, y citadas en el *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24-9-1996). El éxito a largo plazo de estos mercados va a depender sobre todo de la admisión de un número suficiente de empresas innovadoras, ya que al parecer son las más atractivas para los inversores, y sobre todo las que más perspectivas tienen de mantener su crecimiento en el mercado europeo; en este sentido tanto el mercado EASDAQ como el EURO-NM tienen el mismo objetivo, siendo su finalidad paneuropea, y centrada en las necesidades de financiación de las empresas innovadoras y de rápido crecimiento.

Esta preocupación de financiación de las PYMEs ya se manifestó por la Comisión en 1995, presentando una Comunicación sobre la viabilidad de creación de un mercado europeo de capitales para las empresas pequeñas, caracterizadas por la eficiencia en la gestión y su crecimiento [COM (95) 498 final] debido a que las normas dictadas a este respecto no estaban dando los resultados esperados, en especial la Directiva 93/22/CEE, de 10-5-1993, sobre los servicios de inversión, que permite a los corredores realizar transacciones en cualquier estado de la U.E., siempre que cuenten con el "pasaporte". La falta de una adecuada transposición de esta norma imposibilita su aplicación en la mayoría de los Estados miembros. Igual resultado ha tenido la Directiva 93/6/CEE de 15-3-1993, sobre adecuación del capital, que abría la posibilidad de creación de nuevos mercados bursátiles.

También en esta línea, se presentó un Proyecto de Directiva [COM (95) 366] que regulaba uno de los instrumentos necesarios para mejorar el mercado europeo de valores, mediante la creación de un Comité de Valores, que sustituiría al Comité de Supervisores de valores, adecuando sus funciones a las necesidades de los nuevos mercados europeos, sobre todo en su función de asesoramiento de la Comisión, como organismo técnico y consultivo, que orientara a

esta de las necesidades que fueran surgiendo, sin menoscabar las facultades de los Estados miembros a este respecto.

Toda esta normativa no ha dinamizado la creación de nuevos mercados, como es hoy día constatable, y es más, aquellos que se crearon, tienen un funcionamiento ralentizado, llevándonos a la conclusión de que son sobre todo factores económicos, algunos incluso de falta de cultura económica de las empresas pequeñas y medianas a este respecto, lo que de inicio limita el buen funcionamiento de los mismos.

Uno de los principales problemas con que nos encontramos en la actualidad, y que incide como eje básico sobre todos los demás, es la identificación de las empresas que podían formar parte de estos mercados, al no ser suficientes las instrumentos formales con los que se cuentan para la clasificación de las PYMEs, su contabilidad, el número de trabajadores, el volumen de ventas... etc. No es suficiente una declaración de carácter general de que se trata de empresas con fuerte crecimiento y punteras en nuevas tecnologías, si bien estas son las características que reúnen la mayoría de las cotizadas en el mercado EASDAQ, que en el ejercicio económico 96 a 97 obtuvieron un crecimiento anual por encima del 10%, aunque haya un grupo de empresas, unas tres cuartas partes de las cotizadas, que han obtenido resultados superiores, hasta un 25%.

Es necesario destacar la importancia que tiene en esta materia la gestión de la empresa, ya que las características apuntadas no son suficientes, derivándose un alto grado de quiebra, actualmente situado alrededor del 5% de las empresas europeas en las cinco primeros años desde su creación, según las cifras facilitadas por el Observatorio Europeo de las Pequeñas y Medianas Empresas, entendiéndose por quiebra cualquier forma de terminar la vida en un mercado.

Se pretende potenciar el asesoramiento especializado a través de sistemas de colaboración pública y privada, aprovechando el conocimiento de gestión de expertos que pondrían a disposición de las PYMEs su experiencia, especialmente en lo que se refiere a su forma de financiación. En el Reino Unido existe el "Small Firms Service" con unos 300 asesores cuyo coste de mantenimiento asciende a más de 14 millones de ecus; sus resultados de asesoramiento están siendo muy favorables, habiéndose detectado una disminución efectiva en el número de quiebras anuales. Esta cultura de asesoramiento se está abriendo camino, y así en nuestro país se ha creado una asociación "Seniors" que agrupa a altos ejecutivos, jubilados que, a un coste reducido, asesoran a las empresas que se lo soliciten, preferentemente a las PYMEs, con el fin de capitalizar la experiencia que han acumulado a lo largo de su vida profesional.

La Comisión, con relación a la determinación de cuáles son las características que deben reunir las PYMEs para acceder al segundo mercado, propone una metodología europea de autoevaluación, sin que se llegue a definir cuál sería esta; más se orienta a que se examine el segundo mercado norteamericano, en

especial el funcionamiento del NASDAQ, con sus veinte años de experiencia. No obstante, a esta experiencia habría que objetar que las condiciones no solo económicas sino formales de las empresas americanas son diferentes a las europeas, condiciones a las que me refiero en el punto tercero de este trabajo, y que marcan el coste inicial de creación de las mismas de manera considerable.

Otro tema importante con referencia al acceso de las PYMEs al segundo mercado es la elevada exigencia de información y transparencia financiera que se exige para cotizar en bolsa, superior a la exigida a efectos fiscales; esta exigencia necesaria, tanto por las disposiciones de las normas de regulación de los mercados bursátiles como por exigencia de los inversores, puede ser un obstáculo para las PYMEs, que ven aumentar su coste de financiación, aunque hay que contar que esta obligación recae sobre las sociedades garantes de la emisión, que son las que deben de dar contenido al folleto informativo, siendo suficiente que las sociedades presten los datos necesarios, poniendo a su disposición las que posean; cuestión distinta es la constatación de que las pequeñas y medianas empresas ven muy reducida la exigencia de información externa, salvo que tengan la forma de sociedad anónima.

La necesidad de un asesoramiento técnico se manifiesta en la dificultad de preparar una OPI (Oferta Pública Inicial de acciones), de ahí que salvo emisiones de alto valor, normalmente superiores a 100 millones de ecus, las grandes entidades financieras no parecen proclives a participar; esto permite pensar en una dificultad añadida para la emisión, ya que en gran medida el éxito de las mismas depende de la importancia de la sociedad financiera garante.

Posiblemente la existencia de una moneda única para toda la UE sea un dato alentador para la participación en las emisiones de las grandes corporaciones financieras, por las valoraciones que se han hecho en torno a la circulación del capital financiero.

Los costes de emisión son elevados, en el mercado NASDAQ oscilan entre un 7% a un 9%, mientras que en Europa se calculan en un 20% sobre el valor de la emisión; este elevado coste plantea la necesidad de ayudas a la primera emisión, aunque parece no haber acuerdo entre las Bolsas Europeas a este respecto. De manera aislada, este planteamiento se esta poniendo en práctica; así, en la Región de Lombardía (Italia) la Unión de Cámaras de Comercio ha creado un mercado secundario para empresas con un capital superior a medio millón de ecus. La Bolsa Irlandesa lanzó en 1997 la “Developing Companies Market”, que proporciona unas condiciones menos onerosas que las que se aplican a los valores cotizados en Bolsa.

Todas estas iniciativas, más las que vayan surgiendo, podrán orientar a las autoridades comunitarias a formular propuestas efectivas, que dinamicen y potencien los segundos mercados de valores para las PYMEs.

## **2. Diferencias en las legislaciones nacionales, así como en las prácticas bursátiles de los países de la UE**

Actualmente la UE tiene 18 mercados de valores, con sus correspondientes organismos reguladores; esta fragmentada estructura conlleva una diversificación de contenido de los Reglamentos reguladores, lo que hace ineficaz el postulado de armonización comunitaria; frente a esta situación en EEUU, desde 1996, que se suprimieron las Leyes estatales, existe un único organismo regulador, la “Securities and Exchange Commission”, que se encarga de la reglamentación del mercado de valores en su conjunto.

Un ejemplo significativo es la transposición que se ha hecho de la Directiva 89/298/CEE, relativa a los folletos de emisión, que al no contemplar el reconocimiento mutuo automático de los folletos, aunque hayan obtenido el visto bueno de sus autoridades nacionales, dificulta que una empresa acceda a otro mercado distinto al de su propia nacionalidad, ya que no todas las otras autoridades de los países comunitarios están dispuestas a certificar el contenido del folleto, debido a las diversas modalidades con que se ha incorporado el art. 21, apartado 1 de la citada Directiva.

Estos folletos que contienen una minuciosa información, deben traducirse a otros idiomas, junto con la información adicional, y añadir la publicación de los anuncios en varios diarios nacionales, y que sin dejar de reconocer su efectividad, obliga a las PYMEs hacer sus emisiones de títulos en un solo país, al dispararse el coste de su salida al mercado de valores. Estos factores tienen un resultado negativo en el estado de liquidez de estas empresas, así como en el valor del precio de sus títulos, por razones cuantitativas: menor mercado, menor inversión.

La necesidad de disminuir el proteccionismo nacional de muchos mercados bursátiles europeos hará posible fomentar el arraigo de los de carácter supranacional, en este caso los europeos, lo que contribuirá a aumentar su tamaño, a reducir los costes de emisión, y a beneficiar no solo a las empresas, sino también a los inversores.

Los puntos claves para obtener éxito los nuevos mercados de las PYMEs son dos: disponer de suficiente liquidez, y tener una avanzada tecnología, que facilite la operativa en toda la línea desde la emisión hasta la cotización de los valores, así como mantener el sistema tradicional de las órdenes de contratación, imperantes desde la perspectiva mercantil, como un sistema consolidado de contratación bursátil.

La liquidez se obtiene en base de un gran volumen de transacciones de los valores de movimiento de capitales, que permita a los inversores operar con una cierta garantía de realización de sus inversiones, a través de una gran transparencia en el funcionamiento, que permitan una perfecta y permanente información,

hoy día de fácil obtención mediante los sistemas informáticos, en este caso de Internet.

El cumplimiento de los objetivos señalados no es sinónimo de éxito, es necesario un periodo de tiempo más o menos largo, en función de la gestión de los órganos rectores, de quienes dependerá la estrategia para hacer atractivo este mercado, como una forma de obtención de recursos propios de las empresas, así como para los inversores.

En nuestro país hay un tema añadido, que es coincidente con otros países de nuestro entorno jurídico, que es el del tipo jurídico apropiado para dar contenido a las pequeñas y medianas empresas, en concreto a las Sociedades de Responsabilidad Limitada, cuya Ley reguladora, LSRL, no acoge la posibilidad de que estas empresas puedan acceder al mercado bursátil, al tener prohibida la emisión de títulos negociables, quedando el tipo de Sociedad Anónima como único que admite su carácter abierto, y en consecuencia la posibilidad de obtener recursos propios en el mercado de capitales, ya que si bien las Sociedades Comanditarias pueden emitir acciones, su carácter de sociedad personalista limita la utilización como tipo de las PYMEs.

Las críticas a la prohibición de que los títulos representativos de las SRL, las participaciones, tengan carácter de valores, son mayoritarias en la doctrina mercantilista española, aunque haya autores que justifiquen esta postura del legislador español, sobre la base de aducir la falta de garantía de estas sociedades para los acreedores, al seguir considerando el capital social como límite de garantía, posición bastante cuestionable hoy día.

Los segundos mercados existentes en la UE, en cada Estado miembro, según la Comisión [COM (97) 187 final] que tienen una cierta actividad, serían los siguientes; el *Nouveau Marché* francés, que actualmente opera más como mercado Europeo, al estar cotizados valores de sociedades de otras nacionalidades comunitarias. Su carácter europeísta le ha llevado a crear la Red Euro-NM, que permite la conexión de este con otros mercados, y que espera aprovecharse de la entrada del euro como moneda única europea. También están operando el *Nouveau Marché* belga, el *Nuer Markt* alemán, y el *Nieuwe Markt* de Amsterdam.

En Inglaterra existe un mercado alternativo a la Bolsa de Londres, muy activo a partir de las medidas económicas de 1995, que actualmente tiene cotizando 160 empresas. También la Bolsa Irlandesa ha puesto en marcha un mercado para las empresas en desarrollo, el *Developing Companies Market*, que aligera las condiciones de admisión de valores, frente a los exigidos en la Bolsa; así, solo se exige la contabilidad del último año frente a los tres de la Bolsa. En Alemania en estos momentos opera un mercado extrabursátil, el *Freiverkehr*, en el que operan alrededor de 500 empresas, con larga tradición en este tipo de operaciones de empresas no cotizadas en el mercado oficial.

En Italia, en la Región de Lombardía, la Unión de Cámaras de Comercio ha puesto en fecha reciente, 1997, un segundo mercado para empresas con un capital superior a medio millón de ecus, que facilita el acceso a las PYMEs y logra un medio de financiación más barato que el proveniente de los bancos. Además se proyecta un mercado llamado METIM (Mercado Telemático de las empresas medianas) orientado a las empresas familiares de fuerte expansión económica.

Frente a estos segundos mercados nacionales podemos señalar los mercados de carácter europeo, al ya mencionado *Nouveau Marché* francés y su Red Euro-MN, que comenzaron su actividad en marzo de 1996, y desde un principio al solicitar la admisión de empresas extranjeras, se configuró como un mercado europeo en su comienzo, se atiene en su Reglamento a las normas francesas del mercado de valores, mientras que la Red Euro-MN se ha constituido mediante una grupo de interés económico, que pretende ser el que capitalice las ventajas de la armonización legislativa que se haga, o tenga, que producirse. Hoy día el *Nouveau-Marché* acoge a un reducido número de empresas, unas 18, aunque capitalizan alrededor de 220 millones de ecus, augurándose su crecimiento con la total entrada del euro como moneda de cambio.

El EASDAQ como mercado europeo, es el resultado de una iniciativa privada, que pretende crear un servicio para las empresas europeas, auspiciado por la Comisión [COM (95) 498 final] del que forman parte 12 de los actuales países de la UE, y cuya actividad ha comenzado en noviembre de 1997, con la finalidad de cumplir la función que para el mercado norteamericano cumple el NASDAQ, y que según un estudio elaborado en 1994 por Graham & Partners puede servir para que las empresas que estando en condiciones económicas para acceder a un sistema de financiación no lo hacen por su tamaño; el ejemplo del mercado americano anima esta propuesta, ya que de las 10.324 empresas cotizadas en el NASDAQ, hay un porcentaje importante de empresas europeas, que a su vez tienen una cuota en el mercado USA importante, alrededor de un 20% de facturación. Esta es una motivación para atraer al mercado europeo las empresas que tienen que buscar sus recursos de financiación fuera de él, perdiendo parte de los beneficios que reporta para la economía.

La intención de los organizadores del mercado EASDAQ es aprovechar la sinergia de las empresas europeas caracterizadas por su buena gestión, su rápido crecimiento, y sobre todo por su apuesta por las nuevas tecnologías, pero sobre todo que tengan aspiraciones trasnacionales. Tienen que ser empresas que acudan a los segundos mercados para obtener recursos propios con los que financiar su desarrollo, teniendo que cumplir un requisito formal importante, la presentación del folleto de emisión para cotización de los títulos, con los requisitos de contenidos exigidos en las Directivas 89/298/CEE y 90/211/CEE, respectivamente.

La pertenencia al EASDAQ requiere unos requisitos: han de ser socios que participen en el comercio, análisis y patrocinio de títulos de pequeñas y medianas empresas, los agentes o corredores que actúen dentro de este mercado han de registrarse cumpliendo las condiciones que a tal efecto se determinen, también deberán fijarse las condiciones de acceso y posterior publicación de las empresas aceptadas a cotización.

El éxito de estos mercados europeos, hoy día, está dependiendo de varias áreas, ya que el solo cambio legislativo no producirá los efectos deseados; hay que buscar un cambio en los operadores de estos mercados, así como de los inversores. Se ha comprobado una mejor acogida de las acciones frente a las obligaciones, aunque debido a las alteraciones de los cambios se abra camino a una preferencia por valores estables. La Comisión baraja unas cifras sobre estas preferencias de los inversores que fluctúan entre los países: en Suecia se invierte el 35% del activo financiero de los particulares en acciones, frente a un 17% en el Reino Unido, un total del 10% en Francia y un 5% en Alemania.

Un organismo similar al EASDAQ, el AIM (*Alternative Investment Market*) funciona en el Reino Unido, por razones de su comportamiento con el resto de los países comunitarios, que tiene la finalidad de servir para el mercado inglés.

### **3. Otras diferencias detectadas entre los países de la UE**

Parece necesario destacar que las diferencias detectadas por la Comisión en el examen de la situación de los mercados de valores europeos [COM (97) 187 final] es aplicable a todos ellos, y no solo a los segundos mercados; el problema es que los efectos son distintos en unos y otros, debido a la falta de consolidación de estos segundos; los inversores se retraen en mayor medida, porque a la incertidumbre derivada de los valores PYMEs se añaden otros costes que pueden disminuir la atracción para su compra.

Las diferencias detectadas corresponden:

#### **A) Normas de contabilidad**

La armonización contable llevada a cabo a través de las Directivas 78/141/CEE, de 25 de julio, y 83/349/CEE, de 13 de junio, que corresponden a la cuarta y séptima de las correspondientes a la contabilidad de las sociedades mercantiles y de los balances consolidados de los grupos de sociedades, no han conseguido un sistema único europeo, al permitir a los Estados miembros, según el principio de subsidiariedad, mantener para sus tipos societarios las características de sus economías. No obstante, la practica permite creer que no constituye un problema importante esta diferencia entre las contabilidades para los inversores, ya que afecta más a los analistas que al público en general, siendo útil la elaboración de normas de carácter internacional.

Los organismos competentes, tanto internacionales (*The International Accounting Standards Committee*) como los nacionales (ICAC, en España) vienen elaborando normas de uniformidad con efectos internacionales, que se cumplen por unanimidad por las grandes empresas, no así por las PYMEs, que tienden a simplificar al máximo la elaboración de sus cuentas.

A pesar de estas diferencias, sería necesario someter a unas normas de contabilidad unitarias a las empresas que coticen en los mercados de valores, sobre la base de normas internacionales, que comprendan las disposiciones comunitarias; mientras esto ocurre, sería suficiente que estas empresas comunicaran las normas que estén aplicando en sus emisiones, de forma que los inversores y los analistas financieros conozcan, de antemano, el sistema aplicado. Hay que tener en cuenta que esta exigencia debe de mantenerse en relación a las PYMEs, aunque sea difícil, debido a que operan con diversos tipos societarios.

## B) Sistema fiscal

La fiscalidad desempeña una función primordial en el entorno financiero de las empresas europeas. Sin embargo, hoy día una gran cantidad de obstáculos fiscales dificultan el desarrollo empresarial. En particular, se consideran desproporcionados los costes administrativos que suponen para las PYMEs la recaudación y tramitación de sus impuestos, así como una falta de incentivos fiscales para su actividad, consumiendo en estos más recursos propios que en capital en financiación.

Respecto al régimen fiscal aplicable a los inversores en el mercado de capitales, nos encontramos con grandes diferencias en el impuesto de rentas de capital, y en la retención de impuestos sobre dividendos. La diferencia, incluso, la doble fiscalidad podría evitarse mediante Tratados bilaterales, cuestión de difícil consecución, debido a las complicaciones formales de ratificaciones y las modificaciones que introducirían en unos países frente a otros. Será necesario buscar otro tipo de solución; mientras tanto, podría crearse un servicio de información al inversor, que ponga claro el coste real de las operaciones bursátiles, incluyendo los diferentes tratamientos fiscales de otros países, algo parecido a una guía europea del inversor.

La incentivación fiscal a la inversión en valores PYMEs se abre paso en algunos países comunitarios, así en algunos de estos países, entre ellos Francia y Reino Unido, las pérdidas derivadas de inversiones en títulos privados como cotizados en Bolsa, se pueden compensar con la deuda fiscal global (en un porcentaje variable) e incluso, en caso de hacerlo en el *Nouveau Marché* o en el AIM se mantendría dicho tratamiento. Este tipo de medidas si no se generalizan pueden ocasionar un cierto proteccionismo de las empresas nacionales, pues localizan las inversiones solo en los países con tales medidas fiscales.

La UE tiene pendiente una mejor armonización fiscal, debido a la fuerte incidencia que acarrea en las transacciones transfronterizas; hoy día se ha puesto en marcha una mejor regulación del IVA [COM (1998) 377 final] que acerque los regímenes fiscales europeos.

### C) Gobierno de las empresas

Parece necesaria una propuesta para entablar un debate, a escala europea, sobre normas mínimas de gobierno de las empresas, habida cuenta de la imposibilidad de aprobar la quinta Directiva sobre sociedades cuya finalidad era el gobierno de las sociedades mercantiles. Es evidente que los dos sistemas existentes, sistema monista y sistema dualista, dentro de los países de UE no facilita la armonización comunitaria.

Con independencia de esta dificultad legal, nos encontramos con un problema añadido en las PYMEs, y es la escasa cultura de participación accionarial en el seno de las mismas, ni siquiera con la participación en las Juntas Generales; más difícil será que estas admitan la incorporación a los órganos de administración o control de personas extrañas a su estructura fundacional, por este motivo es preciso pensar en adecuar una organización empresarial que gestione de forma ágil, con las debidas garantías no solo para los inversores en acciones, sino para las minorías internas de la misma organización, es decir los socios minoritarios, cubiertos hoy día por las normas de protección de las minorías en las sociedades de capital. Se requiere una gran flexibilidad que no imponga una carga excesiva a estas pequeñas empresas.

La nueva tendencia a establecer códigos de conducta, que sustituya a normas legales, se va acentuando, sobre la base del establecimiento en los mercados de valores europeos de unos principios de gobierno de las sociedades admitidas a cotización. Estos serían principios básicos que se centrarían en la exigencia de añadir miembros independientes en los Consejos de Administración, sin dependencia de la dirección empresarial, ni de una importante participación en el capital; también se ha de efectuar una regulación minuciosa sobre la remuneración de los consejeros, que no descapitalice a la sociedad.

Por otra parte, la exigencia de un Comité de Auditoría se ve reforzada por la propuesta de la Comisión de realizar una Recomendación para mejorar su intervención [Libro Verde sobre el Auditor global COM (96) 338 final de 24-07-96]. La incorporación de estas recomendaciones en todos los países europeos crearía una cierta armonización en los gobiernos de las empresas cotizadas, y facilitaría su permanente puesta al día en base a acuerdos entre los órganos rectores de los mercados bursátiles.

### D) Inversión institucional

Se pone de manifiesto que una de las claves del éxito de los segundos mercados es la inversión institucional, a través de los FIM, las Compañías de

Seguros y de los Fondos de Pensiones, en especial estos últimos, que ven necesario aumentar sus activos, sobre todo en nuevos productos (*Fondos de Pensiones Europeos: su influencia en los mercados de capital europeos y en la competitividad europea*. Estudio realizado por la Federación Europea para prestaciones de jubilación, junio de 1996).

Un problema es que en muchos países comunitarios, se limita la participación de los Fondos de Pensiones en estos tipos de inversión, con el fin de garantizar su rentabilidad, es decir se orienta hacia valores seguros, como deuda pública. Se detecta que no todas las normas son de garantía de las inversiones, sino que son discriminatorias al exigir que no se hagan inversiones en valores extranjeros y que el mayor porcentaje corresponda a valores del Estado. Se trata de conseguir que la inversión institucional tenga el menor tipo posible de trabas, de ahí que se mantenga una posición firme en su contra por parte de la Comisión Europea, de hecho el Grupo de los 13, dentro de la Organización Mundial del Comercio, ha manifestado que se trata de uno de los obstáculos detectados para la libertad de transacciones internacionales.

## II. PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS SEGUNDOS MERCADOS EN EL ESTADO ESPAÑOL

### 1. Introducción

Se ha venido acusando, con bastante frecuencia, a las Bolsas Españolas, de no representar el estado de la economía empresarial, sobre la base de la estrechez del mercado de renta variable, y sobre todo, al escaso número de títulos cotizados, en relación al total de empresas existentes. Las normas de admisión, permanencia e información pueden ser las que hayan limitado el acceso a las grandes sociedades o grupos de estas, así las PYMEs han visto imposibilitado su acceso al mercado de valores, padeciendo, consecuentemente, una escasez de recursos propios, y en especial de fondos a largo plazo que les ha abocado a un sistema de financiación con recursos externos, mayoritariamente bancarios, con el consiguiente encarecimiento del coste de financiación.

La reforma que se comenzó en la década de los ochenta, sobre la base de armonización del Derecho Español a las Directivas Comunitarias (Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) ha acercado el mercado de valores español al europeo, de forma que dentro de los objetivos de reforma del mercado financiero, se propusiera en 1986 la ampliación “de acceso a los mercados de capitales para pequeñas y medianas empresas que por su dinamismo e iniciativa necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo” (Exposición de Motivos de R.D. 710/1986).

En una primera aproximación, la creación de estos segundos mercados en las Bolsas Españolas, podían permitir a las PYMEs solucionar problemas de su

estructura patrimonial empresarial, en muchos casos en confusión con el personal del titular de la empresa, a pesar de las normas legales a ese respecto. Más eficaz se presentó la creación de este segundo mercado, para la estrategia de financiación empresarial, al permitir una mejor planificación del crecimiento, mediante la captación de nuevos capitales, que equilibraran los recursos propios y los ajenos, dando a conocer a los inversores estas nuevas sociedades incorporadas al mercado de valores.

El R.D. 710/1986, de 4 de abril, establece la constitución de este segundo mercado, fijando los requisitos mínimos de las PYMEs para cotizar, entre los que se encuentran la exigencia de un capital desembolsado y reservas efectivas por valor no inferior a 25 millones de pesetas, y un depósito en una sociedad compartida, de un mínimo del 20% de las acciones de la sociedad.

El inicio efectivo de este segundo mercado regula se produce con la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de septiembre de 1986 (BOE 4-10-86), que su funcionamiento, la función de las Juntas sindicales de cada Bolsa, y muy especialmente a las sociedades de contrapartida como eje principal de este mercado.

Conviene recordar que antes de que se promulgaran ambas normas, en la Bolsa de Barcelona, se había iniciado, en diciembre de 1982, un segundo mercado, inspirado en los que ya venían operando en otros países. Inicialmente la contratación de los títulos admitidos, se efectuaba en corros bursátiles, un día a la semana, en un horario que fijaba la Junta Sindical, fuera del oficial, liquidándose las operaciones por los mismos servicios de liquidación de la Junta. Los requisitos que exigía la Bolsa de Barcelona eran diferentes a los que después se contenían en las disposiciones estatales, así el capital, mínimo, exigido era de 50 millones de pesetas, un número de accionistas u obligacionistas superior a 20, y que cotizaran sus títulos, como mínimo, una sesión al trimestre. (“Los Mercados organizados de títulos no admitidos a contratación oficial en el marco de las Bolsas de Valores” en Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona, nº 87, pp. 160 y ss.). En el primer periodo, hasta el 86, había admitidas en este mercado 17 PYMEs, que representaban un capital de 3.515, 8 millones de ptas., y con un crecimiento anual de contratación efectiva de 179% (Fuente de la Bolsa de Barcelona).

Los caracteres que habría que destacar de las normas que regulan los segundos mercados en España son los mismos del mercado bursátil:

- Transparencia en la información;
- Libertad de acceso de las empresas;
- Mercado normalizado.

Que se plasman en:

- a) Intervención forzosa de fedatario público;
- b) Los títulos adquiridos se sustancian en documento público;
- c) Cumplimiento de los requisitos mercantiles para la contratación de títulos valores, su irrevocabilidad es una característica que facilita la seguridad del tráfico, en perjuicio de la protección del propietario legítimo;
- d) Riguroso sistema de responsabilidad, entre todos los operadores bursátiles, que garantizan los derechos económicos de los inversores.

La valoración de la efectividad de estas medidas legislativas, que regulaban los segundos mercados en nuestro país, por la doctrina española, es negativa, incrementándose las críticas con posterioridad, en la fase de tramitación y posterior publicación de la LSRL, ya que se cerró la posibilidad de crear instrumentos específicos de financiación de las pequeñas y medianas empresas, al prohibir en su art. 9 la emisión de obligaciones por las SRL, inicialmente considerado el prototipo de las PYMEs. Se ha calificado este resultado como una política descoordinada, para la financiación de estas empresas, por un lado, porque las posteriores normas que pretendían corregir las deficiencias del R.D. 710/1986, en especial el R.D.-Ley 3/1993 de “medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo” no ha hecho otra cosa que recoger el contenido de la primera disposición, en su art. 15, y que en la práctica ha tenido nula practicidad. Pero, además, si examinamos el resto de disposiciones, la ya mencionada LSRL, se cierra la financiación de las PYMEs con recurso del mercado de capitales.

Hay que destacar que lo ocurrido en nuestro país no es una excepción en relación a los otros países comunitarios, de ahí el interés de la Comisión en disponer de medidas de reactualización que potencien estos segundos mercados.

## **2. R.D. 710/1986 y Orden de 26 de septiembre de 1986, sobre creación y desarrollo del segundo mercado español**

Como ya se ha señalado, en nuestro país se oficializó la creación de los segundos mercados con el R.D. 710/1986 y con la Orden de desarrollo de 26 de septiembre del mismo año. Esta medida se encuadró dentro de la creación de las sociedades de capital-riesgo, con una única finalidad, la promoción de las PYMEs, en el contexto de las corrientes europeas, como empresas a las que había que facilitar su financiación en el mercado bursátil, e incluso, en nuestro país se consideró como un mercado de aclimatación para estas empresas, de forma que posteriormente pudieran pasar al mercado bursátil, cuestión de dudo-

sa eficacia si contemplamos a posteriori cuál ha sido el resultado, y no solo en nuestro país, sino en el resto de los países de nuestro entorno.

No es necesario para este trabajo hacer un examen pormenorizado de ambas disposiciones, por otra parte la inoperancia de ambas normas es comprobable, ante el escaso número de sociedades que accedieron a este segundo mercado, habiendo preferido las que acuden a este tipo de financiación hacerlo en mercados extranjeros, en especial en New York, no obstante conviene resaltar las diferencias que se adoptaron con relación al mercado bursátil, de forma que sirva de orientación, en una reforma futura.

Del análisis conjunto de ambas disposiciones se desprenden las siguientes diferencias:

A) Requisitos mínimos para la admisión de títulos-valores a cotización en el segundo mercado

En el art. 3 de ambas disposiciones se establecen los requisitos y condiciones que deben de reunir los títulos de las empresas que pretenden su admisión a cotización. En primer lugar, se hace una reducción a 25 millones, frente a los 200, de capital desembolsado y reservas efectivas que tienen que tener para ser admitidas a cotización, con el fin de ampliar el número de empresas que se adecuan a este requisito; en esta misma línea, se suprime el haber obtenido dividendos, por parte de la empresa que solicita la admisión, en clara consonancia con la finalidad de hacer de este mercado un mercado de aclimatación, para pasar al mercado de la Bolsa, en el que se le exigirían los requisitos generales.

En segundo lugar, respecto a los títulos cotizables, acciones u obligaciones, destacar que estas últimas tienen que reunir unas condiciones, ser convertibles en acciones, o ser obligaciones hipotecarias, como forma de dar una mayor garantía a los inversores, debido a su falta de conocimiento en el mercado de las empresas emisoras. También, se recoge en este art. 3 un requisito nuevo, la exigencia de una auditoría del balance y de las cuentas de resultados, realizada por expertos independientes, que traten de dar un conocimiento más exacto de la situación patrimonial de las sociedades cotizadas.

B) Intervención de la Junta Sindical

Se ha optado por un modelo de mercado con intervención de fedatarios públicos, frente a otras formas privadas de este tipo de mercados. De hecho se ha seguido para este segundo mercado el mismo sistema de intervención que en la Bolsa, de forma que se mantiene cierta unidad con relación al Reglamento de Bolsas.

### C) Las sociedades de contrapartida

El art. 5 de ambas disposiciones, exige que estas sociedades deben de tener, como mínimo, un capital del 10% del valor de las acciones por las que hagan de contrapartida.

La novedad que representan es su forma de operar que sustituyen por el sistema de caja, lo que hace que se conozca previamente el precio de las posiciones de compra y de venta, fijándose el precio de equilibrio entre ambas; así se mantiene la liquidez necesaria para la contratación de estos nuevos valores.

### D) Requisitos de los títulos para obtener beneficios fiscales

Entre otros requisitos comprendidos en el art. 6, se encuentra en el apartado 4 la aptitud de los títulos cotizados para tener derecho a beneficios fiscales, sirviendo como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatoria de los intermediarios financieros. Este apartado está sometido a las normas presupuestarias, de forma que su efectividad dependerá del contenido proteccionista o no de la inversión en valores PYMEs de las normas fiscales.

### E) La información de la emisión, especial referencia al folleto

La información que ha de realizarse en cada emisión mantiene el principio de unidad con el Reglamento de Bolsas, no obstante la Orden del 86 recoge en su Anexo un contenido obligatorio para el folleto de emisión en el segundo mercado, que contiene las normas comunitarias que, a este respecto, se dictaron, en especial las Directivas 80/390/CEE, 80/399/CEE, sobre difusión del folleto, y las 82/121/CEE y 88/147/CEE.

En el Anexo se incluyen las normas de responsabilidad sobre lo contenido en el folleto, y de cuanta información y declaraciones se hagan en él. Tiene una gran importancia para crear confianza en los inversores, aunque ya hayamos señalado la dificultad de su realización para los mercados europeos, por el elevado coste que acarrea a los emisores.

### F) Derechos de los inversores por la exclusión de cotización, al exigir la recompra a la sociedad emisora.

Este derecho, ya reconocido en la Bolsa, tiene alguna diferencia en el segundo mercado; por un lado, el acuerdo de exclusión puede provenir de un acto societario, de un acuerdo de la Junta Sindical, o de una propuesta del Ministerio de Economía, ampliándose este derecho tanto a los accionistas como a los obligacionistas a participar en la oferta pública de compra, sin que opere la limitación de los accionistas que no se opusieron al acuerdo o no votaron los acuerdos de exclusión.

También se da un criterio positivo para cuantificar la recompra de los títulos: el valor de la última cotización efectuada, como mínimo.

Desde la perspectiva de más de un decenio desde la promulgación de ambas normas, se puede concluir, confirmando muchas de las predicciones que se hicieron en el momento de su entrada en vigor, la necesidad de dotar de estímulos fiscales efectivos, para estimular la captación de capitales y, sobre todo, estimular a las empresas que están en condiciones a que acudan a este sistema para tener recursos propios frente a los sistemas tradicionales de los mismos. La implantación de estos segundos mercados debe corresponder, en primer lugar, a las Bolsas y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desarrollando una labor informativa y de captación de las PYMEs creando una cultura necesaria hacia este sistema de financiación, y en segundo lugar, a las autoridades económicas de nuestro país, mediante incentivos fiscales, para los inversores que adquieran valores PYMEs. En todo caso, España no puede quedar al margen de los movimientos de reforma, que a través de la Comisión Europea y de organismos privados apuestan por el éxito de los segundos mercados para las PYMEs Europeas.

### III. SISTEMAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN LOS EE.UU.

#### 1. Introducción

Ya se ha señalado la tendencia europea a buscar soluciones en la experiencia acumulada en los EE.UU. durante 20 años de funcionamiento de los segundos mercados de pequeñas y medianas empresas; como es obvio, las premisas del éxito de estos mercados hay que buscarlas en muchas condiciones de las que carecemos en el mercado europeo, en primer lugar en una centralización organizativa y en la simplificación de las normas de su funcionamiento, y en segundo, en la existencia de unas estructuras económicas que permiten tener una cobertura de desarrollo de difícil comprensión en todos los países de la UE.

En los EE.UU. la creación de empresas está sometida a un régimen de economía liberal, que permite reducir su coste, manteniendo unas garantías mínimas; así, solo están obligadas al pago de las cotizaciones sociales y a inscribirse en el Registro de la Administración Fiscal, durante un periodo, considerado de consolidación, que permite una autoselección de las que quedan en el mercado. También existen normas más permisivas en el punto de su localización, es frecuente que se creen empresas en el mismo domicilio del empresario, ejemplo emblemático es Microsoft o Dell Computers, que surgieron en el garaje de sus propietarios, aunque no siempre sea un método aceptable, y quede reducido a actividades salubres y sin perjuicios para los vecinos.

Un tema importante, y que está conectado a las nuevas tecnologías, es la localización de las empresas innovadoras en el entorno de las Universidades y

Centros de Investigación; es conocida la existencia de estos centros con nombres de magnates industriales, que orientan su investigación hacia la industria que les patrocina. Hay que destacar las trabas que a este respecto se producen en las Universidades públicas europeas, en donde se sigue manteniendo una separación de la práctica económica, en mayor o menor grado según los países europeos, quedando reducida a su participación en proyectos institucionales, las más de las veces con organismos comunitarios.

En línea con el tema de la investigación, se encuentra la normativa de la propiedad industrial. La potenciación y protección de la misma es de por sí un hecho innovador, que permite la renovación y aplicación de nuevas tecnologías, con costes reducidos, debido al buen tratamiento fiscal que tienen en origen. En este sentido se comprende que las empresas tengan en el mercado una gran expansión debido a que gozan de condiciones preferentes en el uso de tecnologías avanzadas, que les permiten ser punteras en su sector de actividad.

## **2. Estado actual de las PYMEs en el mercado de EE.UU.**

De forma general, las empresas que emplean menos de 500 trabajadores, y cuya cifra de negocios es inferior a 5 millones de dólares, se clasifican como PYMEs. Alrededor del 25% de las PYMEs ocupan a trabajadores, el restante 75% carecen de ellos (son cifras del 94 e incluyen a la agricultura). En estos momentos, este tipo de empresas están aumentando en la industria manufacturera, y según el *Council of Economic Advisers*, el 68% del crecimiento neto de empleo está en este grupo empresarial. Así entre 1992 y 1996, alrededor de 275.000 empresas de más de 100 trabajadores han duplicado su cifra de negocios, y de entre estas unas 3.000 han acudido a sistemas de financiación de capital-riesgo, y un 10% lo han hecho en el segundo mercado de valores.

Los costes de constitución de estas empresas no salariales son pequeños, lo que permite durante un corto periodo de tiempo concentrar sus esfuerzos en costes de producción. No obstante, la tasa de quiebra en los EE.UU. de las PYMEs es del 80%, durante los cinco primeros años, pero debido a la legislación en materia de quiebras, se permite que los empresarios constituyan otras empresas, jugando un papel importante el asesoramiento institucional al respecto. El programa SBA SCORE, que se puso en marcha por el *Small Business Administration*, permite obtener asesoramiento, en todos los Estados de la Unión, a través de expertos, organizados por sectores de producción, que ponen sus conocimientos a un precio reducido, al servicio de las empresas que lo soliciten.

Otro elemento a destacar son los programas de formación, no solo para trabajadores, sin también para gestores y empresarios, que les facilita una permanente renovación en técnicas de producción y administración de las empresas, en conexión con programas de las Universidades, ya que el sistema de educación nacional es bastante deficiente.

La *Small Business Administration* es un órgano federal encargado de las pequeñas empresas, considerando que estas reportan un crecimiento económico con fuerte incidencia en la economía norteamericana, generando una mejora en las condiciones laborales de sus trabajadores. También se ha puesto de manifiesto la concentración de estas empresas en la industria manufacturera, con tendencia a la alta tecnología, así como al sector de la biotecnología y el medio ambiente.

### 3. Financiación de las PYMEs en los EE.UU.

Solo un 4% de las empresas americanas acuden a un mercado de valores, el resto se financia mediante un amplio abanico de posibilidades, que varían según sean las cantidades solicitadas de financiación, de un estudio elaborado por *Arthur Anderson's Enterprise Group*, a petición de la *National Small Business United*, se desprende que el porcentaje mayor se financia por medio de productos bancarios, entre la amplia gama de créditos comerciales, a los que se van incorporando nuevos productos financieros que se adecuan a las necesidades que en cada momento se hacen patentes en el mercado. Entre estos últimos hay que destacar las tarjetas de crédito llamadas "Enterprise", que con un límite de 25 a 50 mil dólares, permite su utilización a un coste del 9,5% al 11,5% sobre el coste del pasivo, y con un amplio espacio de pago, noventa días de crédito sin intereses. También se amplía la operativa con créditos garantizados, con períodos cortos de saldo, entre 15 y 30 días.

Otro sistema de financiación de frecuente utilización es el llamado crédito de inicio, que aunque no represente un volumen importante cuantitativamente, sí lo es cualitativamente, al estar conectado con la creación de empresas innovadoras; estos consisten en préstamos de fondos de capital-riesgo. La *Small Business* está patrocinando una modalidad conocida con el nombre de "Business Angels" que se caracterizan por ser inversores privados, que a través de organismos, públicos o privados, invierten en empresas con posibilidades de desarrollo, fijando las condiciones de la inversión en cada caso.

Sin embargo, el capital-riesgo es uno de los sistemas más importantes de financiación de las PYMEs, con fuerte incidencia en los proyectos de alta tecnología, y una fuerte especialización, contando con expertos que estudian y evalúan las solicitudes, para conocer las garantías que ofrecen. Se puede decir que un número elevado de Fondos de Pensiones invierten más del 10% de su capital en estos capitales-riesgo, aumentando considerablemente la cantidad destinada a este sistema de financiación de estas empresas.

Junto a los grandes mercados bursátiles, conviene destacar el importante papel que juega el mercado NASDAQ, para la obtención de recursos de financiación de las PYMEs, y no solo de las americanas, ya que hay un elevado número de empresas europeas operando en este mercado. El promedio de tiem-

po para acceder a este mercado para las empresas americanas es de 3 a 5 años desde su creación, y los requisitos, aunque rigurosos, son menos burocráticos que en Europa. Como ya se señaló la *Securities and Exchange Commission* es la encargada de fijar la reglamentación de los mercados bursátiles, y a este respecto el contenido del folleto de emisión, aunque no pueda oponerse a que se añadan otros requisitos, no obstante el régimen de responsabilidad de su contenido, es idéntico en la legislación comunitaria.

En los EE.UU. algunas empresas están empezando a difundir ofertas de acciones a través de Internet; se ha de presentar y registrar un folleto en la *Securities and Exchange Commission* (SEC), pero las empresas establecen los precios de las acciones, lo que ocasiona la falta de transparencia en las actividades posteriores al cierre de las bolsas. Por el momento, parece ser que la mayor parte de las acciones emitidas de este modo han sido vendidas a inversores ubicados en las proximidades geográficas de la empresa emisora.

Las *Public Venture Offerings*, una forma bastante más sofisticada y destinada a las medianas empresas, se están ofreciendo actualmente a través de Internet; habitualmente se recaudan entre cinco y diez millones de dólares. Se ha de registrar el folleto en la SEC, y ante la autoridad reguladora de cada Estado en los que se oferten los valores. Una vez cumplido este requisito, la oferta puede ser anunciada sin restricción y suscrita por hasta cinco inversores institucionales y un número ilimitado de inversores privados. La falta de seguridad en este tipo de transacciones no permite valorar la incidencia que puede tener este mercado por Internet, pero se buscan las medidas apropiadas por la SEC para evitar, en lo posible, los fraudes.

Se puede concluir que los mercados bursátiles en EE.UU. no solo son eficientes, sino que ofrecen opciones a las empresas y más oportunidades a los inversores, motivado por su entorno regulador, que garantiza su transparencia y sobre todo, fomenta la competitividad, que hace de efecto multiplicador sobre el tamaño de las empresas y reduciendo su coste de de financiación. No obstante, estos mercados suelen sufrir fraudes, sin que la SEC esté capacitada para evitarlo, mediante la promulgación de normas adecuadas a tal efecto.

#### IV. PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA, EN TORNO A LAS POSIBLES SOLUCIONES DE REFORMA DEL SISTEMA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

La Comisión [COM (97) 187 final y COM (98) 222 final] propone una serie de medidas para potenciar el entorno económico y legislativo que afecte a las PYMES europeas, con amplio consenso por parte de los Estados miembros, como lo demuestra el Informe del grupo operativo BEST (Simplificación del entorno empresarial), realizado en el año 98, y que se ocupa entre otros temas

del de la financiación de las PYMEs, haciendo especial referencia al mercado EASDAQ, como futuro mercado europeo de financiación de las pequeñas y medianas empresas.

La propuesta puede dividirse en varios apartados:

### **1. Modificaciones en el interior de las PYMES**

Ya hemos señalado que una de las causas que se consideran determinantes para la falta de éxito de los segundos mercados es la inexistencia de una cultura empresarial que busque este sistema de obtención de recursos propios, no obstante a esta falta, también hoy persisten estructuras jurídicas que impiden este avance.

En primer lugar, nos encontramos con la necesidad de una modificación en profundidad de las estructuras de gobierno de estas empresas, de carácter rígido, en el que predominan la dirección unipersonal, ligada a la propiedad de la empresa, por un sistema de dirección colegiada, en la que no solo formen parte los accionistas mayoritarios, sino los grupos de accionistas no relacionados con los socios fundadores que renueven las estructuras y las formas de dirección.

En segundo lugar, la asesoría de expertos independientes se considera de gran importancia, para este cambio de cultura, que serviría para abrir nuevas vías de financiación, no solo por los conocimientos que estos pueden incorporar, sino porque pueden ser los que efectúen la preparación de emisiones para cotizar en el mercado.

Y en tercer lugar, el cumplimiento de las normas sobre transparencia en la gestión se hace imprescindible, no solo por la exigencia de las leyes de los mercados de valores, sino porque es la forma más eficaz de atracción de inversores. Será necesario armonizar los sistemas de información financiera, ya que las diferencias entre las normas de los países miembros son un obstáculo para el funcionamiento del mercado europeo. Un buen sistema para llegar a esta igualdad será el acercamiento de las normas contables, facilitando esta transparencia sobre la base de una lectura homogénea de los estados patrimoniales de las empresas cotizadas.

### **2. Acondicionamiento del Mercado Único Europeo**

Se busca la eliminación de barreras potenciales que limiten el éxito de los mercados bursátiles europeos, especialmente en los segundos mercados, que están en fase de iniciación, y que pueden suponer un importante monto en la circulación de títulos. Así, el riesgo que se deriva de la existencia, todavía, de diversas monedas de cotización, repercute en el cambio, y aunque se recurra a productos derivados, estos encarecen las transacciones. Este tema afecta a las

inversiones institucionales, especial a los Fondos, reduciendo su liquidez, al tener que tomar precauciones sobre las informaciones que hay que facilitar a los inversores, debido a las fluctuaciones que inciden en el precio final de los productos.

La existencia de Reglamentos diferentes para cada Bolsa, a pesar de la Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión, y la 93/6/CEE, sobre adecuación del capital, presenta una estructura fragmentada, que la hacen no competitiva frente al mercado norteamericano. La entrada en uso del euro no va a terminar con las diferencias existentes entre los mercados, de ahí que se haya propuesto una Directiva para la creación de un Comité de Valores [COM (95) 366] como órgano consultivo de la Comisión, asumiendo funciones de observador del mercado, solucionando los obstáculos detectados, proponiendo modificaciones a los Estados miembros, para que modifiquen las normas que actúan en detrimento del mercado europeo; de esta forma, asumiría unas competencias técnicas importantes, con el fin de ir adecuando las reglamentaciones a las nuevas situaciones, desde la perspectiva de otros mercados internacionales que inciden en el europeo.

### **3. Inversión institucional**

Se destaca la gran importancia que tiene en el mercado NASDAQ la inversión que realizan los Fondos, en especial los de Pensiones. En Europa la situación es diferente, se sigue limitando la participación de estos en valores privados, y aun estando de acuerdo con la necesidad de observar las más rigurosas medidas de seguridad para las inversiones que estos realicen, es cierto que restan perspectivas de crecimiento en sus rentabilidades, al tener una renta limitada la inversión en valores públicos. La abolición de tales restricciones se considera esencial para potenciar la entrada de los Fondos en los segundos mercados, y la Comisión está considerando la posibilidad de aplicar el art. 75, del Tratado, que prohíbe todas las limitaciones al movimiento de capitales, excepto por razones de orden prudencial, a aquellos fondos que tengan limitaciones discriminatorias en relación a sus inversores.

Se puede terminar, a modo de conclusión, diciendo que, a pesar del interés demostrado por las autoridades comunitarias, y por los diversos organismos de análisis del mercado para las PYMEs, en Europa hay aún muchos pasos que dar para fortalecer el segundo mercado de valores; no obstante, la observación del mercado americano permite tener un cierto optimismo en el futuro de moneda única, y sobre todo en la necesaria salida de financiación para este tipo de empresas, que representan el 60% del volumen total de negocios y el 60% del empleo en la UE, mediante una “simplificación de la reglamentación jurídica y administrativa existente, que mejore la calidad de la legislación comunitaria, y reduzca la carga administrativa de las empresas, particularmente de las peque-

ñas y medianas empresas” (Consejo de Europa de Amsterdam, 17 y 18 de junio de 1997).

El Grupo operativo BEST (Vol. I CE 1998, p. 17) presenta de forma sintética unas medidas para la financiación de las PYMEs que se concretan en:

a) Financiación en la fase inicial mediante programas de respaldo a los préstamos dirigidos a la promoción de PYMEs, utilizando para ello al BEI, y sobre todo, la dotación de planes de atracción del capital hacia estas. Como los que lleva a cabo el *Business Expansion Schema* irlandés o el *Enterprise Investment Scheme* del Reino Unido.

b) Financiación de empresas en expansión; se recomienda el sistema americano de los *Business Angels*, mediante el establecimiento de redes accesibles a todas las empresas interesadas, y buenos expertos que asesoren y busquen inversores.

c) La promoción del mercado EASDAQ, y de los otros europeos similares, con la necesaria simplificación de los Reglamentos que rigen las Bolsas europeas. Además, podrían considerarse deducibles fiscalmente las inversiones que se efectuaran en estos mercados, como costes asociados a la salida en Bolsa de las PYMEs, y a la obtención del capital por las mismas. Ya existe una tendencia, en algunos países europeos, a reducir los tipos impositivos sobre las plusvalías que se generen en estas inversiones. Así se considera que para las inversiones mantenidas entre 3 y 5 años, se podrían aplicar tipos inferiores al 10%, lo que permitiría una mejora importante en la inversión de valores PYMEs.

Estas propuestas son asumibles por casi todos los operadores financieros, el problema es la falta de voluntad política de muchos gobiernos de los países comunitarios, que perderían situaciones ventajosas sobre sus competidores en la busca de capital de financiación para sus empresas; pero ya se verá si estos intereses pueden seguir primando sobre los europeos, teniendo en cuenta que se hace depender de ellos el empleo.

## V. NOTA BIBLIOGRÁFICA

BAILEY, P. T., “Investment Philosophies of two US-SYLE Venture-Capital Management Companies in the UK”. Seminario sobre *Capital de riesgo y segundos mercados bursátiles*, Bolsa de Barcelona, 1984, noviembre, pp. 1 y ss.

BERCOVITZ, A., “Una visión crítica del Proyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada”. En Consejo General de Colegios Oficiales de Corredores de Comercio: *La Reforma de las SRL*. Madrid, 1994, pp. 81 y ss.

CLAVER CORTÉS y GÓMEZ GRAS., “Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”. Actualidad Financiera, nº 3, 18-19 de 1987, pp. 113 y ss.

CRUSE, D., “Le comportement special du hors-côte: une procedure pour faciliter l’acces en bourse des moyenes entreprises”. Analyse Financière, 1981, nº 47, pp. 35 y ss.

EMBID IRUJO, J. M., “Cuestiones tipológicas en las sociedades de responsabilidad limitada”, Consejo... cit., pp. 109 y ss.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El problema tipológico: consagración del sistema dualista sociedad anónima-sociedad de responsabilidad limitada”. RdS, nº extraordinario, 1994, pp. 35 y ss.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La sociedad de capital de base personalista en el marco de la reforma del Derecho de SRL”, RGD, nº 596, mayo 1994, pp. 5436 y ss.

FLORNOY, Y., “Le second marché: marché de plein exercice ouvert aux sociétés à forte croissance”, Banque, 426, 1983, pp. 263 y ss.

GARCÍA ECHEVERRÍA, S., “Capital-riesgo y políticas de amortización contable”. ICE, nº 611, 1984, pp. 105 y ss.

GARRALDA RUIZ VELASCO, I., “Posibilidades del segundo mercado”, Ideas Empresariales, nº 13, 1986, pp. 23 y ss.

GRAS, G., “L’Unlisted Securities Market e le second marché”. Banque, nº 433, 1983, pp. 1263 y ss.

IGLESIAS PRADA, J. L., “El Proyecto de Ley de SRL y la empresa familiar”. RGD, nº 596, 1994, pp. 5417 y ss.

LÓPEZ PASCUAL., I., “El Segundo Mercado”. Actualidad Financiera, nº 6, 8 de febrero de 1983, pp. 83 y ss.

PLAZA VILLASANA, L.M., “El segundo mercado bursátil”. ICE, febrero de 1987, pp. 107 y ss.

ROJO. A., “La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativa”, en Colegio... cit., pp. 35 y ss.

RUIZ ORTUZAR, M.J., “Análisis jurídico de admisión de empresas en el primer y segundo mercado bursátil”. Actualidad Financiera, nº 14, 1988, pp. 692 y ss.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE J., “En torno a la implantación de los segundos mercados en las Bolsas Oficiales de Comercio”. RDBB, nº 22 y 26, 1986, pp. 331 y 893.

SANTILLANA DEL BARRIO, I., “La financiación de las PYMEs”. Economía Industrial, nº 231, mayo-junio de 1983, pp. 95 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., “La financiación de la sociedad de responsabilidad limitada (especial referencia a los arts. 9 y 10)” en *Derecho de SRL*, Tomo I, Madrid, 1996, pp, 87 y ss.

## 5. CONTRATOS

# **LAS RELACIONES JURÍDICAS DE REPRESENTACIÓN DE SOCIEDADES DE VALORES, DE AGENCIAS DE VALORES Y DE OTROS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES**

JOSÉ ENRIQUE CACHÓN BLANCO

*Corredor Colegiado de Comercio*

*Doctor en Derecho-Licenciado en Ciencias Económicas*

---

### **SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. NORMATIVA JURÍDICA ESPECÍFICA DEL MERCADO DE VALORES RELATIVA A LAS RELACIONES DE REPRESENTACIÓN.
  - III. NATURALEZA JURÍDICA Y NORMATIVA JURÍDICA GENERAL APLICABLE A LAS RELACIONES DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.
  - IV. ELEMENTOS DE LA RELACIÓN JURÍDICA DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.
    - 1. Elementos subjetivos.
    - 2. Elementos reales.
    - 3. Elementos formales.
-

V. DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL REPRESENTANTE DEL MERCADO DE VALORES.

1. Obligaciones del representante.
2. Obligaciones del representado.

VI. EXTINCIÓN DE LA RELACIÓN JURÍDICA DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.

---

I. INTRODUCCIÓN <sup>(1)</sup>

La figura del “representante” <sup>(2)</sup> de una empresa de servicios de inversión (Sociedad de Valores, Agencia de Valores, Sociedad Gestora de Carteras —SGC—) o del representante o agente de entidades de crédito tiene una justificación obvia, cual es permitir la ampliación de la actuación propia de las ESI o de las entidades de crédito, según sea el caso, especialmente de aquellas que no dispongan de una red comercial propia o que dispongan de una red reducida. Teniendo en cuenta que es característica económica general de nuestro mercado financiero (tanto en su segmento de mercado crediticio como de mercado de

---

(1) María Rocío QUINTÁNS EIRAS ha publicado un detallado estudio titulado “Intermediación bursátil y ámbito de aplicación de la Ley de contrato de agencia” (RDBB, 65, 1997, págs. 9 a 74). Tal estudio tiene un ámbito distinto al del presente escrito: Quintáns estudia si la relación jurídica intermediario-inversor se reconduce al contrato de comisión (como tradicionalmente se ha considerado) o si puede incardinarse en el contrato de agencia, para afirmar que no resulta aplicable tal naturaleza jurídica de agencia. Llega a decir la autora (pág. 61) que “el art. 3.2 de la Ley de Contrato de Agencia... viene a corroborar la inexistencia de contratos de agencia en el mercado secundario de valores”. Pero la autora se refiere a los contratos entre intermediario e inversor, pues fuera del ámbito de su estudio sí pueden existir contratos de agencia o representación.

El tema objeto de estudio en el presente escrito es un supuesto distinto del anteriormente citado: la relación jurídica entre un representante del intermediario y el propio intermediario (representante del mercado de valores) y esta sí puede incardinarse en el contrato de agencia.

No se trata, pues, de conclusiones distintas, sino de ámbitos de estudio diferentes.

(2) Sobre la temática de representación es fundamental la obra de DÍEZ-PICAZO, *La representación en el Derecho Privado*, Editorial Civitas, Madrid, 1979 (con reimpresión en 1992).

valores) la existencia de grandes grupos financieros con amplia red comercial (sucursales), que controlan una parte sustancial o relevante del mercado, la actuación de los denominados “intermediarios independientes” (es decir, no vinculados a tales grandes grupos financieros) es ciertamente difícil desde el punto de vista económico. Por ello es frecuente, especialmente en tales entidades, la utilización de representantes que, bajo la fórmula del contrato de agencia o bajo otras formas jurídicas, promueven la realización de contratos por cuenta de su principal, supliendo de esta manera la inexistencia de red o la existencia de una red limitada.

En el mercado de valores, desde la reforma de la LMV por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, los intermediarios específicos o propios del citado mercado son las denominadas empresas de servicios de inversión (ESI), categoría que comprende a las Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Carteras (éstas, limitadas a la función de gestión de carteras). La necesidad de utilización de representantes por parte de las Sociedades y Agencias de Valores y SGC no vinculadas a los grandes grupos bancarios era y es aún mayor, si efectivamente desean competir en el citado mercado.

Además de los intermediarios propios del mercado de valores, la LMV reconoce la válida actuación en el mercado de valores de intermediarios financieros generales o entidades de crédito (Bancos, Cajas de Ahorro, etc.), cuyos representantes pueden, además de intervenir en su ámbito natural que es el mercado crediticio, actuar en el mercado de valores en aquellas funciones legalmente reconocidas a estas entidades. El art. 65.1 LMV, redactado por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, permite a las entidades de crédito realizar habitualmente todos los servicios de inversión (art. 63.1 LMV) y actividades complementarias (art. 63.2 LMV), siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello.

## II. NORMATIVA JURÍDICA ESPECÍFICA DEL MERCADO DE VALORES RELATIVA A LAS RELACIONES DE REPRESENTACIÓN

Hasta la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (LMV) no ha existido en España norma ni precepto específico alguno sobre representantes o agentes de intermediarios del mercado de valores <sup>(3)</sup>. Sin embargo, ya desde la

---

<sup>(3)</sup> El Agente de Cambio y Bolsa, intermediario del mercado de valores desde 1831 hasta 1989, no era propiamente un agente sino un intermediario propio cuya actuación se correspondía con la naturaleza jurídica del contrato de comisión (comisionista).

citada norma se puso de manifiesto la necesidad de reconocer dicha figura y, sobre todo, de someterla a un determinado control administrativo. La legislación del mercado de valores, que más adelante se cita, no tiene realmente por objeto regular en su conjunto la relación jurídica de representación del mercado de valores (representante-intermediario representado), sino simplemente precisar determinados extremos al objeto de permitir el control administrativo de la misma.

La LMV parte de un principio general de libertad de creación de intermediarios del mercado de valores (específicamente, Sociedades y Agencias de Valores y SGC; la legislación bancaria también prevé en la actualidad un sistema de libertad de creación de entidades de crédito), pero al mismo tiempo, se establecen, en relación con los intermediarios del mercado de valores, dos principios adicionales, de carácter relevante:

— primero, un principio de control administrativo a cargo de la CNMV y, en ocasiones, del Ministerio de Economía y Hacienda (autorización de constitución, autorización de modificaciones de estatutos, control informativo periódico, etc.), de amplio contenido y casuística.

— segundo, un principio de exclusividad (art. 64.6 LMV), entendido en el sentido de que solo los intermediarios específicamente determinados en la Ley del Mercado de Valores y que además figuren inscritos en los Registros administrativos de la CNMV pueden desarrollar habitualmente las funciones propias de este mercado (es decir, los servicios de inversión y las actividades complementarias que se relatan pormenorizadamente en el artículo 63, números 1 y 2, LMV), de tal manera que el desarrollo habitual de tales actividades por parte de sujetos no habilitados o no inscritos es calificado como infracción muy grave del mercado de valores [art. 99.q) LMV], aplicándose en tal caso las sanciones establecidas en los artículos 102 y 105 LMV, y el desarrollo ocasional o aislado de tales actividades es calificado como infracción grave del mercado de valores [art. 100.o) LMV], aplicándose en este caso las sanciones fijadas en los artículos 103 y 106 LMV.

Como ha sido dicho, la Ley del Mercado de Valores desarrolla en el artículo 63 las funciones propias de los intermediarios del mercado de valores, distinguiendo, de conformidad con la Directiva 93/1922, de 10 de mayo, entre servicios de inversión y actividades complementarias de los servicios de inversión. El artículo 64 determina las funciones a ejercitar por Sociedades de Valores (art. 64.2), por Agencias de Valores (art. 64.3) y por Sociedades Gestoras de Carteras (art. 64.4).

Al no existir limitación legal o reglamentaria alguna, los representantes de intermediarios del mercado de valores pueden desarrollar cualquiera de las

funciones definidas en el citado art. 63 LMV, siempre que el intermediario-representado hubiere asumido tales facultades en su declaración de actividades y que hubiere conferido tales facultades expresamente al representante (la concesión de facultades al representante no tiene por qué extenderse a todas las funciones que el representado tuviera habilitadas). Ahora bien, desde el punto de vista práctico, las actividades de los representantes suelen abarcar preferentemente los siguientes epígrafes:

- “a) la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros [art. 63.1.a)].
- d) la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores [art. 63.1.d)].
- e) la mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de venta [art. 63.1.e)].”

Ahora bien, como ya ha sido señalado, el artículo 65 LMV habilita a otros sujetos (fundamentalmente, entidades de crédito) para desarrollar igualmente funciones propias del mercado de valores: en algunos casos, con amplitud y equivalencia de funciones (Bancos y Cajas de Ahorro) y en otros casos, con funciones limitadas:

- las entidades de crédito (art. 65.1) pueden desarrollar todos los servicios de inversión (art. 63.1) y todas las actividades complementarias (art. 63.2);
- el art. 65.2 LMV admite que el Gobierno permita o regule que otras entidades o personas desarrollen algunas actividades propias del mercado de valores, pero limitadas a la recepción y transmisión de órdenes.

No obstante la dicción literal del artículo 64.6 LMV sobre exclusividad de intermediarios, el art. 65.3 LMV establece que se establecerán reglamentariamente los requisitos que deben cumplir los que actúen con carácter habitual como agentes o apoderados de las empresas de servicios de inversión, así como los apoderamientos que les sean conferidos y su régimen de actuación <sup>(4)</sup>. A

---

(4) El art. 73.f) LMV, anterior a la reforma por Ley 37/1998, aludía simplemente a “apoderados de las Sociedades o Agencias de Valores”. No quedaba claro si tal referencia estaba específicamente prevista para los representantes y agentes (terminología no utilizada por la LMV, en su redacción de 1988) o para otros apoderamientos que no constituyan tal figura (de hecho, podían y pueden también existir apoderamientos en favor de sujetos sometidos a relación jurídica laboral o mercantil), pero en todo caso, dicho precepto se pudo considerar como la base de rango legal del posterior desarrollo reglamentario relativo a esta figura.

diferencia de la redacción original de la LMV, que solo aludía a **apoderados** [art. 73.f) LMV-1988] la LMV, tras la reforma por Ley 37/1998, introduce también expresamente la referencia a “agentes”, aunque bajo una doble mención, **“agentes o apoderados”**, que permite adaptarse a diversas naturalezas jurídicas de la relación representante-representado.

Ya de forma específica, el R.D. 276/1989, de 22 de marzo, reguló el régimen jurídico de las Sociedades y Agencias de Valores <sup>(5)</sup>. Dicho Real Decreto incorpora un artículo (art. 9) relativo a “Sucursales y Representaciones”. El párrafo primero alude a sucursales y los párrafos segundo y tercero, que transcribo a continuación, a representaciones:

- “2. Las personas naturales o jurídicas ajenas a las Sociedades y Agencias de Valores podrán actuar en representación de éstas en el ámbito comprendido en la declaración de actividades de dichas Sociedades y Agencias, sin que se entienda violado el principio de exclusividad establecido en el párrafo primero del artículo 76 <sup>(6)</sup> de la Ley de Mercado de Valores, cuando sus actuaciones sean por cuenta y en nombre de una única Sociedad o Agencia de Valores.
3. Tales relaciones de representación deberán ser comunicadas, tanto por el otorgante como por los representantes, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, debiendo ser hechas públicas por las Sociedades y Agencias representadas, por los propios representantes y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta fijará la forma en que deberán efectuarse tales comunicaciones y la publicidad que habrá de darse a las mismas.”

De tal precepto puede señalarse:

— primero, se observa que el legislador tenía sus dudas a la hora de articular el precepto, intentando entroncarlo con la Ley del Mercado de Valores: por ello, no se señalan simplemente y con enunciado directo los requisitos administrativos de los representantes del mercado de valores, sino que se utiliza una fórmula de rodeo: “sin que se entienda violado el principio de exclusividad”, al objeto de evitar que pudieran plantearse dudas sobre la habilitación reglamenta-

---

<sup>(5)</sup> Este Real Decreto, como tantos otros, habrá de ser adaptado a la Ley 37/1998, de reforma de la LMV, pero no podemos anticiparnos a su reforma, por lo que debemos atenernos a su texto vigente.

<sup>(6)</sup> Habrá que entenderlo ahora referido al art. 64 LMV, en relación con el art. 63 LMV.

ria de la figura <sup>(7)</sup>. El vigente art. 65.3 LMV tiene una estructuración directa y expresa de la figura, con rango legal y, a mi juicio, evita cualquier duda posible que se planteara al amparo de la LMV en su redacción original;

— segundo, se utiliza la denominación de representante (habitual, por otra parte, en el mercado crediticio o bancario, donde esta figura era utilizada con anterioridad);

— tercero, no se establece norma alguna aplicable a la relación jurídica interna entre representante y representado (Sociedad de Valores —SV—, Agencia de Valores —AV—), salvo la precisión de que la actuación del representante ha de serlo por cuenta de una única SV o AV;

— cuarto, no regula la figura del representante de una Sociedad Gestora de Carteras, pues éstas quedan fuera del citado Real Decreto, pero no queda impedida, sino que se someterá a su propia regulación;

— quinto, simplemente se establece un sistema de conocimiento y control de los representantes por parte de la CNMV que, como sucede genéricamente en la regulación del mercado de valores, tiene una finalidad de garantía de los intereses de los terceros (inversores) que contraten con la SV o AV a través del representante.

Posteriormente se dictó la Circular 7/1989, de 5 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (BOE de 12 de diciembre) sobre representaciones de Sociedades y Agencias de Valores, sustituida recientemente por la Circular 5/1998, de 4 de noviembre (BOE de 19 de noviembre), sobre representantes de Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Carteras (incluyendo ya a éstas, pues). La habilitación específica a la CNMV para dictar Circulares en materia de representaciones se contiene en el último párrafo del art. 9.3 R.D. 276/1989, ya citado.

La Circular 7/1989, además de su regulación propia, de corte administrativo, introdujo una importante novedad. Cito al efecto el párrafo tercero del preámbulo de tal Circular, hoy derogada:

---

(7) En todo caso y a mi juicio, los representantes de intermediarios del mercado de valores, en la medida que actúan de forma representativa en nombre y por cuenta de un intermediario determinado, ya sea promoviendo la perfección de contratos, ya sea interviniendo en ellos y haciendo recaer en este caso los efectos jurídicos de tales contratos celebrados con inversores-terceros sobre el intermediario representado (mecanismo propio de la representación), no constituyen intermediarios propios, sino simplemente son mecanismos de actuación complementarios de los intermediarios al uso, sin perjuicio de que tales representantes, como sujetos que intervienen de una u otra manera en los mercados de valores, quedan sometidos a la Ley del Mercado de Valores así como a las normas de conducta legal y reglamentariamente establecidas en este mercado, en particular, el R.D. de 3 de mayo de 1993.

“Aunque, en principio, sólo las Sociedades y Agencias pueden desarrollar habitualmente las actividades enumeradas en el artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores, sin embargo, el artículo 76 de la mencionada Ley admite una serie de excepciones para determinadas Entidades. Por tanto, cabe la posibilidad de que estas últimas otorguen representaciones para actuar en el mercado de valores en aquellas actividades que la Ley del Mercado de Valores y su objeto social les permite, con los mismos requisitos y condicionamientos que las Sociedades y Agencias de Valores, estando sujetas a la obligación de comunicar y hacer públicas estas relaciones de representación en la forma que establece la presente Circular.”

En consecuencia, la Circular 7/1989 admitía no solo los representantes de Sociedades y Agencias de Valores, sino también la actuación en el mercado de valores de representantes de entidades de crédito. A mi juicio, tal referencia de la Circular 7/1989, aunque se extralimitara ciertamente en una perspectiva literal respecto del contenido del R.D. 276/1989, no era contraria a Derecho, porque no contradecía norma superior de rango alguno, porque de hecho existían ya, aun sin habilitación normativa, los representantes o agentes de entidades de crédito (en el mercado crediticio, al menos) y porque no había motivo teórico ni normativo para impedir a los intermediarios crediticios actuar en el mercado de valores (supuesto específicamente previsto en la LMV) en términos análogos a los de los intermediarios propios de este mercado (es decir, Sociedades de Valores y Agencias), es decir, en este caso, a través de representantes.

Actualmente, el número Segundo de la vigente Circular 5/1998, de 4 de noviembre, prevé que las entidades de crédito que realicen, a través de sus agentes, operaciones previstas en el artículo 71 LMV (tras la Ley 37/1998, habrán de entenderse referidas a los arts. 63 y 64 LMV) y que consten en el programa de actividades ante el Banco de España, no necesitarán comunicar la indicada circunstancia a la CNMV. Es decir, se establece un sistema de control administrativo diferente (Banco de España), pero la admisión de la figura resulta no sólo incuestionada sino refrendada.

La referida Circular tiene la siguiente estructura:

- Número Primero. Ámbito de aplicación.
- Número Segundo. Documentación de las relaciones de representación. El epígrafe primero de este número, al definir la documentación de las relaciones de representación, entra en cierta medida en el contenido de la relación jurídica interna representante-representado al definir trece conjuntos de datos (en la Circular 7/1989 eran solamente ocho) que deberán figurar en la comunicación a la CNMV:

- a) datos de identificación del representante y representado;
- b) delegación por el representante en el representado de la facultad de realizar las comunicaciones previstas en el art. 9.3 R.D. 276/1989;
- c) ámbito de la representación, que estará dentro del marco comprendido en la declaración de actividades de la Sociedad o Agencia de Valores o de la actividad de gestión de carteras para las Sociedades Gestoras de Carteras, especificándose las clases de actividades, clientes y el ámbito geográfico a que se circunscribe. En caso de representantes personas jurídicas, su objeto social les deberá permitir la actividad de representación;
- d) referencia al carácter exclusivo de la representación para el representante;
- e) sistema de facturación, devengo, liquidación y cobro de los servicios de representación;
- f) sistema de fianzas establecidas, en su caso, en garantía de la actuación en nombre y por cuenta de la entidad representada;
- g) duración, condiciones y requisitos para la modificación y resolución del contrato;
- h) régimen de incompatibilidades establecidas para los representantes en su caso;
- i) referencia a las reglas que hayan de garantizar un comportamiento ajustado por parte del representante a las normas de conducta previstas en la legislación del mercado de valores por parte del representado y al Reglamento Interno de Conducta de la entidad representada, así como las facultades que el representado se reserva para la comprobación de su cumplimiento;
- j) mención a que los representantes no podrán actuar ni tomar decisiones de inversión en nombre de los clientes, recibir para sí mismos mandatos genéricos o específicos de gestión de carteras, ni establecer relaciones jurídicas que les vinculen personalmente en materias relacionadas con el mercado de valores;
- k) referencia a las obligaciones que se deriven del contrato para representado y representante y, en especial, a que éste pondrá en todo momento a disposición del representado los medios necesarios para que pueda comprobar que las operaciones de clientes realizadas a través del representante se atienden con la debida diligencia, se contabilizan y se documentan adecuadamente y se ajustan a las normas y procedimientos internos de control establecidos por el representado;
- l) en caso de figurar entre las actividades del representante la captación de clientes para la gestión de carteras por el representado, previsión de que la documentación relativa a esta actividad deberá ser remitida directamente por el representado al cliente, salvo autorización expresa del cliente al representante;

m) referencia a que la publicidad que, en su caso, realice el representante debe ser puesta en conocimiento del representado, con carácter previo a su realización, para su supervisión.

— Número Tercero. Forma y plazos para comunicar las relaciones de representación.

— Número Cuarto. Publicidad de las relaciones de representación.

Con posterioridad se promulga la Ley 12/1992, de 27 de mayo, de contrato de agencia (LCA), que incorpora a nuestro ordenamiento la Directiva 86/653/CEE sobre agentes comerciales independientes. Sin perjuicio de que dicha norma contiene una regulación general del citado contrato, el art. 3.2 de la Ley del Contrato de Agencia establece que “la presente Ley no será de aplicación a los agentes que actúen en los mercados secundarios oficiales o reglamentados de valores”<sup>(8)</sup>.

Procede finalmente citar el artículo 22 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de Bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, precepto dictado en desarrollo del art. 30 bis de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, incorporado por Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero<sup>(9)</sup>.

“Art. 22. *Agentes de las entidades de crédito.*

1. A los efectos del presente artículo se consideran agentes de entidades de crédito a las personas físicas o jurídicas a las que una entidad de crédito haya otorgado 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. Ello no incluye a los mandatarios con poderes para una sola operación específica, ni a las personas que se encuentren ligadas a la entidad, o a otras entidades de su mismo grupo, por una relación laboral.

---

(8) Por ello, dado que la doctrina mercantil, tras la aprobación de la LCA de 1992, analiza en sus textos el contrato de agencia regulado por esta Ley, es decir, el supuesto típico, resulta de especial interés para el análisis de la relación jurídica de agencia del mercado de valores seguir utilizando la doctrina mercantil anterior a dicha fecha.

(9) Sobre este tema, puede verse el artículo de Sebastián ALBELLA “La nueva figura del agente de las entidades de crédito”, en el libro *Contratos bancarios*, Colegios Notariales de España, 1996, págs. 9 y ss.

2. La actividad de los agentes no podrá extenderse a la formalización de avales, garantías u otros riesgos de firma.
3. Los contratos de agencia a que se refiere el presente artículo se celebrarán por escrito y especificarán las clases de operaciones en que podrá actuar el agente.
4. Las entidades de crédito operantes en España comunicarán al Banco de España una vez al año, en la forma en que éste determine, la relación de sus agentes, indicando el alcance de la representación concedida; esa relación se actualizará con las nuevas representaciones concedidas o con la cancelación de las existentes, tan pronto como se produzcan. La relación de agentes se incluirá en un anexo de la memoria anual de las entidades.

El Banco de España podrá recabar de las entidades representadas y también de sus agentes cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos relacionados con las materias objeto de su competencia.

5. En los contratos de agencia, las entidades de crédito deberán exigir de sus agentes que pongan de manifiesto su carácter en cuantas relaciones establezcan con la clientela, identificando de forma inequívoca a la entidad representada.
6. La entidad de crédito será responsable del cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina en los actos que lleve a cabo el agente. A esos efectos, deberá desarrollar procedimientos de control adecuados.
7. Un agente solamente podrá representar a una entidad de crédito o a entidades de un mismo grupo consolidable de entidades de crédito.
8. Los agentes de entidades de crédito no podrán actuar por medio de subagentes.
9. Cuando en el contrato de agencia se contemple la recepción por el agente o entrega a éste de fondos en efectivo, cheques u otros instrumentos de pago, éstos no podrán abonarse a, o proceder de cuentas bancarias del agente.
10. Sin perjuicio de lo establecido sobre prestación de servicios en los artículos 11 y 15, las entidades de crédito españolas que celebren acuerdos con otras entidades de crédito extranjeras para la prestación habitual de servicios financieros a la clientela, en nombre o por cuenta de la otra entidad, o de agencia en el sentido indicado en el apartado 1 de este artículo, deberán comunicarlo al Banco de España indicando el nombre del corresponsal y los servicios cubiertos en el plazo de un mes a partir de la formalización del acuerdo.

11. Cuando en los contratos de agencia se contemple la realización de operaciones previstas en la Ley del Mercado de Valores, las entidades de crédito y sus agentes deberán cumplir, también, las reglas contenidas en dicha Ley y sus normas de desarrollo.”

Asimismo, la Circular del Banco de España 5/1995, de 31 de octubre, a entidades de crédito (BOE de 14 de noviembre de 1996, pág. 32.832 y ss.), regula la información sobre agentes de las entidades de crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros.

Como se puede comprobar, en la regulación propia (es decir, bancaria) de los agentes de entidades de crédito se admite también de forma expresa la intervención de éstos en el mercado de valores, sometiéndose a las normas propias de este mercado y equiparándose en tal supuesto a los agentes intermediarios del mercado de valores.

La Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos contiene la norma 13ª 2, relativa al control de la operativa de los representantes:

- “2. Las entidades sujetas que actúen a través de representantes deberán contar en todo momento con los medios adecuados para el control de las transacciones y relaciones del representante con los clientes y, en especial, de los movimientos de efectivo entre la entidad y los clientes.
  - a) Para ello, se implantarán sistemas de control y seguimiento de las operaciones realizadas a través de representantes para comprobar que se atienden, contabilizan y documentan adecuadamente, y que se ajustan a las normas y procedimientos internos establecidos.
  - b) Los procedimientos internos deberán establecer un sistema de manejo de fondos de clientes que garantice que son canalizados directamente de las entidades sujetas a sus clientes y viceversa.

Cuando en el contrato de representación se contemple la entrega al representante de fondos en efectivo, cheques u otros instrumentos de pago, éstos no deberán abonarse en cuentas del representante ni proceder de ellas, ni siquiera transitoriamente.

- c) Las entidades sujetas, como responsables últimos de la operativa de sus representantes, establecerán las medidas adicionales necesarias (como por ejemplo, contratos de seguros) para evitar quebrantos por incumplimiento de los procedimientos establecidos o por fraude.
  - d) La información relacionada con la gestión de carteras deberá remitirse directamente por la entidad sujeta a los clientes, y no a través de los representantes, salvo autorización expresa del cliente.

- e) Los representantes no podrán actuar en nombre y por cuenta de los clientes, ni obtener mandatos genéricos o específicos de gestión de carteras o tomar decisiones de inversión por cuenta de terceros. No deberán existir relaciones jurídicas que vinculen al cliente con el representante.
- f) Las entidades sujetas deberán asegurarse que los representantes cuentan con los medios materiales y humanos suficientes para cumplir las funciones que tengan encomendadas, así como de su idoneidad y profesionalidad. Igualmente, deberán supervisar las actividades publicitarias relativas al ámbito de la representación.”

Además de la enumeración normativa de carácter cronológico antes citada, procede plantearse dos cuestiones adicionales:

*Primera.* ¿Es aplicable a las relaciones de representación del mercado de valores el R.D. 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios?

El anterior art. 78 LMV establecía la obligación de “cuantas personas o entidades ejerzan actividades relacionadas con el mercado de valores” de respetar normas de conducta y códigos de conducta administrativamente aprobados. El vigente art. 78 LMV, reformado por Ley 37/1998, establece que “las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito (...) y, en general, cuantas personas o entidades ejerzan, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores deberán respetar (...) las normas de conducta de la LMV, los códigos de conducta y las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta”. No hay duda, pues, de que los representantes del mercado de valores están sometidos a las normas de conducta. Asimismo, de la redacción del vigente art. 79 LMV, se deduce que éste también afecta a los representantes del mercado de valores, al recibir órdenes y asesorar sobre inversiones.

En todo caso, cabe plantearse, respecto de los representantes, el ámbito de aplicación del R.D. de 3 de mayo de 1993 sobre normas de actuación (que contiene, en su anexo, el denominado Código General de Conducta de los Mercados de Valores —el cual no es, pues, un mero texto de carácter ético o interno del mercado, sino un conjunto de obligaciones establecidas por norma jurídica—), a cuyo efecto debe analizarse el artículo 1, que se estructura en tres párrafos:

— párrafo primero: el Decreto en su integridad y su anexo (Código de Conducta) se aplican genéricamente a las operaciones realizadas por Sociedades y Agencias de Valores;

— párrafo segundo: el Decreto en su integridad y su anexo se aplican igualmente a las operaciones realizadas por las entidades citadas en el anterior art. 76 LMV (actual art. 65.1), lo que incluye a Bancos y Cajas de Ahorro;

— párrafo tercero: se aplican el capítulo II del Decreto en su totalidad (relativo a Código General de Conducta y Reglamentos Internos de Conducta), el Código General de Conducta contenido en el anexo y cuando resulte aplicable, el art. 8 R.D. (archivo de justificantes de órdenes) “a todas aquellas personas o entidades, públicas o privadas, que realicen cualesquiera actividades relacionadas con los mercados de valores, incluidas aquellas de asesoramiento y difusión de información a que se refiere el (anterior) artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores”.

En consecuencia, respecto de representantes del mercado de valores, actuando éstos legalmente en dicho ámbito, se suscita la duda de si quedan incorporados al párrafo primero o segundo del Real Decreto de 3 de mayo de 1993 de normas de conducta (en la medida que, como representantes de una SV, AV o Banco, actúan en nombre y por cuenta de éstos) o si quedan incorporados al párrafo tercero, en la medida que se considere simplemente su propia actuación y no los efectos representativos de la misma. Ahora bien, aunque en ambos casos son aplicables los preceptos que interesan, es decir, los relativos a Código General de Conducta y el artículo 8 del R.D. relativo a justificantes de órdenes, parece más apropiado sostener la incorporación de los representantes del mercado de valores al párrafo primero (si actúan en nombre de una SV o una AV) o al párrafo segundo (si actúan en nombre de una entidad de crédito), dado que su actuación no es por cuenta propia, sino por cuenta de un tercero, que es quien realmente celebra el correspondiente contrato de mercado de valores con el inversor contactado con el representante (tanto si el representante no interviene en el contrato, en cuyo caso lo hace el representado posteriormente, como si interviene en el contrato, por cuanto en este caso lo hace por cuenta del representado). Además, teniendo en cuenta el marcado carácter protector que la norma analizada tiene para los inversores del mercado de valores, no parece lógico que dicho nivel de protección resultara mermado en el caso de representantes frente al caso de actuación directa del propio intermediario.

*Segundo.* ¿Es aplicable la normativa de infracciones y sanciones del mercado de valores contenida en la LMV a los representantes del mercado de valores?

La LMV, en su redacción original, no incluía expresamente a los representantes en la enumeración de sujetos sometidos al régimen supervisor contenida en el art. 84 LMV. Sí se contenían las siguientes referencias:

- art. 84.1.c): “Sociedades y Agencias de Valores”;
- art. 84.2.b): “Las entidades y personas citadas en el segundo párrafo del artículo 76, en cuanto se refiera a las actividades allí contempladas”;
- art. 84.2.c): “Las restantes personas físicas y jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones complementarias”.

Teniendo en cuenta especialmente el enunciado residual del art. 84.2.c) LMV, parece claro que los representantes del mercado de valores quedaban sometidos a dicho precepto y, por tanto, a la normativa de infracciones del mercado de valores, máxime teniendo en cuenta el carácter protector de los intereses de posibles terceros afectados que es inherente a la normativa de infracciones del mercado de valores.

Lo mismo cabe decir, con mayor claridad aún, de la nueva redacción del art. 84 LMV, dada por Ley 37/1998. El art. 84.1.e) LMV incluye expresamente: “las entidades que se creen al amparo de lo previsto en el número 2 del artículo 65, **así como los agentes y apoderados contemplados en el número 3 del citado artículo**”.

En el ámbito bancario, el art. 22.6 del Real Decreto de 14 de julio de 1995 establece que la entidad de crédito será responsable del cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina en los actos que lleve a cabo el agente. A esos efectos, deberá desarrollar procedimientos de control adecuados. A mi juicio, dicha responsabilidad se entiende sin perjuicio de la propia del agente. Sin embargo, no existe un precepto análogo en la legislación del mercado de valores (que se aplicará también a los agentes de entidades de crédito, cuando actúan en el mercado de valores, en virtud de la remisión del art. 22.11 del citado Decreto), salvo la referencia contenida en la Norma 13ª 2 de la Circular 1/1998.

### III. NATURALEZA JURÍDICA Y NORMATIVA JURÍDICA GENERAL APLICABLE A LAS RELACIONES DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Con carácter previo al análisis de la naturaleza jurídica de la relación representante-representado del mercado de valores, procede describir dicha relación de forma resumida: el representante, que dispone ya o que busca clientela, *promueve la celebración de contratos del mercado de valores* (normalmente, contratos de compraventa de valores en mercados secundarios, contratos de suscripción de valores en emisiones y contratos de suscripción de participaciones de Fondos de Inversión) entre los clientes-inversores y el intermediario del mercado de valores (representado) —es decir, capta órdenes de inversores, que canaliza a su intermediario— *o bien el representante participa directamente en el citado contrato* actuando en nombre del intermediario-representado<sup>(10)</sup>. En el primer caso, el representante promueve el contrato, pero no interviene en su

---

(10) Ya el maestro GARRIGUES admitía esta doble forma de actuación del agente (*Tratado de Derecho Mercantil*, tomo III, volumen 1, Ed. Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1963, pág. 544).

formalización; en el segundo caso, interviene en su generación y en su formalización.

En ambos casos existe una actuación representativa del representante <sup>(11)</sup>, pues tanto en un caso como en el otro actúa por cuenta de un intermediario-representado, *cuyo nombre no oculta* (representación directa <sup>(12)</sup>) y, además, los efectos jurídicos de las órdenes de inversión dadas por el cliente-inversor recaen sobre el intermediario-representado (si el representante no interviene en la formalización, porque es el propio intermediario quien suscribe el contrato; si el representante interviene en la formalización, en virtud de la representación negocial). Ahora bien, solo en el segundo caso existe una representación negocial propiamente dicha pues el representante interviene en nombre del representado en la perfección del contrato de inversión, recayendo sobre éste los efectos subsiguientes.

En cuanto a representantes de un intermediario de mercado de valores, procede señalar que el contrato de mercado de valores suscrito por el cliente-inversor, a través de representante, con el intermediario del mercado de valores no es normalmente el contrato de ejecución (compraventa de mercado de valores), sino el contrato preparatorio (comisión del mercado de valores u “orden”): el inversor da su orden de inversión/desinversión al representante quien la canaliza al intermediario-representado, para que posteriormente éste intente su ejecución en el mercado correspondiente, por sí mismo, o a través de otro intermediario habilitado en dicho mercado.

Teniendo en cuenta lo anterior, la actuación del representante de un intermediario del mercado de valores se reconduce normalmente más al supuesto de agente-promotor de contratos que al supuesto de agente que interviene en la perfección del contrato con el inversor. En particular, es especialmente relevante el hecho de que la legislación atribuye determinadas obligaciones a los intermediarios del mercado de valores (especialmente, las normas de conducta del R.D. de 3 de mayo de 1993) que exigen un análisis, por básico que sea, de la orden dictada por el cliente, dentro del marco normativo vigente (ej.: art. 39 LMV).

---

(11) Señalaba el profesor GARRIGUES (Tratado..., op. cit., págs. 546-547), refiriéndose al supuesto del agente meramente promotor: “Aunque en este supuesto la actividad del agente se reduce a invitar a los clientes para que hagan sus propuestas *invitatio ad offerendum*, sus manifestaciones pueden transformarse más tarde en contenido del contrato o al menos ser utilizadas para interpretarlo. Por esta razón no puede asimilarse esta actividad a la de un simple nuncio o mensajero, sino que puede encajar más bien en la del representante, cuyas declaraciones de voluntad vinculan al representado”.

(12) No se aplican, pues, las normas y la doctrina relativa a la representación indirecta (ej.: art. 246 CdC, art. 1717 CC). Sobre este tema, véase Díez-Picazo, op. cit, págs. 45 y ss.

Sobre este tema, que posteriormente se analiza, cabe anticipar:

— si el representante actúa promoviendo la celebración de contratos (básicamente, contratos de comisión del mercado de valores), la perfección de estos contratos tiene lugar con la aceptación expresa o tácita del intermediario-comisionista;

— si el representante interviene en la formalización del contrato de comisión, actuando representativamente, el contrato queda perfeccionado, en principio, desde dicho momento. Pero, en el ámbito del mercado de valores, ha de admitirse —art. 259 CdC— que el intermediario no puede quedar obligado al cumplimiento de comisiones u órdenes que fueren contrarias a la legislación en vigor (especialmente me refiero a los casos en que el intermediario pueda apreciar estos extremos y el representante, no), lo que afecta a la regla general de perfección negocial. En cuanto a la coordinación de estos dos principios, me remito al epígrafe 5.2.2.

Cualquier relación jurídica de mercado de valores tiene un doble carácter: un carácter interno o de Derecho Privado entre los intervinientes y un carácter externo o de Derecho Público en cuanto a los efectos generales sobre el mercado de valores. Esta nota también se da en las relaciones jurídicas de representación del mercado de valores. En cuanto al carácter externo o efectos generales sobre los inversores, me remito al estudio de las normas de conducta, infracciones del mercado de valores y control administrativo de la CNMV (epígrafe 5).

En cuanto al carácter interno de la relación jurídica de representación del mercado de valores, pueden señalarse las siguientes **características**:

— Primero, tanto el intermediario-representado como el representante son comerciantes o empresarios (art. 1 CdC). En el primer caso, por tratarse de un sujeto del mercado de valores (tanto si es intermediario propio de este mercado: Sociedad de Valores —SV—, Agencia de Valores —AV— o Sociedad Gestora de Carteras —SGC—; como si es entidad de crédito), expresamente regulado en la Ley del Mercado de Valores (arts. 64 y 65 LMV), la cual sustituyó a los originales arts. 64 a 80 del Código de Comercio (derogados por y desde la LMV); en el segundo caso, por tratarse de sujetos con capacidad de ejercicio de comercio que se dedican a él habitualmente y con independencia.

— Segundo, el representante tiene un determinado nivel de autonomía o independencia respecto del principal o representado. Dicha independencia puede ser mayor o menor, según el caso, pero no puede ser eliminada (en los casos de agentes de entidades de crédito o de mercado de valores, la autonomía normalmente es muy amplia). En todo caso, no se trata de personas sometidas a relación jurídico-laboral ni societaria.

— Tercero, es un contrato de colaboración entre empresarios <sup>(13)</sup>, que va más allá de la mera realización de servicios u obras concretas, pues pretende la perfección de contratos mercantiles en número no determinado y por cuenta ajena, incluso a veces interviniendo el representante en el propio contrato a título representativo. No puede, pues, identificarse simplemente con el contrato de servicios o con el contrato de obra.

— Cuarto, es un contrato de actuación representativa, dado que el representante debe actuar no solo en nombre sino también por cuenta del representado, de forma que el tercero-inversor conozca la existencia e identidad del intermediario del mercado de valores con quien contrata y éste, a su vez, debe conocer los datos identificativos del tercero-inversor. El carácter representativo se pone de manifiesto especialmente en el supuesto de que el representante intervenga en la formalización del contrato de mercado de valores con el inversor (normalmente, contrato de comisión).

— Quinto, es un contrato de colaboración duradera o extendida en el tiempo <sup>(14)</sup>, es decir, no limitada a un acto o contrato concreto.

— Es un contrato de confianza o *intuitu personae* <sup>(15)</sup>, dado que el representante ha de promover o celebrar contratos en nombre de su principal o representado, normalmente además canalizando los medios de pago correspondientes, por lo que las circunstancias personales del agente son determinantes de la perfección del contrato.

El carácter de empresarios de ambas partes contractuales y el objeto de la representación, consistente en la perfección de contratos del mercado de valores, atribuyen al contrato de representación aquí analizado el carácter de mercantil.

La legislación del mercado de valores ya citada, como ya ha sido dicho, no entra en el análisis de la relación jurídica interna entre representante y representado, salvo en la precisión de algunos efectos en la Circular 5/1998. La LMV, en su redacción original, simplemente aludía a apoderados; la redacción actual de la LMV alude a “agentes o apoderados”; el R.D. 276/1989 alude a representa-

---

(13) Así, GARRIGUES, *Tratado...*, op. cit., págs. 538 y ss. En sentido análogo, BROSETA PONT, *Manual de Derecho Mercantil*, 10ª edición, Tecnos, Madrid, 1994, pág. 504.

(14) Así, GARRIGUES (*Tratado...*, op. cit., págs. 536-538) señala: “más que de duración podríamos hablar de continuidad”.

(15) Señalaba a estos efectos el maestro GARRIGUES (*Tratado...*, op. cit., pág. 542), en relación con el contrato de agencia: “La confianza, que constituye un simple motivo subjetivo en los contratos de ejecución instantánea, en los contratos de ejecución continuada normalmente se transforma en un motivo determinante de la voluntad, y en causa del contrato.”

ciones y la Circular CNMV 5/1998, igual que la anterior Circular 7/1989, igualmente alude a representaciones y representantes. De forma específica, la Circular CNMV 5/1998 (número 2.1) señala que “las entidades que establezcan relaciones de representación deberán... (ii) otorgar poder notarial que deberá inscribirse en el Registro Mercantil en el que se detalle el alcance de la representación y su ámbito geográfico y (iii) formalizar un contrato privado que incluya al menos los siguientes aspectos...”. Alude, de esta manera, al doble ámbito del representante: externo o relación jurídica con terceros (apoderamientos) e interno o relación jurídica con el propio representado (contrato representante-representado), pero no se pronuncia en cuanto a naturaleza jurídica.

La Ley del Contrato de Agencia, al excluir expresamente su aplicación a los agentes que actúen en mercados secundarios de valores, pone de manifiesto que en todo caso una posible naturaleza jurídica de tal relación jurídica es la del contrato de agencia (aunque no se someta a la LCA), pero no implica que necesariamente toda relación de representación del mercado de valores sea contrato de agencia. Por su parte, en el ámbito bancario, el art. 22 R.D. 1245/1995, de 14 de julio, sí se inclina de forma más decidida en favor de la naturaleza jurídica de tal contrato como de contrato de agencia<sup>(16)</sup>. En el mismo sentido hay que interpretar el vigente art. 65.3 LMV, cuando alude a “agentes o apoderados”. Pone de manifiesto que la naturaleza jurídica más viable del representante de mercado de valores es la de contrato de agencia, pero no impide configuraciones jurídicas distintas.

En el ámbito del mercado de valores, teniendo en cuenta los precedentes normativos referidos y, especialmente, la no imposición legal o reglamentaria de una determinada naturaleza jurídica, la actuación del representante puede, a mi juicio, corresponderse con una doble naturaleza jurídica (serán las partes quienes, al conformar su relación jurídica interna, elijan entre una y otra):

— De un lado, el contrato de agencia, por ser un contrato de colaboración entre empresarios, de duración, con capacidad organizativa de su actividad por parte del representante y sin asunción por éste del riesgo empresarial. Cuestión distinta, pues afecta al régimen jurídico y no a la naturaleza jurídica, es que la LCA haya optado por excluir dicho contrato de su regulación. Además, el contrato de agencia (tanto en la regulación de la LCA como en la doctrina general) admite un doble sistema (actividad meramente de promoción y actividad de promoción y formalización), pudiendo ambos sistemas ser aplicables a la representación de mercado de valores.

---

(16) Asimismo, en este sentido, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho Mercantil*, tomo II, 19.ª edición, Edersa, Madrid, pág. 181.

— De otro lado, el contrato de comisión <sup>(17)</sup>, en la modalidad de comisión representativa (art. 247 CdC). Aunque tradicionalmente se había señalado que el contrato de comisión tenía por objeto actos o contratos concretos y el contrato de agencia tenía por objeto una actuación duradera tendente a la perfección de un número indeterminado y continuado de contratos, la doctrina moderna atribuye al contrato de comisión un carácter más amplio de forma tal que se tiende a admitir también una relación de comisión de carácter continuado o duradero, lo que desfigura el elemento distintivo típico entre contrato de agencia y comisión.

Por su parte, una naturaleza jurídica simplemente mediadora, que también sería posible, en la medida que se configurara con carácter duradero, se identificaría también con el contrato de agencia, en la modalidad de “mera promoción”, por lo que no procede analizarla separadamente, máxime siendo el contrato de mediación un contrato atípico.

En el caso de agentes de entidades de crédito, el R.D. 1245/1995, de 14 de julio, parece que orienta la relación jurídica interna representado-representante hacia el contrato de agencia (que era, de hecho, el que se venía utilizando en la práctica bancaria). La LCA excluye de su ámbito de aplicación a los agentes que actúen en mercados secundarios de valores, oficiales o reglamentados, pero no a los agentes que actúen en los mercados de crédito, es decir, a los agentes de entidades de crédito (al menos, mientras actúen en dicho mercado).

¿Qué régimen jurídico se aplica al citado contrato o relación jurídica de representación del mercado de valores?

a) Si se articula como contrato de comisión, es clara la aplicación del Código de Comercio (arts. 244 y ss.) y, con carácter supletorio, del Código Civil (arts. 1709 y ss. sobre contrato de mandato), en este orden según lo establecido en el art. 50 del Código de Comercio.

b) Si se articula como contrato de agencia (a la sazón, supuesto más probable en la práctica), ya ha sido dicho que la LCA excluye la aplicación de la misma a los agentes que actúen en mercados secundarios oficiales, con lo que, en este caso, nos encontramos con un contrato atípico, cuya regulación procede integrar:

---

(17) El carácter mercantil del contrato parece claro porque el mandato tiene en este caso por objeto actos u operaciones de comercio (operaciones de mercado de valores, antes comprendidas en los arts. 64 a 80 CdC y ahora, en la LMV) y porque son comerciantes los dos sujetos del contrato: el representante y el intermediario del mercado de valores.

— En primer lugar, serán de aplicación las normas específicamente pactadas por las partes en el correspondiente contrato (de hecho, la Circular 5/1998 establece trece puntos que debe contener el contrato privado entre representado y representante).

— En segundo lugar, son de aplicación las normas generales sobre obligaciones y contratos contenidas en el Código de Comercio y Código Civil<sup>(18)</sup>, por este orden.

— En tercer lugar, dada la exclusión normativa del art. 3.2 LCA, no cabe la aplicación supletoria específica de la LCA, pero en todo caso el esquema general de derechos y obligaciones (no los extremos concretos que se deriven de la citada norma) propios del contrato de agencia y que con carácter general prevé la citada norma tiene por fuerza que ser aplicable al agente de mercado de valores porque la relación jurídico-negocial es, en definitiva, la misma<sup>(19)</sup>.

— En cuarto lugar, con carácter supletorio a lo pactado, surge una situación análoga a la planteada cuando no existía la LCA: así, SÁNCHEZ CALERO<sup>(20)</sup> señalaba que el Tribunal Supremo lo ha considerado como una subespecie de la comisión, si bien las partes pueden establecer un régimen que se aparte de esa categoría, afirmando a continuación<sup>(21)</sup> que “a falta de pacto en contrario, ha de tenerse en cuenta la disciplina del contrato de comisión”. Por su parte, URÍA<sup>(22)</sup>, antes de la LCA, señalaba: “sin perjuicio de que pueda aplicársele, en ciertos supuestos, la disciplina de otros contratos análogos, singularmente de la comisión”. Cabe, pues, afirmar en este caso una aplicación subsidiaria y analó-

---

(18) Así, URÍA, *Derecho Mercantil*, 17ª edición, op. cit, pág. 632. Se utiliza una edición anterior a 1992 por los motivos consignados en la nota a pie número 6. En el mismo sentido, VICENT CHULIÁ, *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, tomo II, 3ª edición, Bosch, Barcelona, 1990, pág. 313.

(19) La idea es la siguiente, citando un ejemplo: el art. 9.2.a) LCA establece que el agente deberá ocuparse con la diligencia de un ordenado comerciante de la promoción y, en su caso, de la conclusión de los actos u operaciones que se le hubieren encomendado. Se trata de una norma tan general, que la doctrina ya la aplicaba al contrato de agencia antes de la entrada en vigor de la LCA. Así pues, aunque no sea directamente aplicable a los representantes del mercado de valores el art. 9.2.a) LCA, dicha obligación general de diligencia sí les resulta aplicable, por tratarse de una obligación general derivada del contrato de agencia, con o sin LCA.

(20) *Instituciones de Derecho Mercantil*, 12ª edición, Madrid, Edersa, 1986, págs. 426-427. Se utiliza una edición anterior a 1992 por los motivos señalados en la nota a pie de página número 6.

(21) *Instituciones*, 12ª, op. cit., pág. 427.

(22) *Derecho Mercantil*, 17ª, op. cit., 1990, pág. 632.

gica de las normas relativas al contrato de comisión (y, por ende, supletoriamente, del contrato de mandato) <sup>(23)</sup>.

#### IV. ELEMENTOS DE LA RELACIÓN JURÍDICA DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

##### 1. Elementos subjetivos

Cabe distinguir dos: el representante y el representado.

En cuanto al representado, pueden ser dos tipos de sujetos:

a) De un lado (art. 9 R.D. 22-III-1989), los intermediarios específicos del mercado de valores o empresas de servicios de inversión: Sociedades de Valores (SV, SVB), Agencias de Valores (AV, AVB) y Sociedades Gestoras de Carteras.

b) De otro lado, los intermediarios crediticios con facultades de actuación en el mercado de valores (Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito) —art. 64.1 LMV y art. 22.11 R.D. 14-VII-1995—.

En cuanto a intermediarios extranjeros, podemos señalar:

— Admitida por la vigente LMV la actuación en España de empresas de servicios de inversión comunitarias y, en determinados casos, de ESI no comunitarias, parece que la utilización de agentes o representantes por parte de los mismos resulta igualmente viable (combinando el art. 37 LMV con los arts. 64 y 65 LMV).

— Dado que las entidades de crédito extranjeras pueden también actuar en España —las entidades comunitarias, además, al amparo del denominado “pasaporte comunitario”, mediante sucursal o mediante libre prestación de servi-

---

(23) En consecuencia, tanto si se considera una naturaleza jurídica de contrato de comisión como de contrato de agencia, es fundamental, directa o indirectamente, la doctrina mercantil del contrato de comisión (citada a lo largo del texto) y la doctrina civil del contrato de mandato (CASTÁN, *Derecho Civil español, común y foral*, tomo 4º, 15ª edición, revisada y puesta al día por Ferrandis Vilella, Reus, Madrid, 1993, págs. 531 y ss.; ALBALADEJO, *Derecho Civil*, tomo II, volumen segundo, 10ª edición, Bosch, Barcelona, 1997, págs. 324 y ss; Díez-Picazo y Gullón, *Sistema de Derecho Civil*, volumen II, 7ª edición revisada y puesta al día, Tecnos, Madrid, 1995, págs. 475 y ss.; O'CALLAGHAN, *Compendio de Derecho Civil*, tomo II, volumen 2, 2ª edición corregida y puesta al día, Edersa, Madrid, 1996, págs. 233 y ss).

cios—, también es factible que dichas entidades actúen a través de representantes dentro del ámbito operativo de cada una.

En cuanto al representante, no hay limitación específica alguna en la normativa del mercado de valores. El art. 9.2 R.D. 22-III-1989 incluso especifica que el representante puede ser una persona física o una persona jurídica (e igualmente, la Circular 5/1998). En el mismo sentido se pronuncia el art. 22.1 R.D. 14-VII-1995. En todo caso, no podrán ser representantes del mercado de valores:

— aquellas personas jurídicas que tengan un objeto social legalmente limitado a determinadas actividades distintas de la representación de entidades financieras;

— aquellas personas jurídicas cuyo objeto social no permita la realización de actividades representativas por cuenta de terceros [número Segundo.1.c) Circular 5/1998];

— aquellas personas físicas afectadas por normas de incompatibilidad que impidan el ejercicio de la actividad de representación de intermediarios del mercado de valores. Ahora bien, si dichas personas desarrollaran la actividad de representación, su intervención no estaría viciada de nulidad, sino que simplemente se aplicarían las sanciones (normalmente, administrativas) previstas en la normativa que definiera la incompatibilidad en cuestión.

## **2. Elementos reales**

Son la actividad a realizar por parte del representante y el precio o remuneración de éste. La remuneración será analizada en el epígrafe 5.2. En cuanto a la actividad a realizar, puede consistir en una actividad propiamente representativa (formalizar contratos de inversión en nombre de su representado) o una actividad meramente mediadora o de promoción, supuesto más factible en la práctica (en este caso también existe una determinada actuación representativa pues el representante de entidades financieras no oculta normalmente el nombre de su representado, pero dicha representación no alcanza a la formalización negocial). De hecho, la LCA, aunque no sea aplicable a los agentes de intermediarios de mercados de valores, admite ambas posibilidades de actuación de los agentes.

El art. 9.2 R.D. 22-III-1989 establece que la actuación de los representantes será “en el ámbito comprendido en la declaración de actividades de dichas Sociedades y Agencias”. Igualmente se manifiesta el número Segundo.1.c) de la Circular 5/1998. Es decir, tienen que concurrir tres circunstancias en cuanto a la válida actividad de los representantes de mercado de valores:

— Primero, la actuación del representante de mercado de valores, al igual que sucede con la actuación de Sociedades y Agencias de Valores, se extiende a

las funciones previstas en el art. 63.1 (servicios de inversión) y 63.2 LMV (servicios complementarios). El desarrollo de tales funciones por sujetos no habilitados por la CNMV (lo que incluye a sujetos que no sean intermediarios ni representantes habilitados) es calificado como infracción muy grave del mercado de valores [art. 63.6 y 99.q] <sup>(24)</sup>.

— Segundo, es preciso además que la Sociedad de Valores, la Agencia de Valores o la SGC representada haya asumido las actividades objeto de representación en su declaración de actividades [art. 3.b) y 14 R.D. 22-III-1989], la cual debe constar en un Registro de la CNMV (art. 14.3 R.D. 22-III-1989).

— Tercero, es preciso que el representado haya atribuido al representante facultades específicas de representación en tales actividades, que pueden referirse a la totalidad de actividades del representado o bien simplemente a algunas de ellas o a una sola.

### 3. Elementos formales

La relación jurídica de representación implica un ámbito interno (contrato) entre representante y representado y un ámbito externo (poder) o de representación frente a terceros —especialmente cuando la representación comprenda también la formalización negocial—. Aunque el contrato de agencia es esencialmente consensual, suele documentarse por escrito para mejor constancia de los derechos y obligaciones de las partes.

Al doble ámbito de la relación jurídica de la representación alude la Circular CNMV 5/1998, al exigir la remisión a la CNMV tanto de los contratos como de los apoderamientos correspondientes (número Segundo.2). Ello significa que, a pesar del carácter teóricamente consensual de los contratos de agencia y de comisión, normalmente existirá en la representación de mercado de valores un doble elemento formal cuando el representante actúa de forma representativa —supuesto ordinario en representantes de mercados financieros— y no meramente a título de mediación o promoción (en este caso, puede existir o no el instrumento de representación externa o poder).

## V. DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL REPRESENTANTE DEL MERCADO DE VALORES <sup>(25)</sup>

El contrato que instrumenta la relación jurídica de representación (tanto en sus modalidades de agencia como de comisión) es un contrato bilateral, con derechos y obligaciones para ambas partes.

---

(24) Aunque, de momento, este precepto sigue aludiendo literalmente al art. 71 LMV.

(25) Sobre este tema, puede consultarse DÍEZ-PICAZO, op. cit, págs. 99 y ss.

## 1. Obligaciones del representante

Con carácter previo procede señalar que, teniendo el representante o agente el carácter de comerciante, le serán aplicables las normas generales propias de éstos (ej.: contabilidad —art. 25 CdC—, etc.).

En cuanto a las obligaciones específicas del representante de un intermediario del mercado de valores en cuanto a su ámbito propio, cabe distinguir dos grupos de obligaciones:

- obligaciones contractuales, es decir, respecto del sujeto representado;
- obligaciones genéricas del mercado de valores, es decir, derivadas de la normativa general del mercado de valores.

A) En cuanto a las obligaciones contractuales del representante (respecto de su representado, pues), podemos señalar las siguientes:

1. El representante tiene obligación de desarrollar su actividad en nombre del representado, ya sea simplemente promoviendo, ya sea participando en la formalización del contrato de inversión <sup>(26)</sup>. El art. 22 del R.D. de 14-VII-1995, relativo a agentes de entidades de crédito, alude fundamentalmente a la negociación o formalización de operaciones típicas de la actividad de una entidad de crédito (pero no impide una actuación simplemente mediadora o de promoción) <sup>(27)</sup>.

En todo caso, el representante tiene que desarrollar una determinada actividad, es decir, realizar determinadas actuaciones o iniciativas (visitas, llamadas, etc.) para intentar conseguir contratos para su representado. Dicha actividad, que ha de ser técnicamente adecuada —es decir, en cuanto a su intensidad, dedicación, etc.—, ha de ser desarrollada con la debida diligencia y actuando en interés del representado, es decir, con proporcionalidad entre el objetivo a cumplir y los medios desplegados al efecto [Norma 13<sup>a</sup>.2.f) Circular 1/1998, de 10 de junio]. Teniendo en cuenta el carácter profesional del agente, debe aplicarse un criterio cualificado de responsabilidad: en esta línea, el art. 9.2.a) LCA alude a la diligencia de un ordenado comerciante. En caso de dejación de dicha actividad o de insuficiente intensidad o dedicación, surge un incumplimiento con-

---

(26) Sobre las distintas formas de actuación del agente, puede consultarse la obra de ORTEGA PRIETO, *El contrato de agencia*, Deusto, 1993, págs. 119 y ss.

(27) SEBASTIÁN ALBELLA (*La nueva figura del agente*, op. cit., pág. 12) incluso considera que dicho precepto es solo aplicable a agentes con actividad representativa, no a agentes con actividad meramente de promoción o mediación.

tractual que faculta al representado para resolver el contrato —junto con las demás consecuencias derivadas de dicho incumplimiento—. Este extremo será aún más grave en el supuesto de que el representante tuviera asignada una exclusiva geográfica, pues ello impide al representado contratar un nuevo agente o representante mientras no resuelva el contrato precedente.

Más aun, el número Segundo.1.k) de la Circular 5/1998 establece que “el representante pondrá en todo momento a disposición del representado los medios necesarios para que pueda comprobar que las operaciones de clientes realizadas a través del representante se atienden con la debida diligencia...”.

En cuanto a los inversores con los que el representante contacta, salvo pacto en contrario entre las partes, no existe limitación alguna: el agente-representante actúa normalmente en primer lugar con su propio círculo familiar y de relaciones personales <sup>(28)</sup>; en segundo lugar extiende su ámbito de actuación a otros sujetos adicionales. Su actuación puede asimismo ser más o menos comercialmente agresiva, siempre que implique una actividad adecuada en intensidad y medios por su parte.

El representante no asume el riesgo propio de las operaciones concertadas (ej.: cumplimiento por el cliente de sus obligaciones en contratos a plazo), salvo que existiera un pacto al efecto entre representante y representado o que exista la denominada comisión de garantía (art. 272 CdC).

2. La actividad del representante ha de realizarse de conformidad con las instrucciones recibidas de su representado [art. 9.2.c) LCA, arts. 254 a 256 CdC], dentro del marco de funciones específicamente conferido al representante <sup>(29)</sup>. No se trata de limitar la independencia propia de un agente-representante <sup>(30)</sup>, sino especialmente de determinar las condiciones de contratación por parte del agente (ej.: tipos de clientela a los que el agente debe dirigirse, tipos de contratos a realizar, etc.) <sup>(31)</sup>.

---

<sup>(28)</sup> Con frecuencia, un sujeto asume la condición de agente de otro porque ya dispone de clientela o contactos previos que le hacen presumir que colocará los productos o servicios del representado. En principio, no hay problema alguno en el contrato de agencia por el hecho de que el agente conozca al tercero contratante antes que al propio representado.

<sup>(29)</sup> Así, GARRIGUES (*Tratado*, op. cit., pág. 549). En sentido análogo, URÍA (*Derecho Mercantil*, 17<sup>a</sup>, op. cit., pág. 632) y SÁNCHEZ-CALERO (*Instituciones*, 12<sup>a</sup>, op. cit., pág. 427). También sobre este tema, DIEZ-PICAZO, op. cit., págs. 101 y ss.

<sup>(30)</sup> En este sentido señalaba ya el profesor GARRIGUES (*Tratado*, op. cit., pág. 549) que la obligación de acatamiento de instrucciones por parte del agente no es idéntica a la obligación correspondiente del comisionista, no siendo además a su juicio aplicable la distinción entre comisión imperativa, indicativa y facultativa.

<sup>(31)</sup> Así, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 549.

Además, la actividad del representante ha de realizarse dentro de la zona geográfica asignada [número Segundo.1.c) Circular 5/1998], en su caso.

En cuanto a los medios de pago que el representante canalice entre intermediario e inversor (y viceversa), el art. 22.9 del R.D. de 14-VII-1995 establece, para agentes de entidades de crédito, que cuando el agente reciba del cliente o del intermediario fondos en efectivo, cheques u otros instrumentos de pago, éstos no pueden abonarse a, ni proceder de, cuentas bancarias del agente, ni siquiera transitoriamente, es decir, tales medios de pago deben canalizarse directamente de inversor a intermediario o viceversa. En cuanto a representantes de mercado de valores, no existía norma análoga hasta la aprobación de las Circulares 1/1898 [norma 13ª 2.b) y 5/1998] [número Segundo.1.e)]: “si el contrato contempla la entrega al representante de fondos en efectivo, cheques u otros instrumentos de pago, éstos no deberán abonarse en cuentas del representante ni proceder de ellas, ni siquiera transitoriamente”.

3. Obligación de información al representado sobre los contratos promovidos o concertados <sup>(32)</sup>. El representante tiene una doble obligación de información:

— Una obligación de información genérica sobre su actividad <sup>(33)</sup>, las condiciones en que se realice y las circunstancias que la afecten (ej.: de mercado).

— Una obligación de información específica sobre los contratos formalizados o promovidos por él <sup>(34)</sup>. Dado que en el mercado de valores el agente no formaliza de forma directa el contrato de ejecución o de inversión sino que *el agente promueve o formaliza contratos de comisión con el inversor* (órdenes de inversión o de desinversión) que posteriormente han de ser ejecutados (perfección del contrato de inversión) en su mercado correspondiente por el intermediario-representado o por otro intermediario a instancias de aquél, los contratos de comisión u órdenes de inversión han de ser remitidos por el representante receptor al representado a la mayor rapidez posible [de hecho, el retraso injustificado en su ejecución puede llegar a ser infracción del mercado de valores: art. 100.i) LMV], máxime teniendo en cuenta el principio de aceptación obligatoria de órdenes de inversión establecido en el art. 39 LMV, que posteriormente será analizado.

4. Obligación de no competencia. De un lado, los representantes de entidades de valores o de entidades crediticias, por mandato reglamentario, sólo

---

<sup>(32)</sup> Así, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, 12ª, op. cit., pág. 427.

<sup>(33)</sup> Así, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 550.

<sup>(34)</sup> Así, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 550-551.

pueden representar a una sola entidad: así lo establecen el art. 22.7 del R.D. de 14-VII-1995 y el art. 9.2 del R.D. de 22-III-1989.

Ahora bien, la prohibición genérica de competencia con el representado no es directamente aplicable a los representantes de mercado de valores pues éstos, por sí, no son ni entidades de crédito ni empresas de servicios de inversión y no pueden desarrollar personalmente las actividades propias de aquéllas.

5. En general, cabe afirmar la existencia de un deber del agente-representante de defender los intereses del representado <sup>(35)</sup> o, en expresión de URÍA <sup>(36)</sup>, “procurando en todo momento una fiel tutela de los intereses que representa”.

6. ¿Puede el representante actuar por medio de subagentes? En cuanto a agentes de entidades de crédito, el art. 22.8 R.D. 14-VII-1995 prohíbe la actuación mediante subagentes, es decir, incluso aunque mediara autorización del sujeto representado. En cuanto a Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Carteras, la Circular 5/1998 establece [número Segundo.1.d)] que el representante “no delegará en otra persona la representación obtenida”. Lo anterior no impide al agente-representante utilizar a sus empleados o auxiliares <sup>(37)</sup>, puesto que los actos de éstos se imputan directamente al representante.

B) En cuanto a las obligaciones genéricas del mercado de valores para los representantes, cabe señalar las siguientes:

1. Obligaciones derivadas del título VIII de la Ley del Mercado de Valores (Régimen de supervisión, inspección y sanción). Los representantes del mercado de valores quedan sometidos a dicho título por estar incluidos en la redacción vigente del art. 84.1.e) LMV. Ello implica:

— Obligación de aportar a la CNMV las informaciones que ésta solicite sobre extremos relacionados con la LMV (art. 85.1 LMV).

— Sometimiento a las inspecciones de la CNMV (art. 85.1 LMV).

— Obligación de hacer públicas las informaciones que la CNMV estime pertinentes sobre sus actividades relacionadas con el mercado de valores (art. 85.6 LMV).

---

<sup>(35)</sup> Así, el maestro GARRIGUES (*Tratado*, op. cit., pág. 551) señaló que esta obligación del agente tiene un doble ámbito:

— primero, de carácter positivo: “el agente tiene que obrar de tal manera que aumente las ganancias y aleje los perjuicios del representado”;

— segundo, de carácter negativo: “el agente ha de evitar los daños que pueda sufrir el representado, absteniéndose de informaciones desfavorables sobre la empresa de éste...”.

<sup>(36)</sup> *Derecho Mercantil*, 17<sup>a</sup>, op. cit., pág. 632.

<sup>(37)</sup> Así, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 554.

— Obligaciones de información de hechos significativos, previstas en el art. 89 LMV.

— Aplicación de la normativa sobre infracciones (arts. 95 a 101 LMV) y sanciones (arts. 102 a 106 LMV) del mercado de valores. Cuestión distinta es si, además, el sujeto representado asume también responsabilidad administrativa por los incumplimientos del representante que sean calificables de infracción, tema que se analiza en el epígrafe 5.2.

Si se trata de agentes de entidades de crédito, son igualmente de aplicación las normas de disciplina fijadas en la correspondiente legislación bancaria, especialmente la Ley de Disciplina e Intervención de entidades de crédito de 29 de julio de 1988.

En particular, pueden ser de especial aplicación a los representantes del mercado de valores las siguientes infracciones del mercado de valores:

a) Infracciones muy graves (art. 99 LMV):

— El desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores cuando produzcan una alteración significativa de la cotización y generen daños considerables a los inversores [art. 99.i) LMV].

— La difusión voluntaria y maliciosa de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones [art. 99.ii) LMV].

— Colocación de una emisión sin atenerse a las condiciones previamente establecidas —es decir, en el folleto informativo— [art. 99.n) LMV].

— El incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 81 LMV [art. 99.o) LMV] sobre información privilegiada.

— Ejercicio o realización habitual de actividades comprendidas en el art. 71 LMV por entidades o personas no habilitadas al efecto [art. 99.q) LMV] —debe entenderse referido al art. 64.6 en relación con el art. 63 LMV—.

— Negativa o resistencia a la actuación inspectora de la CNMV [art. 99.t) LMV].

b) Infracciones graves (art. 100 LMV):

— Falta de remisión de determinadas informaciones o comunicaciones a la CNMV [art. 100.b) LMV].

— Denegación injustificada o retrasos injustificados y reiterados en la transmisión y ejecución de órdenes [art. 100.i) LMV].

— El incumplimiento de las normas previstas en la LMV en materia de información a sus clientes, cuando resulte obligatoria [art. 100.m) LMV].

— La infracción o el incumplimiento de las normas de conducta previstas en el Título VII cuando no constituyan infracción muy grave conforme al artículo anterior [art. 100.n) LMV].

— Los incumplimientos previstos en el art. 99.q) LMV, cuando no sean habituales [art. 100.o) LMV].

— El incumplimiento de lo dispuesto en el art. 81.1 LMV [art. 100.r) LMV].

c) Infracciones leves: cualquier infracción de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores <sup>(38)</sup> y que no sean infracciones muy graves o graves.

2. Obligación de cumplir las normas de conducta del mercado de valores, referidas en los arts. 78 a 83 LMV y en el R.D. de 3 de mayo de 1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores (art. 78 LMV), así como las incluidas en los códigos de conducta aprobados administrativamente y las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta (art. 78 LMV).

Así pues, son aplicables a los representantes de mercado de valores los siguientes preceptos legales sobre normas de conducta:

— Primero, las obligaciones específicas contenidas en el art. 79 LMV, dado que el representante normalmente recibe órdenes o asesora sobre inversiones:

- “a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.
- b) Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflicto de interés, sin privilegiar a ningún cliente.
- c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de sus clientes como si fueran propios.
- d) Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles internos oportunos para garantizar una ges-

---

<sup>(38)</sup> El concepto de “normas de ordenación y disciplina del mercado de valores” se transcribe en el art. 95, tercer párrafo, LMV: “las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el número 1 del artículo 84 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el número 2 del mismo y que sean de obligada observancia para las mismas”.

tión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone.

- e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados.”

— Segundo, las obligaciones específicas contenidas en el art. 80 LMV, formuladas en sentido de prohibición:

- “a) Provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones.
- b) Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.
- c) Atribuirse a sí mismo uno o varios valores cuando tengan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.
- d) Anteponer la venta de valores propios a los de sus clientes, cuando éstos hayan ordenado vender la misma clase de valor en idénticas o mejores condiciones”.

— Tercero, obligación de cumplimiento de las normas sobre información privilegiada (art. 81 LMV).

— Cuarto, las obligaciones previstas en el art. 83 LMV (“murallas chinas”), aunque de difícil aplicación en la práctica respecto de los representantes.

Obviamente, son también aplicables a los agentes y representantes del mercado de valores las normas de desarrollo establecidas en materia de normas de conducta: articulado del Real Decreto de 3 de mayo de 1993, la Orden de 25 de octubre de 1995 sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios y la Circular 3/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV sobre registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes.

En cuanto a los códigos de conducta aprobados administrativamente, son aplicables a los representantes con base en el vigente art. 78.b) LMV. El vigente Código General de Conducta de Valores Mobiliarios (CGCVM) está desarrollado en el Anexo del Real Decreto de 3 de mayo de 1993. En particular, los representantes de mercado de valores están incluidos en el ámbito de aplicación del Real Decreto de 3 de mayo de 1993, incluido su Anexo (véase sobre este tema, el epígrafe 2).

En cuanto a la obligatoriedad de los Reglamentos internos de conducta, aunque ya se desprendía del art. 3 del Real Decreto de 3 de mayo de 1993, el nuevo art. 78.c) LMV los incorpora expresamente al texto legal, de forma que son obligatorias las normas de conducta “contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta”. Entiendo que caben dos alternativas: que el agente o

representante de mercado de valores prepare su propio reglamento interno de conducta o que asuma como propio el de su entidad representada [como de hecho interpreta el número Segundo.1.j) de la Circular 5/1998: “Reglamento Interno de Conducta de la entidad representada”].

El representante de mercado de valores normalmente actúa canalizando órdenes de inversión o de desinversión de los clientes-inversores por él contactados. Es decir, el representante promueve o perfecciona contratos de comisión del mercado de valores (órdenes) con el inversor, actuando en nombre de su representado. En consecuencia, el contrato de comisión de mercado de valores es, pues, formalizado entre intermediario-representado y cliente-inversor, aplicándose las normas correspondientes al citado contrato. Dado que buena parte de las especiales obligaciones contenidas en el CGCVM son, de hecho, obligaciones adicionales para el intermediario, en cuanto comisionista, dichas obligaciones son aplicables tanto al intermediario representado (especialmente las obligaciones de carácter contractual, porque el intermediario asume los efectos del contrato) como al representante (especialmente, las obligaciones legalmente definidas con finalidad de protección al inversor, porque es el representante quien se relaciona directamente con el inversor). Ello implica, respecto del representado, un especial deber de vigilancia respecto de sus representantes pues los incumplimientos del CGCVM por parte de éstos pueden implicarles una responsabilidad contractual (ésta, en todo caso, pues los efectos de los contratos formalizados por el representante recaen sobre el representado) o incluso administrativa.

En este sentido, deben también situarse las especiales obligaciones para las empresas de servicios de inversión (representados) en relación con sus representantes, establecidas por la Circular 1/1998, norma 13ª 2: implantar sistemas de control y seguimiento de operaciones, sistemas de manejo de fondos, medidas adicionales para evitar quebrantos y fraudes, etc.

En particular, son de especial aplicación a los representantes del mercado de valores las siguientes menciones del CGCVM:

- Las obligaciones específicas de imparcialidad previstas en el art. 1.
- Obligación de actuación con cuidado y diligencia (*diligence and due care*), específicamente aplicada a las relaciones con el cliente-inversor (art. 2).
- Obligación de organización y control de sus medios de forma adecuada (art. 3).
- Obligación de solicitar a su clientela la información necesaria para su correcta identificación y demás información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer (art. 4).
- Obligaciones de información a los clientes definidas en el art. 5.

— Obligación de evitar conflictos de interés entre clientes o de disponer medios internos para resolverlos, en su caso, sin privilegios en favor de ninguno de ellos (art. 6).

— Obligación de rechazar operaciones con intermediarios no autorizados (no fácilmente aplicable a representantes) y aquellas otras en que tengan conocimiento de que se puede infringir la normativa aplicables a tales operaciones (art. 7).

3. Obligación de cumplir las obligaciones específicas, de carácter administrativo, especialmente las previstas en la Circular CNMV 5/1998:

— Contar con la honorabilidad, capacidad y profesionalidad suficientes para llevar a cabo la actividad objeto de representación (Número Segundo.1, párrafo inicial).

— Obligación de comunicar a su clientela, en cuantas relaciones establezcan, especialmente en los contratos que suscriban con ella, que actúan por cuenta y en nombre de una Sociedad de Valores, Agencia de Valores o SGC, identificándola mediante su denominación social (número Cuarto, tercer párrafo). Una obligación análoga se establece en el art. 22.5 del R.D. de 14-VII-1995.

— Obligación de manifestar, en toda publicidad que efectúen sobre sí mismas o sobre sus operaciones, que actúan en calidad de representantes, expresando el nombre de la entidad que otorgó la representación (número Cuarto, tercer párrafo).

— Los representantes de mercado de valores “no podrán actuar ni tomar decisiones de inversión en nombre de los clientes ni recibir mandatos genéricos o específicos de gestión de carteras, ni establecer relaciones jurídicas que les vinculen personalmente con los clientes en materias relacionadas con el mercado de valores” [número Segundo.1.j) Circular 5/1998].

— De otro lado, el representante deberá realizar, por delegación del representado, las comunicaciones a la CNMV previstas en el art. 9.3 del Real Decreto 276/1989 [número Segundo.1.b)].

En cuanto a si el representante debe comunicar a la CNMV las relaciones de representación, el art. 9.3 R.D. 22-III-1989 así lo establece. La Circular 7/1989 lo reiteraba, pero la Circular 5/1998 solo menciona tal obligación respecto de la entidad representada.

## **2. Obligaciones del representado**

Cabe distinguir:

— Obligaciones contractuales respecto del representante (en base al contrato de representación: agencia o comisión).

— Obligaciones contractuales respecto del cliente-inversor (en base al contrato de comisión de mercado de valores).

— Obligaciones administrativas o propias del mercado de valores.

A) En cuanto a las obligaciones contractuales del representado respecto de su representante, derivadas del contrato de agencia o de comisión entre ellos existente, cabe citar:

1. En primer lugar, el representado está obligado a pagar la remuneración al representante. Genéricamente lo establecen los arts. 10.2.c) y 11 a 19 LCA (aunque no sean específicamente aplicables al caso) y el art. 277 CdC.

La retribución puede ser una cantidad fija, variable o sistema mixto. Normalmente, dado que la retribución del intermediario representado (en el contrato con el inversor) es un porcentaje sobre el total importe del contrato, la retribución del agente (o comisionista, en su caso) será una participación porcentual en la comisión del intermediario. En cuanto a la posible cláusula que impone al agente un mínimo de operaciones para dar derecho a retribución o comisión, si se pacta, nada hay que objetar al efecto <sup>(39)</sup>.

En cuanto a devengo y liquidación se aplicará lo pactado entre las partes. Normalmente se efectúan liquidaciones periódicas por el representante que son satisfechas por el representado. Respecto a devengo, al no ser aplicables a los agentes de mercados secundarios de valores los arts. 12 a 14 LCA, en defecto de pacto, cabe aplicar la doctrina anterior a la LCA: así, GARRIGUES <sup>(40)</sup> señalaba que el derecho a retribución del agente nace del “buen fin de la operación” <sup>(41)</sup>, es decir, cuando el contrato ha sido ejecutado por el representado o cuando no ha sido ejecutado por el representado por causa a él imputable. Así, si el representante recibe una orden de inversión que el representado no puede ejecutar por no existir contrapartida en el mercado correspondiente, la no ejecución no es imputable al representado y no nace derecho a la retribución del agente. Lo mismo ha de aplicarse si la relación jurídica representante-representado se reconduce al contrato de comisión.

En cuanto a operaciones que dan derecho a retribución, en defecto de pacto, cabe incluir:

— Operaciones formalizadas durante la vigencia del contrato de agencia y que se deban a su actividad o, si existe exclusividad geográfica a favor del agente, cuando la operación se hubiere formalizado en dicha zona.

---

<sup>(39)</sup> En este sentido, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 546.

<sup>(40)</sup> *Tratado*, op. cit., págs. 559-560.

<sup>(41)</sup> Igualmente, SÁNCHEZ-CALERO, *Instituciones*, 12<sup>a</sup>, op. cit., pág. 427.

— Operaciones concluidas después de extinguirse el contrato de agencia, pero que hubiesen sido preparadas por el agente, siempre que la operación se concluya dentro de un plazo razonable después de extinguido el contrato <sup>(42)</sup>.

— No parece, en cambio, que deba existir un derecho a retribución por cualesquiera operaciones posteriores que realicen los clientes captados por un agente cuyo contrato se hubiere extinguido, excepto en el caso anterior, especialmente si se admite un derecho a compensación o indemnización del agente en determinados casos de resolución unilateral a instancias del representado. Ahora bien, nada impide pactar en el contrato retribución en este supuesto.

2. El representado tiene obligación de facilitar al representante aquellas informaciones o medios que éste necesite para el desarrollo de su actividad <sup>(43)</sup>.

3. En cuanto al posible derecho a indemnización o compensación económica en el caso de extinción de la relación jurídica de representación, me remito al epígrafe 6.

B) En cuanto a las obligaciones contractuales del intermediario representado respecto del inversor, en base al contrato de comisión del mercado de valores, cabe señalar: tanto si el representante actúa “promoviendo” como interviniendo en la formalización del contrato de comisión del mercado de valores (en nombre del representado), las partes del citado contrato son el inversor y el intermediario. Dado que la relación jurídica entre el inversor y el intermediario representado consiste en un contrato de comisión del mercado de valores (orden), el intermediario, una vez recibida la orden del cliente a través del representante, debe ejecutar la orden en el mercado primario o secundario correspondiente a la mayor rapidez posible, una vez efectuadas las comprobaciones jurídicas y económicas adecuadas con la naturaleza del contrato de inversión a realizar.

En particular, si se trata de órdenes relativas a mercados secundarios de valores, es aplicable el art. 39 LMV: “Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe. En las operaciones a plazo, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de

---

<sup>(42)</sup> Así, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 557.

<sup>(43)</sup> Así, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, 12<sup>a</sup>, op. cit., pág. 427.

las garantías o coberturas que estime convenientes, que, como mínimo, habrán de ser las que, en su caso, se establezcan reglamentariamente”.

Es decir, el art. 39 LMV, con antecedente en la legislación bursátil anterior, establece un principio de aceptación obligatoria de las órdenes de mercado de valores por parte de los intermediarios miembros de los correspondientes mercados secundarios, siempre que se acredite la existencia del dinero para comprar o los valores para vender, es decir, una vez acreditada la inexistencia de riesgo económico para el intermediario.

Ahora bien, ¿qué alcance tiene el precepto anterior? Se trata de garantizar la adecuada prestación de servicios en el ámbito de mercado de valores, evitando que órdenes de inversión o desinversión de determinados inversores no sean atendidas, pero dicha obligación no debe entenderse de forma absoluta, sino que debe compaginarse con el adecuado cumplimiento de las obligaciones propias de los intermediarios del mercado de valores, máxime cuando el incumplimiento de las mismas es tipificado como infracción del mercado de valores. A mi juicio, el intermediario del mercado de valores no está obligado a aceptar órdenes de mercado de valores cuando su ejecución pudiere implicar incumplimiento de alguna obligación legalmente definida para el intermediario.

En particular, el intermediario puede rechazar legítimamente órdenes de mercado de valores en los siguientes casos <sup>(44)</sup>:

— Cuando la orden o la operación encargada resulten contrarias a las leyes y Reglamentos —art. 259 CdC—. (p.ej.: una orden que vulnere la normativa sobre OPAs). El intermediario puede y debe negarse a ejecutar una orden cuando tenga en su poder los elementos necesarios para determinar la irregularidad jurídica de una orden (es decir, de la propia orden o de la relación jurídica general y previa entre intermediario e inversor) o cuando la operación estuviere viciada de nulidad intrínseca, pero no dispone de facultades indagatorias adicionales (en este sentido, art. 7 CGCVM).

— Cuando la orden no sea dictada por escrito, como aplicación particular del caso anterior.

— Cuando el ordenante no aporte los datos precisos para el cumplimiento por el intermediario de las obligaciones de información fiscal legalmente establecidas (art. 109 LMV).

— Cuando la orden no contenga todos los elementos precisos para la determinación del mandato conferido, o sea susceptible de interpretación dudosa, si bien, en este caso, debe solicitar las aclaraciones procedentes.

---

(44) Véase mi libro *Derecho del Mercado de Valores*, tomo II, Dykinson, febrero 1993, Madrid, págs. 168-169.

— Cuando el ordenante actúe como representante de otra persona y no justifique suficientemente su condición o no se hubieren cumplido los requisitos legales al efecto (ej.: venta de bienes de un sometido a tutela sin autorización judicial). En este sentido, el número 10.4 de la Orden de 25 de octubre de 1995 establece que “si existen indicios o certeza de que los clientes cuya identificación fuera preceptiva no actúan por cuenta propia, las entidades deberán recabar información precisa a fin de conocer la identidad de las personas por cuenta de los cuales actúan”.

— Cuando la orden resulte de ejecución imposible.

— Cuando la orden sea contraria a los sistemas de contratación vigentes en el mercado.

— Cuando la orden sea dictada en condiciones tales que la ejecución sitúe al intermediario en un grado de dificultad notorio (p.ej.: una orden recibida dos minutos antes del cierre de la contratación).

En definitiva, a mi juicio, el contrato de comisión del mercado de valores es inexistente en los casos anteriormente citados, por imposibilidad de objeto, ya sea imposibilidad jurídica o imposibilidad *de facto*.

En el caso de que la orden de inversión/desinversión sea recibida por el intermediario a través de representante, a mi juicio, el intermediario mantiene intactas las facultades antes descritas, es decir, puede rechazar las órdenes de los inversores recibidas por el representante cuando existiere alguno de los incumplimientos antes citados (aunque el representante las hubiera admitido) <sup>(45)</sup>, dado que un intermediario del mercado de valores, que puede incurrir en infracción administrativa del mercado de valores, no puede quedar compelido a la ejecución de una orden irregular. En particular:

— Si el representante solo promueve la realización de contratos (de comisión), éstos no se perfeccionan hasta la aceptación del intermediario, la cual, sin perjuicio de lo establecido en el art. 39 LMV, puede (y debe) no tener lugar en los casos arriba citados.

— Si el representante interviene en la perfección o formalización del contrato de comisión de mercado de valores, entiendo que, en el supuesto de concurrir alguno de los supuestos citados, el contrato (cuya perfección tiene lugar genéricamente en estos casos por el acuerdo entre representante e inversor) no

---

<sup>(45)</sup> Esto debe entenderse sin perjuicio de la posible responsabilidad, en su caso, del representante frente al inversor por los daños y perjuicios que le ocasionare a éste la negativa justificada a admitir una orden por el intermediario representado, especialmente cuando la causa de denegación hubiera debido ser conocida y aplicada por el representante, dado que el representante debe conocer la legislación y práctica del mercado de valores.

ha llegado a nacer por imposibilidad de objeto (y ello es lo que permite que el intermediario representado no quede obligado al cumplimiento de una orden irregular o ilegal, aunque el representante la hubiere aceptado <sup>(46)</sup>). En este caso, el representante deberá comunicar el motivo justificado de rechazo de la orden o comisión por parte del intermediario-representado, a la mayor brevedad posible, y sin perjuicio de la posible indemnización (por parte del representante) de los daños y perjuicios ocasionados al cliente-inversor que confió en la validez de la orden que no había sido rechazada por el representante.

Asimismo, el intermediario representado, en cuanto parte del contrato de comisión del mercado de valores con el inversor, está sometido al conjunto de obligaciones establecidas al efecto en el CGCVM, especialmente en su ámbito contractual, con independencia de que éstas también afecten al representante.

En el caso de **gestión de carteras**, la Circular 1/1998 [Norma 13<sup>a</sup>.2.d)] establece que la información relacionada con la gestión de carteras deberá remitirse directamente por la entidad representada a los clientes y no a través de los representantes, salvo autorización expresa del cliente. Igualmente se pronuncia el número Segundo.1.1) de la Circular 5/1998.

C) En cuanto a las obligaciones del representado de carácter administrativo, fijadas en la normativa de mercado de valores, cabe citar:

— obligación de comunicar a la CNMV los documentos de representación suscritos (número Segundo de la Circular CNMV 5/1998), en la forma y plazos previstos en el número Tercero de la Circular;

— obligación de facilitar a su clientela información sobre las representaciones otorgadas, indicando el nombre de los representantes y el ámbito de su actuación (número Tercero de la Circular);

— cumplir las obligaciones previstas en la norma 13<sup>a</sup> 2 de la Circular 1/1998, algunas de ellas posteriormente reiteradas en la Circular 5/1998.

Procede específicamente analizar si el intermediario representado asume responsabilidad administrativa por las actuaciones del representante que sean

---

(46) Téngase en cuenta que son posibles dos casos:

— Primero, que el representante acepte una orden que, por sí, es ilícita y que él mismo, que debe conocer la legislación del mercado de valores, debería haber rechazado.

— Segundo, que el representante acepte una orden que, por sí misma, no es ilícita, pero que el intermediario rechaza por concurrir elementos adicionales que el representante no podía conocer. Ejemplo: un representante recibe una orden de comprar acciones equivalentes al 2% del capital social de una sociedad cotizada. La orden es válida, en principio. Pero el intermediario comprueba que ya tiene depositados a nombre de dicho inversor acciones correspondientes al 24% del capital social de dicha sociedad. Si compra el 2% adicional, se vulnera la legislación de OPAs. El intermediario no debe aceptar dicha orden.

tipificadas como infracción administrativa. El representante actúa en el mercado de crédito o en el mercado de valores, con sometimiento a las normas de disciplina correspondientes (LDIEC, LMV), pero mientras que los efectos de los contratos suscritos por representantes lógicamente recaen sobre el representado (SV, AV, Banco, etc.), las posibles infracciones cometidas por tales representantes recaen en principio directamente sobre ellos.

No obstante, en cuanto a agentes de entidades de crédito, el art. 22.6 del R.D. de 14-VII-1995 señala que “la entidad de crédito será responsable del cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina en los actos que lleve a cabo el agente. A esos efectos, deberá desarrollar procedimientos de control adecuados”. Así pues, de dicho precepto se induce un deber de vigilancia de los agentes-representantes por parte de la entidad de crédito representada que sería la justificación de que la responsabilidad administrativa de los actos del representante se extienda también al representado.

Ahora bien, en cuanto a la representación del mercado de valores (incluso en el caso de la actuación en el mercado de valores de las entidades de crédito, pues en tal caso el art. 22.11 del R.D. de 14-VII-1995 remite a la legislación propia del mercado de valores) no existe un precepto análogo al anterior. Ahora bien, como las Circulares 1/1998 y 5/1998 establecen una obligación de control y seguimiento de representantes por parte de sus representados, podría inducirse también algún grado de responsabilidad administrativa de los representados ante incumplimientos de los representantes.

## VI. EXTINCIÓN DE LA RELACIÓN JURÍDICA DE REPRESENTACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

La relación jurídica de representación del mercado de valores puede extinguirse por las siguientes causas:

— En primer lugar, si se ha pactado por tiempo determinado, por el transcurso de dicho plazo.

— En segundo lugar, por fallecimiento del representante, si es persona física o por disolución, si es persona jurídica. No es aplicable al caso el supuesto del fallecimiento del representado pues éste siempre será una persona jurídica, aunque sí cabe el supuesto de disolución o sanción administrativa de inhabilitación al representado, en cuyo caso cabe admitir la posibilidad de resolución del contrato a instancias del representante, por analogía con el art. 280 C.Co<sup>(47)</sup>.

— En tercer lugar, por quiebra del representante, pues ésta afecta a su solvencia y, por ello, a la relación de confianza entre representado y represen-

---

(47) En este sentido, URÍA, *Derecho Mercantil*, 17<sup>a</sup>, op. cit., pág. 633.

tante <sup>(48)</sup>. La quiebra del representado no extingue el contrato, pero constituye justa causa a efectos de la denuncia del contrato por parte del representante.

— En cuarto lugar, por resolución del contrato en caso de incumplimiento de obligaciones contractuales por alguna de las partes (art. 1124 CC).

— En quinto lugar, por las causas propias del contrato de comisión cuando la relación jurídica de representación del mercado de valores se hubiere formalizado bajo esta fórmula jurídica.

Además, tratándose de un contrato de duración o de continuidad, normalmente estipulado por períodos anuales con prórrogas tácitas y siendo un contrato de confianza o *intuitu personae*, cabe admitir la posibilidad de resolución unilateral del contrato a instancia de cualquiera de las partes <sup>(49)</sup>, pero no son aplicables a los agentes de mercados secundarios de valores los arts. 25 y 26 LCA. No resulta necesaria la existencia de una justa causa al efecto <sup>(50)</sup>, pero en todo caso la resolución unilateral tiene que ser instada de buena fe, pues una revocación intempestiva genera perjuicios injustificados al agente que ha efectuado unos trabajos de formación de clientela que favorecen al representado. Por ello, resulta conveniente la existencia de un preaviso con antelación suficiente <sup>(51)</sup>.

En particular, si es el representado quien insta la resolución unilateral del contrato, parece que, en atención a los trabajos realizados por el representante, debe existir un derecho de compensación <sup>(52)</sup> económica a favor del representante cesado <sup>(53)</sup>, si bien no son específicamente aplicables los arts. 28 a 31 LCA.

---

(48) En este sentido, GARRIGUES, *Tratado*, op. cit., pág. 572.

(49) Así, URÍA, *Derecho Mercantil*, 17ª, op. cit., pág. 632.

(50) SÁNCHEZ-CALERO (*Instituciones*, 12ª, op. cit., pág. 426) alude a justa causa en el caso de denuncia unilateral antes del vencimiento de contratos de agencia con duración determinada, pero en el caso de duración indeterminada simplemente alude al preaviso al agente. Tampoco exige justa causa VICENT CHULIÁ (*Compendio crítico*, II, op. cit., pág. 313).

(51) Así, GARRIGUES (*Tratado*, op. cit., pág. 574) y URÍA, *Derecho Mercantil*, 17ª, op. cit., pág. 632).

(52) Señala GARRIGUES (*Tratado*, op. cit., págs. 576 y ss.), siguiendo al Derecho alemán que, en lugar de un derecho a indemnización propiamente dicha, existe un derecho a “compensación”, especialmente cuando toda o parte de la clientela captada por el agente continúa vinculada al empresario. Señala GARRIGUES (pág. 577) tres requisitos al efecto:

— que el empresario obtenga ventajas importantes, una vez extinguido el contrato, de las operaciones con los clientes que hubiera concretado antes el agente;

— que, como consecuencia de la extinción del contrato, el agente pierde el derecho a premios que de haber continuado la agencia habría obtenido por virtud de operaciones celebradas con clientes conquistados por él;

— que el pago de la compensación esté en armonía con la equidad según las circunstancias del caso.

(53) Así, SÁNCHEZ-CALERO, *Instituciones*, 12ª, op. cit., pág. 428.

# LAS RELACIONES DE INTERMEDIACIÓN EN LA COLOCACIÓN DE VALORES <sup>(1)</sup>

M<sup>a</sup> ROCÍO QUINTÁNS EIRAS

*Profesora Ayudante de Derecho mercantil. Doctora en Derecho  
Universidad de La Coruña*

---

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. EL CONTRATO DE COLOCACIÓN DE VALORES.
  - 1. Planteamiento general.**
  - 2. Su posible consideración como contrato de distribución mercantil.**
- III. COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO DE VALORES.
  - 1. Cuestiones preliminares.**
  - 2. Aseguramiento en firme.**
  - 3. Aseguramiento de garantía.**

---

(1) ABREVIATURAS: A.A.M.N. = Anales de la Academia Matritense del Notariado. B.B.T.C.= Banca Borsa e Titoli di Credito. B.O.C.G.= Boletín Oficial de las Cortes Generales. B.O.E.= Boletín Oficial del Estado. C.C.J.C.= Cuaderno Civitas de Jurisprudencia Civil. C.D. y Com.= Cuadernos de Derecho y Comercio. D.N.= Derecho de los Negocios. D.O.C.E.= Diario Oficial de las Comunidades Europeas. L.C.A.= Ley de 12/1992, sobre Contrato de Agencia. L.G.D.C.U.= Ley 26/1984, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. L.M.V.= Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. L.S.A.= Real Decreto legislativo 1564/1989, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. O.M.= Orden Ministerial. O.P.V.= Oferta Pública de Valores. R.D.= Real Decreto. R.D.B.B.= Revista de Derecho Bancario y Bursátil. R.D.M. = Revista de Derecho Mercantil. R.D.P. = Revista de Derecho Privado. Riv. Dir. Ind.= Rivista di Diritto Industriale. R.T.D.C. = Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique.

IV. INTERVENCIÓN DE UNA ENTIDAD DIRECTORA.

1. **Consideraciones iniciales.**
2. **Dirección y colocación de valores.**
3. **Contrato de dirección: ¿comisión o prestación de servicios?**

V. BIBLIOGRAFIA.

---

I. INTRODUCCIÓN

En el tráfico empresarial actual se hace cada vez más patente la creciente presencia de intermediarios profesionales y la necesidad de acudir a los mismos para gestionar los más diversos intereses. Esta necesidad se fundamenta en el aumento y especialización de los negocios, así como en la mayor complejidad de los mercados, que obliga a que, con frecuencia, se acuda a gestores de negocios o colaboradores que puedan suplir a los interesados en la realización de determinadas operaciones comerciales. De este modo, la intermediación profesional adquiere una estructura comercial propia, que adopta diversas formas, en función de las necesidades económicas de cada momento <sup>(2)</sup>.

El tráfico en el mercado de valores no es una excepción de la regla expuesta, sino que por el contrario, constituye una verdadera constante que todo sujeto que pretende acceder a estos mercados siente la necesidad de acudir a los servicios de otros que gestionen sus intereses. Por consiguiente, la presencia de colaboraciones ajenas en la realización de diversas operaciones es algo no sólo frecuente, sino a veces imprescindible. A que ésto sea así contribuyen varias razones. Por un lado, la complejidad del propio Mercado de Valores, en el cual los conocimientos técnicos y especializados poseen una indudable trascendencia. Y en segundo lugar, la propia normativa exige, en muchos casos, la presencia de intermediarios específicos, como únicos sujetos habilitados para actuar

---

(2) Así, se utilizan tanto colaboraciones esporádicas (comisiones o corretajes) como otras formas de gestión de negocios ajenos con un carácter más estable y duradero (agencia, concesión, franquicia, factoring, etc.).

en determinados mercados <sup>(3)</sup>. Prueba de lo dicho es la constatable presencia de unos sujetos, denominados genéricamente «miembros del mercado de valores», que desarrollan en ese ámbito sus actividades profesionales como agentes económicos o empresariales <sup>(4)</sup>.

<sup>(3)</sup> La Ley 24/1988, de 28 de julio, *del Mercado de Valores* (B.O.E. de 29 de julio de 1988, corrección de errores BB.OO.E. de 23 de mayo y 4 de agosto de 1989) incorpora el denominado principio de exclusividad de los intermediarios, es decir, reserva la actuación en el mercado de valores a determinados intermediarios autorizados administrativamente [vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado de valores*, t. II, Dykinson, Madrid, 1993, pág. 432 y TAPIA HERMIDA, A., “Disposiciones generales y condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión”, Cuadernos de la R.D.B.B., número monográfico sobre: *La reforma del Mercado de Valores*, coordinado por Alberto Javier Tapia Hermida y Juan Sánchez-Calero Guilarte, 4 (1996), pág. 78]. La L.M.V. acaba de ser objeto de una profunda reforma por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (B.O.E. nº 275, de 17 de noviembre de 1998) donde se sigue manteniendo un sistema general, similar al hasta ahora vigente, en materia de tipificación de las actividades de intermediación propias del mercado de valores, así como en la reserva de las mismas a determinados sujetos. Sin embargo, con esta reforma de la L.M.V. se produce una ampliación del número de sujetos. En efecto, mientras hasta ahora se reservaba esta facultad a las Sociedades y Agencias de Valores, ampliándose en el art. 76 a otros intermediarios financieros —fundamentalmente, entidades de crédito— en casos concretos, la Ley 37/1988 de reforma de la L.M.V. da entrada a las empresas de servicios de inversión, españolas y comunitarias y a las entidades de crédito, españolas y comunitarias. Además, el nuevo art. 65.2 de la L.M.V. recoge la posibilidad de ampliar reglamentariamente a otras entidades —que no sean empresas de servicios de inversión—, la realización de las actividades propias de las mismas. Por lo que se refiere a las especialidades de la intermediación bursátil —aunque antes de la reforma sufrida por la L.M.V.—, nos remitimos a nuestro trabajo: QUINTÁNS EIRAS, M.R., “Intermediación bursátil y ámbito de aplicación de la Ley de Contrato de Agencia”, R.D.B.B., 65 (1997), págs. 9 y sigs., así como a la bibliografía allí citada.

<sup>(4)</sup> Vid. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, J.A., “La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España”, R.D.B.B., 37 (1990), pág. 107, quien señala que la evolución de los sistemas financieros en los últimos años ha provocado la aparición de nuevas formas de intermediación financiera. Estas nuevas formas están siendo practicadas por la mayoría de los intermediarios financieros, apareciendo al mismo tiempo intermediarios especializados; AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “Los sujetos del mercado”, en *El nuevo Mercado de Valores*, edita Consejo General del Notariado, Madrid, 1995, pág. 34 y BROSETA PONT, M., “Introducción sobre algunos problemas y deficiencias del mercado español de valores mobiliarios”, en *Estudios de Derecho Bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*, Tecnos, Madrid, 1971, págs. 16 y 17, quien considera a los intermediarios financieros como uno de los elementos constitutivos del mercado de valores, y los define como “*aquéllos que por varios procedimientos aproximan la oferta a la demanda de valores y de capital, las cuales, sin su labor de conexión, quedarían separadas y necesariamente insatisfechas*”. Y refiriéndose concretamente a los intermediarios bursátiles vid. CACHÓN BLANCO, J.E., “Reflexiones generales sobre los sistemas de contratación en las Bolsas de Valores”, *Actualidad Mercado Financiero*, 4 (1991), pág. 143 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español”, R.D.M., 155 (1980), pág. 12.

Con el presente trabajo se pretende realizar unas reflexiones sobre la actividad desempeñada por unos concretos intermediarios financieros: aquellos que llevan a cabo una función de intermediación consistente en «colocar» en el mercado emisiones u OPVs y que por este motivo reciben el calificativo de entidades colocadoras de valores. La importancia de la intermediación de estas entidades, viene dada no ya sólo por su labor de colaboración con el emisor u oferente, sino también porque actúan como intermediarios de información, supliendo las asimetrías informativas existentes con un asesoramiento profesional, tanto a entidades emisoras como a los inversores finales<sup>(5)</sup>. De hecho, cuando la propia CNMV alude en sus Informes anuales a la importancia y complejidad que reviste la información para todo inversor, a la hora de valorar los activos financieros, señala que la existencia de unos profesionales de la intermediación, que en otros ámbitos de la actividad económica acaso no serían tan necesarios, en éste deviene esencial al coadyuvar a canalizar al mercado flujos de información relevante para los inversores<sup>(6)</sup>.

Ante todo, hemos de aclarar que aunque utilizamos el término “entidad colocadora de valores”, semejante expresión no se corresponde con un concepto específico que aluda a un tipo de persona jurídica con un régimen especial respecto de otras entidades financieras, bien por el contrario, el concepto de entidad colocadora es una noción de carácter funcional que se refiere al papel que determinados sujetos de derecho adoptan o asumen en una relación nego-

---

(5) En efecto, como señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Deberes de la entidad directora. Comentario al art. 31”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez-Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, págs. 921 y 922) son precisamente esta competencia y profesionalidad las que sitúan a los intermediarios financieros en una posición única a la hora de analizar y valorar los riesgos que conlleva toda emisión, así como a los efectos de juzgar la idoneidad de los valores objeto de la emisión u oferta en el contexto de los objetivos de inversión del cliente final —o inversor—. También aluden al papel transcendental que desempeñan estos intermediarios como engranaje esencial dentro de los mecanismos de canalización de la información, entre otros: FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo, Cuadernos de la R.D.B.B.”, 2 (1995), págs. 13 y sigs.; CACHÓN BLANCO, J.E., “Las relaciones jurídicas de asesoramiento del mercado de valores. Especial referencia al contrato de asesoramiento del mercado de valores”, C.D. y Com., 13 (1994), pág. 103; ABBADESSA, P., “Diffusione dell’informazione e doveri di informazione dell’intermediario”, B.B.T.C., 1982, págs. 305 y sigs. y ALPA, G., “L’informazione del risparmiatore”, B.B.T.C., 1990, págs. 482 y sigs. Sobre el deber de prestar una información «idónea» a los clientes, nos remitimos a lo dispuesto por el art. 5 del Código General de Conducta de los mercados de valores, aprobado por Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, *sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios* (B.O.E. de 21 de mayo de 1993).

(6) COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual*, 1992, pág. 202.

cial concreta: el contrato de colocación de emisiones y OPVs. La colocación de valores entendida como actividad que presenta un notable grado de complejidad obliga —jurídicamente— a que sólo determinada clase de entidades puedan desarrollarla profesionalmente, con el agravante de que ese grupo de entidades suele, en la práctica, quedar polarizado en torno a un tipo muy concreto: las entidades de crédito. Es precisamente esta complejidad y el hecho de que en muchas ocasiones son los propios intermediarios quienes asumen los riesgos económicos que implica la colocación de valores y emisiones, lo que determina que las entidades de crédito sean los sujetos que con más frecuencia intermedian en esta actividad de colocación (7).

(7) Vid. VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, pág. 13, quien señala que el papel esencial que los bancos han venido jugando en el proceso de emisión y colocación de los títulos valores justifica que la L.M.V., en su Exposición de Motivos, declare que «para no provocar una ruptura de las prácticas tradicionales de nuestro sistema financiero, se admite que las entidades oficiales de crédito, los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades mediadoras del mercado de dinero puedan seguir desarrollando determinadas actividades que se citan en cada caso, con exclusión siempre de la negociación bursátil»; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. II: *Contratos. Títulos valores. Derecho concursal*, 3ª edición, Bosch, Barcelona, 1990, pág. 464; TAPIA HERMIDA, A. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario”, R.D.B.B., 44 (1991), págs. 982-983; AURIOLES MARTÍN, A. “Contratos bancarios de gestión (I)”, en AA.VV.: *Derecho mercantil*, t. II, coord. Guillermo J. Jiménez Sánchez, 4ª edición, Ariel, Barcelona, 1997, pág. 478; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, pág. 617; VALENZUELA GARACH, F.S., “La Comisión bancaria en las emisiones y ofertas de ventas de valores”, C.D. y Com., 28 (1999), págs. 167 y sigs. y TAPIA HERMIDA, A.J., “Los contratos bancarios de depósito, administración y gestión de valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, págs. 112 y 113. Esta doctrina pone de manifiesto el papel que hasta ahora venían desempeñando las Entidades de crédito en el mercado de valores —frente a las sociedades y agencias de valores—, como unos intermediarios secundarios, por su exclusión permanente de la actividad de negociación bursátil (antiguo art. 70 L.M.V.), aunque lo cierto es que este hecho no ha aminorado la importancia de la actividad de tales Entidades en el mercado de valores, ni puede llevar a ignorar el hecho evidente —al que hace referencia la propia Exposición de Motivos de la L.M.V., nº 13— de que las Sociedades y Agencias de Valores son, en su mayor parte, filiales de Entidades de crédito. Pero, la necesidad de adaptar nuestra L.M.V. a la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo, *relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables* (D.O.C.E. 141, de 11 de junio de 1993) obligó a reconsiderar la posición de las Entidades de crédito en el mercado de valores, admitiéndose que accedan a la condición de miembros de los mercados secundarios oficiales de valores. De hecho la nueva redacción del art. 37 de la L.M.V., reformado por la Ley 37/1998, dispone en su apartado 1º que “podrán ser miembros de los mercados secundarios oficiales de valores”, no sólo las sociedades y agencias de valores, sino también las entidades de crédito españolas, así como las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea y las autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que además de cumplir los requisitos previstos en el Título V para operar en España, en la autorización dada

En la colocación de valores negociables el emisor u oferente requiere a un intermediario para que se comprometa a realizar las gestiones necesarias, al objeto de colocar entre el público los valores negociables emitidos o a emitir. De este modo, se establece una relación de colaboración entre emisor e intermediario, materializada en el denominado contrato de colocación. Con esta expresión se pretende calificar, realmente, un contrato de «intermediación en la colocación de valores», utilizándose así la actividad que realiza el intermediario financiero para denominar el contrato que se concluye entre éste y el emisor u oferente.

Este contrato de colocación genera la base de un haz de relaciones comerciales que a pesar de alcanzar la complejidad de una estructura, no se incorporan a la propia empresa del emisor. De este modo, la incidencia de este contrato sobre el riesgo empresarial difiere según que se adopte la perspectiva del emisor o del colocador. En el caso del emisor, éste sigue soportando el riesgo último vinculado a la efectiva colocación de los valores entre el público, salvo pacto en contrario. Y por lo que se refiere a la entidad colocadora, ésta asume el riesgo característico de su actividad de prestación de servicios, aunque no —salvo pacto en contrario— el que derive del éxito o fracaso de la distribución de los valores entre los inversores <sup>(8)</sup>.

La forma de actuar de estos intermediarios en la operación que analizamos nos obligará a plantear cuál es la naturaleza jurídica del contrato de colocación; a analizar si estamos en presencia de alguno de los contratos de colaboración conocidos por nuestra legislación y doctrina o bien si, por el contrario, se trata de una especie contractual *sui generis*. Y en cualquier caso, si podemos acudir por vía analógica a la normativa de los mencionados contratos para solucionar las lagunas que surgen.

La presente exposición persigue, no tanto efectuar un estudio completo del contrato de colocación y de su contenido, como realizar una breve incursión en la compleja problemática que se plantea en torno al mismo, considerado como uno de los contratos de colaboración presentes en el mercado de valores. Por tanto,

---

por las autoridades de su país de origen se les faculte para prestar servicios de inversión contemplados en los apartados b) o c) del nº 1 del art. 63. Además, este nuevo art. 37.1.e) da entrada también en los mercados secundarios oficiales a aquellas entidades “*que determinen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia...*”. De todos modos, la previsión de que las entidades de crédito, cualquiera que sea su nacionalidad, puedan ser miembros de las Bolsas de Valores no entrará en vigor hasta el 1 de enero del año 2000 (Disposición final primera de la Ley 37/1998).

<sup>(8)</sup> Vid. PEINADO GRACIA, J.I., “Pactos de garantía en contratos de colaboración”, C.D. y Com., 18 (1995), págs. 176 y 177, quien señala precisamente que la entidad emisora u oferente a través del contrato de colocación genera una estructura comercial que no se incorpora a su propia empresa, ni a su propio riesgo empresarial.

nos ceñiremos a un somero tratamiento de su objeto y contenido, a efectos de identificar ante qué tipo de contrato de colaboración nos encontramos.

Así, nos centraremos en páginas sucesivas en las operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones, cuando son acometidas, no por el propio emisor u oferente, sino por intermediarios financieros. Para ello, hemos de partir del presupuesto de que para canalizar jurídicamente estas operaciones no existe una figura contractual, que específica y concretamente discipline tan amplia y compleja operación. El tipo de contrato va a depender en gran medida de las concretas circunstancias de cada emisión u oferta <sup>(9)</sup>. De todos modos, cualesquiera que sean los contratos a través de los cuales se canaliza esta colaboración, poseen todos ellos un hilo conductor jurídico común que ha de permitir obtener una respuesta acerca de su naturaleza jurídica, de tal modo que sea posible identificar las líneas generales de estos contratos con alguna de las figuras contractuales típicas conocidas en nuestro Ordenamiento jurídico.

## II. EL CONTRATO DE COLOCACIÓN DE VALORES

### 1. Planteamiento general

Si bien las emisiones y ofertas públicas de venta de valores negociables —en tanto que ofertas de contrato— son apelaciones directas de una persona o entidad al ahorro público, es decir, declaraciones de voluntad cuyo contenido ideológico podría llegar en forma de un flujo directo de información a los inversores, es frecuente que para facilitar la íntegra colocación de los valores ofrecidos, se busque la colaboración de uno o varios intermediarios financieros para que intervengan en la preparación y/o especialmente en el proceso de colocación de valores <sup>(10)</sup>. Precisamente una de las principales funciones de los

---

<sup>(9)</sup> Vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 27, quien entre esta multitud de circunstancias, señala a título de ejemplo las siguientes: la magnitud de la emisión, el contenido y características de los valores negociables, la situación patrimonial y financiera del emisor, el prestigio de las entidades que participan en la operación de colocación, la política económica del Gobierno, la situación y perspectiva del mercado de capitales, los intereses del mercado, etc.

<sup>(10)</sup> Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, 2ª edición, revisada, corregida y puesta al día por Sebastián Moll, Imprenta Aguirre, Madrid, 1975, págs. 661 y sigs.; VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., págs. 8 y sigs.; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de venta de valores*, Dykinson, Madrid, 1996, pág. 11 y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras y comercializadoras. Comentario al art. 30”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de*

intermediarios financieros de los mercados de valores es la de mediar en la colocación de emisiones u OPVs. Esta colaboración es, además, de todo punto lógica ya que, frecuentemente, las entidades oferentes no poseen ni la capacidad, ni la disponibilidad de tiempo, ni la experiencia necesarias para llevar a cabo una empresa de estas características: el emisor u oferente no suele contar con la organización empresarial adecuada y, por tanto, con los canales de acceso al mercado necesarios para colocar los valores entre los posibles inversores <sup>(11)</sup>.

Muchas veces, incluso los oferentes ni siquiera quieren o pueden asumir el riesgo que toda comercialización de valores implica. Por este motivo, entre las razones que permiten valorar la importancia de los servicios prestados por estas entidades, están los múltiples riesgos a los que debe hacer frente todo emisor u oferente que pretende apelar al ahorro del público <sup>(12)</sup>. Lo que ha convertido en práctica habitual el realizar la colocación de valores acudiendo a una intermediación especializada, normalmente «plurisubjetiva o de carácter colectivo»,

---

*venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, pág. 846, quien señala expresamente que si bien es factible la colocación por el propio emisor de los valores por él emitidos, éste es un procedimiento muy poco habitual cuando se realiza una apelación pública al ahorro. Una prueba de la utilización generalizada de estas entidades intermediarias a la hora de llevar a cabo la colocación de valores es que en la práctica se instrumentan diversos procedimientos de selección de las mismas por el emisor u oferente. Sobre la clasificación de estos distintos procedimientos vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., págs. 870 y sigs. quien destaca que el proceso de selección puede ser negociado, si el emisor procede a contactar con una serie de entidades al objeto de que éstas formulen sus propuestas en un proceso de abierta competencia. O bien puede realizarse por el procedimiento de subasta (escalonada o en bloque), en el cual, fijado el importe total de la emisión, los candidatos pujan por obtener el mandato.

(11) En esta línea, vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 26.

(12) Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., págs. 839 y sigs., quien básicamente señala tres tipos de riesgo a los que debe hacer frente todo emisor u oferente: a) el riesgo «de espera» que se produce por el mero transcurso del tiempo entre que el emisor detecta sus necesidades de financiación, diseña y prepara la operación, cumple con las formalidades legales y administrativas necesarias, y el lanzamiento de la emisión. Durante ese tiempo, el mercado puede haberse deteriorado radicalmente por razones políticas, económicas o de otra índole. b) El riesgo en la determinación del precio de salida de la emisión u oferta. c) El riesgo de comercialización o distribución de la emisión (*marketing risk*). Un emisor puede estar ofreciendo al público una oportunidad de inversión potencialmente interesante, pero si no tiene acceso a este público mediante una buena red de distribución, ni tiene los conocimientos y experiencia adecuados para comercializar de forma atractiva la operación, resultará muy difícil que ésta pueda colocarse.

que da lugar a la formación de lo que se denomina el sindicato de colocación. Esto es debido no sólo a la necesidad de lograr una distribución lo más amplia posible, sino también de fraccionar el riesgo contraído entre diferentes entidades colocadoras <sup>(13)</sup>.

Este contrato de colocación de valores viene marcado por la necesaria presencia de una entidad habilitada. En efecto, la realización de la actividad de colocación de valores requiere de habilitación legal para ser llevada a cabo. El art. 30 del R.D. 291/1992, que regula las entidades colocadoras, disponía —antes de su modificación por el R.D. 2590/1998— en su apartado 3º que “*solo podrán desarrollar la actividad descrita en el número 1 las entidades habilitadas para ello de acuerdo con los artículos 71 y 76 de la Ley del Mercado de Valores*” <sup>(14)</sup>. A raíz de la reforma de la L.M.V., efectuada por la Ley 37/1998, las referencias a los arts. 71 y 76 de la misma que realizaba el R.D. 291/1992, ya no son correctas, pues el Título V de la L.M.V. ha quedado totalmente modificado, pasando a denominarse «*Empresas de servicios de inversión*» (cfr. art. 5 de la Ley 37/1998) <sup>(15)</sup>. La nueva redacción del art. 63 de la L.M.V. distribuye en dos categorías —servicios de inversión y actividades complementarias— y extiende el elenco de actividades del antiguo art. 71. Además, se habilita a las empresas de servicios de inversión para prestar “*servicios de inversión con carácter profesional a terceros*” (art. 62), y entre estos servicios se menciona expresamente “*la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas*” [art. 63.1.e)]. Así pues, según la nueva redacción dada a la L.M.V., sólo podrán tener el estatuto de entidades colocadoras las empresas de servicios de inver-

---

(13) Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 846; VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., págs. 31 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 12 y 13.

(14) B.O.E. de 2 de abril de 1992. El R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (B.O.E. n.º 302, de 18 de diciembre de 1998), ha sido desarrollado por la Circular de la Presidencia de la CNMV 2/1999 (B.O.E. n.º 103, de 30 de abril de 1999) que aprueba determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores.

(15) El art. 76 de la L.M.V., reservaba la realización de las actividades enumeradas en el art. 71 a determinadas entidades, añadiendo que “*no podrán ser desarrolladas habitualmente por personas o entidades distintas de aquéllas*”. Según estas disposiciones sólo podían ser entidades colocadoras: las sociedades y agencias de valores, las entidades oficiales de crédito, los bancos, las cajas de ahorros —con inclusión de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y la Caja Postal de Ahorros—, las cooperativas de crédito y las sociedades mediadoras del mercado de dinero, exclusivamente respecto de valores relacionados con el mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta.

sión —en concreto, las sociedades y agencias de valores <sup>(16)</sup> (art. 64.1)— y las entidades de crédito. Estas últimas están habilitadas expresamente por el nuevo art. 65 —aunque no sean empresas de servicios de inversión— a realizar todas las actividades previstas en el art. 63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello. En todo caso, cabe señalar que el actual art. 30 del R.D. 291/1992 —modificado por el R.D. 2590/1998— ha eliminado toda referencia a la L.M.V. en relación con las entidades habilitadas, si bien, como acabamos de ver, la L.M.V. la contempla expresamente en los artículos mencionados.

Por tanto, es evidente que solo podrán ser intermediarios en la colocación de valores alguno de los sujetos mencionados; circunstancia que nos permite adelantar el papel relevante que la posesión de una habilitación legal tiene a la hora de proporcionar un concepto legal de entidad colocadora. Así, por ejemplo, quedan fuera del ámbito legal de dicho concepto entidades y personas que, a pesar de desempeñar una clara función de distribución de valores a distintos tipos de inversores, no tienen, sin embargo, la habilitación legal para desarrollar dicha actividad <sup>(17)</sup>.

---

<sup>(16)</sup> Sin embargo, las sociedades gestoras de carteras, a pesar de que el art. 64.1.c) las considera empresas de servicios de inversión, no parece que puedan actuar como entidades colocadoras (art. 64.4 L.M.V.). En realidad estas sociedades tienen una capacidad operativa limitada, pues solo abarca el servicio de inversión descrito en el apartado d) del art. 63.1 L.M.V.: “*la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores*”. Aunque también pueden realizar las actividades complementarias descritas en los apartados d) y f) del número 2 del citado artículo (art. 64.4 L.M.V.).

<sup>(17)</sup> A este respecto, hemos de tener presente lo dispuesto en el art. 9, apartado 2 del R.D. 276/1989, *sobre Sociedades y Agencias de Valores* —y en la Circular 5/1998, de 4 de noviembre, de la CNMV (B.O.E. nº 277, de 19 de noviembre) que deroga la Circular 7/1989—, que dispone que las personas naturales y jurídicas ajenas a las Sociedades y Agencias de Valores pueden actuar en representación de éstas en el ámbito comprendido en su declaración de actividades, sin que se entienda violado el principio de exclusividad establecido, cuando sus actuaciones son por cuenta y en nombre de una única sociedad o agencia de valores (principio de exclusiva). La previsión contenida en el actual art. 65.3 de la L.M.V., indica la posibilidad de actuar a través de apoderados, en concreto este precepto dispone que “*se establecerán reglamentariamente los requisitos que deben cumplir los que actúen con carácter habitual como agentes o apoderados de las empresas de servicios de inversión, así como los apoderamientos que les sean conferidos y su régimen de actuación*”. Este hecho unido a la inexistencia de un precepto que exija la participación «personal» de la entidad habilitada en la colocación, constituyen datos suficientemente expresivos de la posibilidad de actuar por medio de representantes voluntarios en la negociación, sin que por ello resulten desvirtuados los fines determinantes de la implantación de ciertas entidades como habilitadas para la colocación, ni desprotegidos los intereses de los inversores, ni los del mercado de valores en general. Además, en la mencionada Circular 5/1998, *sobre representantes de Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Carteras*, se recoge el procedimiento (documentación, forma y plazos, publicidad, etc.) para comunicar a la CNMV las mencionadas relaciones de representación, si bien es de destacar

De todos modos —como se encarga de aclarar FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO— lo cierto es que la práctica de nuestros mercados revela la presencia de un número considerable de personas y entidades que median *de facto* por cuenta del emisor en la distribución al público de los valores objeto de la emisión u oferta, aunque no tengan la necesaria habilitación legal para ello; se trata de entidades colocadoras de hecho. Pero su actuación no implica, desde un punto de vista jurídico privado, que el contrato de colocación sea nulo <sup>(18)</sup>, si bien, desde un punto de vista del derecho administrativo sancionador, constituye una infracción muy grave de las normas de disciplina del Mercado de Valores [arts. 99.q), 102 y 105 L.M.V.] <sup>(19)</sup>.

que esta Circular no tiene en cuenta la reciente modificación de la L.M.V. En opinión de FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO [“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 863; ídem, Cuadernos de la R.D.B.B., 2 (1995), pág. 5] estos representantes deben considerarse jurídicamente como agentes comerciales cuya función consistirá en promover, a cambio de una retribución, la conclusión de contratos en nombre y por cuenta de su principal. Sin duda es éste un tema de sumo interés, sobre todo si tenemos en cuenta, por un lado, la introducción del término “agente” en el reformado art. 65.3 —referencia que no se contenía en el antiguo art. 73.2.e) de la L.M.V.— y, por otro lado, la existencia tanto en el Derecho francés, como en el italiano de la figura del *remisier* o *remissore*, que es configurada realmente como una especie de “*agente bursátil*”, cuya actividad es la de promover o concluir contratos para los intermediarios bursátiles, por lo que se considera que se trata de un contrato de agencia, revestido de unas determinadas especialidades derivadas del mercado en el que se desarrolla (vid. MARTIN, L.M., *Banques et Bourses*, en JUGLART, M. e IPPOLITO, B., *Traité de Droit Commercial*, Montchrestien, París, 1991, págs. 715 y sigs.; DOMINEDÒ, F.M., “Il «remisier» di borsa e la teoria dell’agente di commercio”, B.B.T.C., 1934, págs. 223 y sigs.; LORDI, A., “Sulla figura giuridica del «remisier» di borsa”, B.B.T.C., 1950, págs. 122 y sigs. y RUOPPOLO, G., “Il contratto di «remise»”, B.B.T.C., 1970, págs. 33 y sigs.). Sin embargo, pese a su interés, ésta es una cuestión que excede los límites de este trabajo y a la que merecería la pena dedicar un tratamiento individualizado.

(18) Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 867; CACHÓN BLANCO, *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 84 y ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado financiero*, cit., pág. 617.

(19) En opinión de FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO [“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 867, ídem, Cuadernos de la R.D.B.B. 2 (1995), pág. 67] de poco o nada sirve argumentar que cometen una infracción grave de la L.M.V. al desarrollar una actividad legalmente reservada sin contar con la necesaria autorización administrativa para ello [art. 99.q) L.M.V.], porque desde la perspectiva de la protección del inversor, ello no resuelve en modo alguno el problema. Respecto a la referencia de la letra q) del art. 99 al art. 71 de la L.M.V., ha de tenerse en cuenta que ahora se referirá a las actividades comprendidas en el reformado art. 63 de la L.M.V. Además, el actual art. 64.6 dispone que “ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos desarrollar habitualmente las actividades previstas en el apartado 1 ... del artículo 63...” Y en el apartado siguiente de este mismo precepto se prevé que las personas o entidades que incumplan esto serán sancionadas según lo previsto en el Título VIII de la L.M.V., pudiendo adoptar la CNMV todas las medidas que estime oportunas para que cesen las conductas infractoras, conteniendo precisamente este apartado 7 algunas de estas medidas.

Hechas estas aclaraciones, centraremos ahora nuestra atención en la naturaleza jurídica del contrato que vincula al intermediario financiero con el oferente de una emisión u OPV. Partimos, lógicamente, de la premisa de que la actividad que realizan estas entidades colocadoras, independientemente de su clasificación contractual jurídico-privada, ha de cumplir la normativa del mercado de valores que les afecte. En efecto, ha de tenerse en cuenta que, si bien a estos contratos les son de aplicación los principios clásicos de autonomía de la voluntad y libertad de forma, deben sujetarse a las normas de conducta que impone la L.M.V. (arts. 78 y sigs. L.M.V.) y las normas que la desarrollan, así como las disposiciones que incidan en la protección del inversor-cliente tanto en la L.G.D.C.U., como en la Ley 7/1998, de 13 de abril, *sobre condiciones generales de la contratación* <sup>(20)</sup>.

## 2. Su posible consideración como contrato de distribución mercantil

Para determinar cuál es la naturaleza jurídica de este contrato, hemos de comenzar por analizar cuál es el contenido de la actividad profesional del intermediario que realiza la colocación, esto es, a qué se obliga toda entidad colocadora. Y para ello hemos de partir de la parca regulación que sigue ofreciendo el reformado art. 30 del R.D. 291/1992, cuyo apartado primero dispone que: “*A efectos del presente Real Decreto, se entenderá por entidad colocadora, toda entidad que medie, por cuenta oferente, en la distribución al público de los valores, con o sin compromiso de aseguramiento o adquisición*” <sup>(21)</sup>. También

---

<sup>(20)</sup> Así pues, la prestación del servicio de colocación de emisiones de valores negociables debe ajustarse a los principios establecidos en el art. 29 L.M.V. Se rige, por tanto, por los principios de libertad, definición previa y publicidad aplicables tanto a la colocación directa por el emisor, como a la colocación indirecta a través de entidades colocadoras (vid. ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 616).

<sup>(21)</sup> Este artículo, junto con los arts. 31 y 32, forma parte del capítulo V de este Real Decreto 291/92, que lleva por título «*Actividades profesionales relacionadas con las emisiones u ofertas públicas de venta*». Realmente este título no refleja el verdadero contenido de estos preceptos, pues este capítulo V se limita a esbozar tímidamente quiénes son los actores de la colocación. Además es uno de los capítulos más parcos de este R.D., al que su Exposición de Motivos no dedica mención alguna, lo cual choca frontalmente con el papel fundamental que desempeñan estas entidades en el mercado primario de valores. A este respecto, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., págs. 843 y 884 y 885, quien califica este capítulo de «manifiestamente mejorable». De hecho coincidimos con él en que el art. 30 tiene el defecto técnico de haber adoptado un concepto formal de entidad colocadora, cuando debería haberse optado por un concepto funcional. De todos modos, siguiendo la línea marcada por el Real Decreto 2590/1998 Proyecto de Real Decreto sobre *Modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores*, elaborado por el Tesoro y la CNMV, introduce un apartado 2 en el art. 30, relativo al deber de información y secreto de estas

la L.M.V. en el art. 63.1.e) —que reemplaza al art. 71.c)— tipifica expresamente la actividad de colocación como propia del mercado de valores, al considerar como servicio de inversión *“la mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones y ofertas públicas de valores”* (22).

La definición que realiza el art. 30 de las entidades colocadoras y comercializadoras hay que ponerla en relación con lo previsto en el art. 3.1 R.D. 291/1992, en donde se establecen los criterios delimitadores de las emisiones y OPVs de valores en España. A este respecto, merece destacarse la supresión del apartado c) del art. 3.1 del R.D. 291/1992, por el R.D. 2590/1998. En este apartado se consideraban precisamente emisiones y OPVs, las realizadas por personas o entidades dedicadas a la difusión, promoción o comercialización en territorio nacional. Probablemente la supresión de este apartado c) se deba a que la referencia a estas entidades se puede entender incluida en el apartado b) del art. 3.1, que alude al emisor o poseedor de valores o a quien *“actúe por cuenta de él”*, que sería el caso de las mencionadas entidades”.

---

entidades, que dispone que *«las entidades colocadoras no podrán facilitar a personas distintas al grupo de entidades colocadoras que participen en la emisión u oferta y al emisor u oferente, informaciones sobre la demanda existente y sus precios o cualesquiera otros datos conexos con el desarrollo de la emisión u oferta, si al tiempo no hacen públicos dichos datos mediante el correspondiente hecho relevante. En todo caso, dichas informaciones deberán referirse al estado de la demanda en todos los tramos en que pudiera estar distribuida la emisión u oferta. Dichas entidades no podrán publicar informes sobre el emisor entre la fecha de registro del folleto y el fin de la colocación, salvo que se trate de informes periódicos que corresponda publicar de acuerdo con un calendario preestablecido»*. En opinión de ARRANZ PUMAR [*“Proyecto de Real Decreto sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (noticia)”*, D.N., 89 (1998), pág. 78] este proyecto se explicaba por el retraso que estaba sufriendo la aprobación de la reforma de la L.M.V., y la necesidad de resolver ciertas cuestiones ya sin demora. Sin embargo, pese a aprobarse ya la citada reforma por Ley 37/1998, dicho Proyecto ha salido adelante, probablemente por la necesidad de adaptar el R.D. 291/1992 a la reformada L.M.V., así como por la puesta en marcha de la Unión Monetaria y la adopción de la moneda única a partir del 1 de enero de 1999 (Preámbulo del R.D. 2590/1998).

(22) Hemos de aplaudir el acierto de este precepto con relación al antiguo art. 71.c) L.M.V. el cual solo se refería a la colocación de las emisiones, y no a las ofertas públicas de valores; si bien en la práctica se incluía igualmente a las OPVs en virtud de la remisión genérica al régimen de las emisiones contenida en el art. 61 L.M.V. y desarrollada en el art. 29.1 R.D. 291/1992. Además, cabe destacar que esta reforma se ha aprovechado para redefinir el concepto de oferta pública de venta de valores, de forma tal que ahora comprenda no sólo a la oferta de valores cotizados, sino también a la de los que se negocian en un mercado secundario (cfr. Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, de reforma de la L.M.V.) Así, el párrafo 1º del art. 61 L.M.V. queda redactado como sigue: *“tendrá la consideración de oferta pública de venta de valores el ofrecimiento al público, por cuenta propia o de terceros, de valores negociables que ya estén en circulación. Será de aplicación a las ofertas públicas de venta de valores todo lo previsto en el Título III de la Ley y en sus disposiciones de desarrollo, respecto de las emisiones de valores”*.

Hemos de comenzar señalando que de una primera lectura del art. 30.1 del R.D. 291/1992 se desprende que nos encontramos ante una relación de colaboración entre la denominada entidad colocadora o comercializadora <sup>(23)</sup> y el emisor u oferente, en la medida en que la actividad que lleva a cabo el intermediario es la gestión de un interés ajeno: la colocación de los valores objeto de emisión u oferta. Así pues, si bien nuestro Ordenamiento no proporciona directamente un concepto de colocación, se puede deducir la presencia de una relación de colaboración tanto del nuevo art. 63.1.e) de la L.M.V., como del art. 30.1 del R.D. 291/1992, al disponer que se trata de la actividad mediante la cual una entidad legalmente habilitada a tal efecto asume la obligación de “*mediar, por cuenta*” del oferente, en la distribución al público de los valores.

De este modo, la entidad colocadora se obliga básicamente a “colaborar” en la comercialización de los valores del emisor u oferente. Precisamente, como ya señalamos, el oferente o emisor acude a estas entidades no sólo porque poseen experiencia, sino también porque cuentan con una red de oficinas que permiten que el proceso de colocación se complete de una forma ágil y eficaz. Y a todo ello va unido, frecuentemente, el diseño y asesoramiento de todo lo relativo a la emisión u oferta por la propia entidad colocadora <sup>(24)</sup>. Así, se consigue el objetivo perseguido: la colocación o «distribución» en el mercado de los valores objeto de emisión y oferta.

Es precisamente esta actividad la que nos conduce a plantearnos si estos contratos de colocación no son algo más que un simple contrato de colaboración, debiendo englobarse en la subcategoría de los contratos de distribu-

---

<sup>(23)</sup> El antiguo art. 30 del R.D. 291/1992 utilizaba indistintamente los términos entidad «colocadora» o «comercializadora», lo cual fue criticado en su momento por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 859) quien señalaba que la colocación es una de las manifestaciones por excelencia de las actividades de comercialización de una emisión u oferta pública pero no es la única puesto que actividades tales como la publicidad y el márketing revisten también cierta importancia para lograr el éxito de la emisión; por tanto, se están empleando como sinónimas palabras que no lo son necesariamente. Todo ello, unido al hecho de que el término «entidad colocadora» es el que indiscutiblemente ha prevalecido en la práctica de los mercados, nos llevan a concluir que el legislador del R.D. 2590/1998, sin duda, ha acertado al suprimir el término «entidad comercializadora», pues no aportaba más que confusión a un área de nuestro ordenamiento ya suficientemente compleja por sí.

<sup>(24)</sup> En este caso el asesoramiento que se presta no conforma un contrato autónomo, sino que se trata de una prestación complementaria al contrato de colocación de valores [vid. CACHÓN BLANCO, J.E., C.D. y Com., 13 (1994), pág. 104].

ción <sup>(25)</sup>. A esta conclusión parece conducir el propio tenor del art. 30 del R.D. 291/1992, al utilizar el término «*distribución*» para concretar la actividad realizada por la entidad colocadora.

De todos modos, hemos de tener presente por un lado, la ausencia de una regulación clara y completa sobre este contrato y por otro, que el diseño de los procedimientos de colocación no es rígido, por lo que oferente y entidades colocadoras podrán adaptarlo a sus necesidades, así como a la coyuntura específica de los mercados, con la consiguiente dificultad para sintetizar en categorías jurídicas uniformes la relación que une a ambos sujetos. Ahora bien, aun cuando

---

(25) Debemos aclarar que partimos de la premisa de que dentro de la actividad de colaboración mercantil considerada genéricamente, existe un sector más concreto y restringido, que posee un contenido más complejo y vasto que el de la colaboración que se espera de un comisionista o corredor. Estamos hablando en este caso de lo que se ha dado en llamar la distribución comercial, en la que se enmarcan los contratos de distribución que conforman una categoría dentro de los contratos de colaboración, pero con una entidad propia. En efecto, en estos contratos la colaboración que se presta se orienta no sólo a la gestión de intereses ajenos, sino que esta gestión se ubica en el ámbito más amplio formado por una labor de distribución, que implica una colaboración de una forma estable en la difusión de productos o, incluso, de servicios en el mercado (vid. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, (“Comentario a la sentencia del T.S. de 8 de noviembre de 1995: contrato de concesión o distribución en exclusiva: distinción del contrato de agencia, resolución por incumplimiento, contrato de adhesión”, C.C.J.C., abril/agosto, 1996, pág. 532). Además, es tal la importancia de estas formas de colaboración que han hecho pensar a algunos autores en la existencia de un “Derecho de la distribución comercial” como sector dotado de sustantividad propia (vid. BALDI, A., *El Derecho de la distribución comercial*, traducción de Luis Azzadi y J. Leal, Edersa, Madrid, 1988, pág. 2; MARTÍNEZ SANZ, F., *La indemnización de clientela en los contratos de agencia y concesión*, Civitas, Madrid, 1995, págs. 24 y sigs.; BUSSANI, M. y CENDON, P., *I contratti nuovi. Casi e materiali di dottrina e giurisprudenza. Leasing, factoring, franchising*, Giuffrè, Milán, 1989, págs. 405 y 406). Otros autores como BERTOZZI (“La rivoluzione francese del commercio spagnolo”, *Rivista di Economia e Politica Commerciale*, nº monográfico: *La distribuzione in Europa*, nº 47, 1993, Cescom, Milán, nº 47, 1993, pág. 163) incluso abogan por una coordinación y sobre todo por un control a nivel comunitario de la materia distributiva. De este modo, este Derecho vendría constituido por aquel conjunto de relaciones a través de las cuales los intermediarios profesionales colaboran de manera estable con el productor en orden a la difusión de sus bienes, constituyendo el eslabón entre aquél y los consumidores, o bien entre aquél y otro miembro del canal de distribución (vid. GALGANO, F., “Introduzione”, en *I contratti della distribuzione commerciale*, Egea, Milán, 1993, págs. 3 y sigs. y BACCARANI, C., “I caratteri, le forme e il divenire dell’impresa commerciale”, en AA.VV., *Imprese commerciali e sistema distributivo. Una visione economico-manageriale*, a cura di Claudio Baccarani, G. Giappichelli, Turín, 1993, pág. 5). Independientemente de que consideremos, o no, que se puede defender la sustantividad material de este derecho para formar una categoría jurídica propia, lo cierto es que no podemos negar que la distribución comercial plantea unos problemas y requiere unos principios propios para solucionarlos (vid. THIEFFRY, J., “La distribution des produits à l’étranger”, *R.T.D.C.*, t. XXXVIII, 1985, pág. 725; VIRASSAMY, G.J., *Les contrats de dépendance. Essai sur les activités professionnelles exercées une dépendance économique*, L.G.D.J., París, 1986, pág. 89 y SORDELLI, L., “I contratti di distribuzione: descrizione dei fenomeni e problemi concorrenziali”, *Riv. Dir. Ind.*, 1973, I, pág. 368).

esta relación esta presidida por el principio de libertad (art. 29 L.M.V.), es evidente —y así se puede comprobar en las construcciones doctrinales— la necesidad de asimilar este contrato a alguna de las categorías jurídicas conocidas o por lo menos a confrontarlo con ellas, aunque sólo sea a efectos de comparar sus analogías y diferencias y solventar las posibles lagunas y conflictos.

En línea de principio, podemos descartar que la actividad realizada por las entidades colocadoras sea una mera prestación de servicios, ya que el contrato de colocación no tiene por objeto la realización de una actividad o servicio material, sino la celebración de negocios jurídicos, que recaen en la esfera del oferente o emisor <sup>(26)</sup>. Por tanto, es evidente que el colocador realiza una actividad de gestión de negocios ajenos.

Sin embargo, aunque los arts. 63.1.e) L.M.V. y 30.1 R.D. 291/1992 utilizan el término “*mediación*”, creemos que no se trata de un simple contrato de mediación o corretaje, por cuanto la entidad colocadora no se limita a poner a las partes en contacto, para que estas posteriormente concluyan, o no, un contrato, sino que participa ella misma en el contrato con cada uno de los adquirentes de los valores, como portadora de una voluntad contractual declarada y como receptora de la voluntad concorde de su contraparte <sup>(27)</sup>.

Así las cosas, la mayoría de la doctrina ha optado por catalogar el contrato de colocación como un contrato de comisión mercantil, basándose precisamente en la actividad de gestión de intereses ajenos —distinta del contrato de corretaje— que realiza la entidad colocadora <sup>(28)</sup>.

---

<sup>(26)</sup> El propio art. 30 in fine del R.D. 291/1992 excluye expresamente una serie de actividades del concepto de colocación: “*la mera gestión de pagos o desembolsos, custodia de valores, mantenimiento de registros contables u otras análogas*».

<sup>(27)</sup> Sin embargo, en opinión de CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., págs. 72 y 73) es admisible —aun cuando no sea lo normal— una actividad de colocación de valores en la que el intermediario actúe meramente como mediador. Sobre el contenido del contrato de corretaje nos remitimos a lo dicho en nuestro trabajo QUINTÁNS EIRAS, M.R., “Problemas suscitados en la dogmática del contrato de corretaje, con ocasión de la promulgación de la Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia”, *C.D. y Com.*, 20 (1996), págs. 89 y sigs.

<sup>(28)</sup> De esta opinión son: GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pág. 666; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. II, 22ª edición, Edersa, Madrid, 1999, pág. 234; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 859 y 860; Idem, Cuadernos de la R.D.B.B., 2 (1995), pág. 58; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 72; VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 28; Idem, “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en AA.VV., *Contratos bancarios*, dirigido por R. García Villaverde, Civitas, Madrid, 1992, pág. 563; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico*, t. II, cit., pág. 464; FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS BERTRÁN, L., *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1992, págs. 592 y 593; PEINADO GRACIA, J.I., *C.D. y Com.*, 18 (1995), pág. 201; VALENZUELA GARACH, F.J., *C.D. y Com.*, 28 (1999), págs. 177 y sigs. y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 619.

Sin embargo, merece la pena, cuando menos, plantearse si la actividad de la entidad o entidades colocadoras no se aproxima más a un contrato de distribución, como es el de agencia, que a un contrato de mera colaboración, como es la comisión. Son varios los aspectos de este contrato de colocación —acordado entre intermediario financiero y emisor u oferente— que nos llevan a considerar factible este planteamiento y que seguidamente pasamos a exponer.

Un primer argumento lo encontramos en la propia actividad de las entidades colocadoras, la cual se aproxima más a la de un agente que a la de un comisionista. En efecto, la entidad colocadora se compromete a “colocar” los valores, esto es, a conseguir inversores/clientes para esos valores, de tal modo que canaliza la potencial demanda mediante la puesta a disposición del emisor de su infraestructura administrativa y empresarial —red comercial, puntos de venta— y la realización de actividades publicitarias y, en general, promocionales <sup>(29)</sup>.

Por tanto, la actividad de una entidad colocadora se asemeja más a la obligación de “promover” típica de un contrato de agencia, que a un simple mandato mercantil. En efecto, de la misma forma que el agente, el colocador ha de promover la contratación de valores entre el público inversor, ha de buscar clientes que deseen adquirir esos valores <sup>(30)</sup>. Su actividad no se agota en la conclusión de concretos contratos entre emisor e inversores, sino que —a diferencia de la de un comisionista— va dirigida a intensificar el nivel de suscrip-

---

<sup>(29)</sup> Vid. VEGA PÉREZ, F., *Contratos bancarios*, cit., pág. 566 y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, pág. 848.

<sup>(30)</sup> Partimos aquí de que el término “promover” quizá debamos contemplarlo como una noción compleja que encierra otras. De tal forma que a lo que se obliga el agente es a la prestación de los medios necesarios para conseguir un cierto objetivo; objetivo éste que consiste en hacer posible (*ermöglichen*) la conclusión de contratos con viejos y nuevos clientes. Esta conclusión de contratos la hemos de entender en términos que impliquen distribución, es decir que de esta actividad se derive una distribución del producto o servicio en el mercado, lo cual se plasmará, generalmente, en la consecución, aumento o mantenimiento de la clientela o del volumen de negocios. A este respecto, vid. GHEZZI, G., *Del contratto di agenzia*, en *Commentario del Codice Civile*, a cargo de Antonio Sciolloja e Giuseppe Branca, Nicola Zanichelli Editore, Bolonia, 1970 pág. 101; SCHRÖDER, G., “Recht der Handelsvertreter”, en *Schlegelberger HGB Kommentar*, Verlag Franz Vahlen, 5ª edición, t. II, Munich, 1973, pág. 34; SARACINI, E. y TOFFOLETTO, F., *Il contratto d’agenzia*, 2ª edición, Giuffrè, Milán, 1996, págs. 20 y 21; SANTORO, G., “Requisiti del contratto di agenzia”, en *Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale*, fondata da Walter Bigiavi, t. I, 2ª edición, Utet, Turín, 1993, págs. 133 y sigs. y BALDASSARI, A., *Il contratto di agenzia*, Giuffrè, Milán, 1992, pág. 23. En esta línea, en el Derecho español FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (“Contrato de agencia”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, Madrid, 1995, pág. 1570) considera que dentro de la locución “promoción” cabe agrupar múltiples actividades, caracterizadas todas ellas por el propósito común de procurar clientela al empresario y VÉRGEZ (“Reflexiones en torno al contenido y características de la prestación del agente”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Civitas, Madrid, 1996, pág. 3061) puntualiza que el contenido preciso de la actividad promocional depende de las circunstancias de cada caso concreto en relación al tipo de actos o contratos que se trata de promocionar.

ción de los valores emitidos <sup>(31)</sup>. De este modo, el contrato concluido entre intermediario y emisor u oferente persigue, realmente, la realización de una actividad típica de un contrato de agencia, ya que el núcleo básico de la actividad de promoción, a la que se obliga un agente, consiste en la acción tendente a provocar en un tercero la aceptación de propuestas del principal dirigidas a la conclusión de un contrato. Así pues, para cumplir esta obligación el agente tiene que realizar una actividad preliminar, que variará en cada supuesto concreto. Pero, en todo caso, lo que el agente debe hacer es precisamente llevar a cabo todas aquellas actuaciones necesarias para persuadir o provocar en los terceros la conclusión de contratos; actuaciones todas ellas que contribuyen a hacer efectiva la prestación promotora, es decir la que consiste en facilitar al principal sus negociaciones con terceras personas <sup>(32)</sup>. Y esto es lo que realmente parece realizar el intermediario-colocador de una emisión, pues lo que persigue es conseguir que los inversores suscriban los valores objeto de colocación.

Así las cosas, parece que la actividad que realizan las entidades colocadoras para el emisor u oferente se ajusta más al objeto del contrato de agencia que al de la comisión. Por otra parte, como veremos acto seguido, la doctrina acude con reiteración al concepto de “*distribución*” para aludir a la actividad que las entidades colocadoras realizan para el emisor u oferente, lo cual nos acerca de nuevo a los contratos de distribución. Y, en nuestra opinión, mientras que la agencia es considerada mayoritariamente como un contrato de distribución <sup>(33)</sup>,

---

(31) Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 858.

(32) Vid. SCHRÖDER, G., cit., pág. 35, quien escribe que el agente debe buscar el provocar (*herbeiführen*) en el tercero la decisión dirigida a la conclusión (*den Entschluss zum Abschluss*) del contrato; CANARIS, C., *Handelsrecht*, 22ª edición, C.H.Beck, Munich, 1995, pág. 233, quien señala que el agente promueve la conclusión mediante la influencia en el tercero; HOPT, K. J., *Handelsvertreterrecht*, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München, 1992, pág. 22; ANKELE, J., *Handelsvertreterrecht. Kommentar*, Luchterhand, Berlín, 1997, Comentario al § 84, pág. 9; KÜSTNER, W. y MANTEUFFEL, K., *Handbuch des gesamten Außendienstrechts*, vol. I: *Das Recht der Handelsvertreter*, 2ª edición, Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 1992, pág. 144; SARACINI, E. y TOFFOLETTO, F., cit., pág. 24, y BALDASSARI, A., cit., pág. 23.

(33) Son muchos los autores, tanto españoles como extranjeros, que clasifican a la agencia entre los contratos de distribución, por todos, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones*, t. II, cit., págs. 159 y sigs.; RAGEL SÁNCHEZ, L.F., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de septiembre de 1989”, C.C.J.C., 21 (1989), pág. 861; VALENZUELA GARACH, F., “La extinción del contrato de agencia en la Ley 12/1992, de 27 de mayo”, D.N., 37 (1993), págs. 1 y sigs.; SORIA FERRANDO, J.V., *El agente de comercio. (La Directiva de 18 de diciembre y su incorporación al Derecho español: La Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia)*, Tirant lo blanch, Valencia, 1996, págs. 21 y sigs.; ECHEBARRÍA SÁENZ, J. A., *El contrato de franquicia. Definición y conflictos en las*

esta calificación no es posible para el contrato de comisión, porque su carácter de contrato de tracto único lo descarta como forma idónea para la distribución, aunque ello no impide que, puntualmente, determinadas actividades encomendadas al comisionista o al corredor, sean, en realidad, parte de la actividad que conforma la distribución de un producto, pero no serán en sí mismos un contrato de distribución <sup>(34)</sup>.

A decir verdad, la doctrina acude con carácter general a la idea de “distribución”, para llenar de contenido la actividad del intermediario-colocador. Así, en opinión de CACHÓN BLANCO, lo que busca el sujeto oferente o emisor con el contrato de colocación es la colaboración de una o varias entidades financieras —de crédito o del mercado de valores— que dispongan de una red comercial y clientela propia, al objeto de canalizar la emisión u OPV <sup>(35)</sup>; actividad bajo la que subyace la idea de distribución comercial a través de las entidades colocadoras que cuentan, como profesionales que son, con una red comercial adecuada para llevar a cabo la actividad de distribución de valores <sup>(36)</sup>.

---

*relaciones internas*, McGraw-Hill, Madrid, 1995, págs. 137 y sigs.; VACCÁ, C., “La distribuzione commerciale nel disegno legislativo comunitario: lacune e linee di tendenza”, en *I Contratti della Distribuzione Commerciale. La disciplina comunitaria, L’ordinamento interno*, Egea, Milán, 1993, págs. 9 y sigs.; TRIONI, G., *Il contratto di agenzia*, Cedam, Padua, 1994, págs. 1 y sigs.; CAPO, G., “Il contratto d’agenzia”, en AA.VV., *Contratti d’impresa*, t. I, Giuffrè, Milán, 1993, pág. 921; BORTOLOTTI, F., “La nuova legislazione sul contratto di agenzia: prima considerazione sul decreto n° 303 del 10 settembre 1991”, en *I Contratti della Distribuzione Commerciale. La disciplina comunitaria, L’ordinamento interno*, Egea, Milán, 1993, págs. 359 y sigs.; PINTO MONTEIRO, A., *Contrato de Agência. Antaço ao Decreto-lei n° 178/86, de 3 de Julho*, Livraria Almedina, Coimbra, 1993, pág. 34; HOUIN, R. y RODIÈRE, R., *Droit commercial*, t. I, 9ª edición por Dominique Legeais, Sirey, París, 1993, pág. 269; ALFANDARI, E., *Droit des Affaires*, Litec, París, 1993, pág. 360; VIRASSAMY, G.J., cit., págs. 47 y sigs. y JAUFFRET, A., *Manuel droit commercial*, 20ª edición por Jacques Mestre, L.G.D.J., París, 1991, págs. 383 y sigs.

<sup>(34)</sup> Característica común a todas las formas de distribución es la necesidad de una colaboración duradera, de repetición de la actividad y de prestaciones que se alargan en el tiempo; notas que determinan la adecuación de una figura para encuadrarse en el ámbito de la distribución y que no posee el contrato de comisión (vid. DELLI PRISCOLI, “I contratti di distribuzione come categoria unitaria”, *Giur. Comm.*, 1994, 2ª parte, pág. 790 y DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., “Los contratos de distribución: agencia mercantil y concesión comercial”, en AA.VV., *Contratos internacionales*, directores: Alfonso L. Calvo Caravaca y Luis Fernández de la Gándara, Coordinadora: Pilar Blanco-Morales Limones, Tecnos, Madrid, 1997, págs. 1276 y sigs.).

<sup>(35)</sup> Esta afirmación merece un pequeño matiz, ya que, en nuestra opinión, será indiferente que la entidad colocadora cuente en el momento de concluir el contrato de colocación con esa clientela o que la consigan posteriormente.

<sup>(36)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 69 y 70; idem, *Derecho del Mercado de Valores*, t. II, págs. 32 y 33. En parecidos términos, NIETO CAROL, U., *El Mercado de Valores. Organización y Funcionamiento*, Civitas, Madrid, 1993,

Por su parte, ALONSO DE ESPINOSA claramente define la comercialización de valores como «*la actividad dirigida a promover la suscripción o la compra de valores entre el público inversor*»<sup>(37)</sup>, utilizando de este modo, como verbo para definir la actividad del colocador, el mismo que utiliza la L.C.A. para delimitar la actividad del agente y el propio objeto del contrato: “promover” (art. 1).

Pero no sólo la doctrina considera la colocación como distribución de valores, sino que, en nuestra opinión, la interpretación del propio art. 30 del R.D. 291/1992 avala la tesis de que nos encontramos ante un contrato de distribución y no ante un mero contrato de colaboración. En efecto, del art. 30 se desprende que es necesario que los valores sean «*distribuidos*» entre el «*público*»<sup>(38)</sup>. Si bien es cierto que de este precepto no se puede deducir qué número de personas se considera «público», sí podemos concluir que no habrá distribución, y por ende colocación si la entidad colocadora comercializa todos los valores, asignándolos a una sola persona o entidad, o si se los queda una de las entidades que forman parte del sindicato. En estos supuestos es evidente que no podemos apreciar ni una efectiva distribución, ni que la misma se haya realizado entre el público<sup>(39)</sup>.

---

pág. 79 y TAPIA HERMIDA, A., “Emisiones y ofertas públicas de venta de valores. (Una visión panorámica del Régimen Jurídico del Mercado Primario de Valores)”, en AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores*, Consejo General del Notariado, Madrid, 1995, pág. 53; ídem, “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, R.D.B.B., 63 (1996), pág. 564.

(37) Vid. ALONSO DE ESPINOSA, F. J., *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Bosch, Barcelona, 1994, pág. 244. En parecidos términos se manifiestan también ALBELLA AMIGO, S., “Ámbito material y reglas de aplicación territorial. Comentario al artículo 3”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, pág. 64, y SCHLESINGER, P., “Mercato dei valori mobiliari e intermediazione finanziaria”, en *Il Mercato dei valori mobiliari*, en homenaje a Vittorio Afferni, Giuffrè, Milán, 1991, pág. 205.

(38) En este sentido, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 861.

(39) Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 86 y 87, quien considera que la referencia al “público” del art. 30 del R.D. 291/1992 simplemente alude, a su juicio, a una actividad de búsqueda y contacto con inversores, sean indeterminados o determinados. De ello se deduce que únicamente dejaría de ser colocador en sentido estricto aquella entidad que directamente procede a adquirir para sí los valores cuya comercialización le corresponde, pero incluso en este sentido, teniendo en cuenta que el folleto informativo menciona la relación de entidades colocadores, lo que constituye un elemento informativo relevante para el público inversor, no es posible eliminar ni reducir las obligaciones de dicha entidad colocadora, especialmente respecto al público inversor. Por su parte FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 867) también señala que en el caso de que las

También podemos ver un atisbo de confirmación de lo hasta aquí sostenido en las referencias que la Legislación sobre sociedades anónimas dedica, al tratar la «fundación sucesiva», a los «intermediarios financieros (Sección 3ª del Capítulo II de la L.S.A.). En efecto, la terminología utilizada en esta norma se aproxima más a la propia de un contrato de agencia, que a la de contrato de comisión. En concreto, el régimen de la fundación en forma sucesiva de la L.S.A. se aplica a la «*promoción pública de la suscripción de las acciones por cualquier medio de publicidad o por actuación de intermediarios financieros*» (art. 19 L.S.A.). Según este régimen, el folleto informativo de la emisión debe ser suscrito por «*los promotores*» y por los intermediarios financieros que «se encarguen de la colocación y aseguramiento de la emisión» (art. 21.1). Así pues, la idea de «promover» es la que está presente también en estas normas.

Un segundo argumento a favor de la consideración del contrato de colocación como agencia lo podemos encontrar en la propia forma de llevar a cabo la actividad de colocación. La entidad colocadora realiza la actividad de promoción de valores del mismo modo que el agente, esto es «*por cuenta y en nombre*» de la entidad emisora u oferente de valores, de hecho la publicidad que acompaña legalmente y *de facto* a estos procesos permite a los inversores/adquirentes conocer directamente la identidad del oferente. Esta actuación de la entidad colocadora por cuenta y en nombre del oferente emisor no puede ser de otro modo, por cuanto la emisión u OPV, por sí misma, implica un proceso —con información pública y una cierta publicidad<sup>(40)</sup>— en el que el nombre del oferente es fácilmente conocido por parte del público, en la medida en que consta en un folleto informativo. Este folleto constituye el vehículo formal de canalización de las condiciones negociales de la emisión u OPV, ya que es

---

entidades colocadoras no realicen actividad de colocación alguna en el sentido del art. 30.1 del R.D. 291/1992; por ejemplo, que no coloquen valor alguno (bien porque no consiguen estimular demanda alguna) o lo coloquen en sociedades de su mismo grupo o a un solo inversor; solamente haciendo una interpretación ciertamente forzada de la norma puede verse en estos casos una «distribución al público». De todos modos, y a efectos de considerar que en estos supuestos estamos ante un incumplimiento contractual, hemos de tener presente que la actividad de distribución —siempre y cuando no vaya unida a un aseguramiento— ha de conceptuarse como una «obligación de actividad» [vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., Cuadernos de la R.D.B.B., 2 (1995), pág. 59].

(40) Conviene recordar que el art. 3.1 del R.D. 291/1992, en el apartado b) utiliza como uno de los criterios para delimitar cuándo las emisiones y ofertas públicas de venta de valores quedan sujetas a este R.D., el de que «*el emisor, el oferente o quien actúe por cuenta de éstos, ofrezca los valores desarrollando actividades publicitarias en territorio nacional...*». Precisamente por ésto ALONSO DE ESPINOSA (*Mercado Primario de Valores Negociables*, cit., pág. 246) considera que carece de relevancia el hecho de que las entidades especializadas intervinientes en la colocación de los valores realicen o no, al tiempo, actividades publicitarias relativas a la emisión. De todos modos, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE («Las ofertas públicas de

suscrito por el oferente y el adquirente tiene derecho a recibirlo y en él se contiene información sobre las entidades colocadoras <sup>(41)</sup>.

Por tanto, la propiedad de los valores objeto de la oferta pública se traslada directamente del emisor/oferente al comprador, y el contrato y las acciones derivadas del mismo producen efecto directo entre el oferente y el inversor/adquirente. No obstante, aunque, en principio no hay relación contractual entre inversor y colocador, éste asume determinadas obligaciones frente a los inversores en el supuesto de violación de la normativa general del mercado de valores y, en particular, de las obligaciones que figuran en el R.D. 629/93, sobre normas de actuación en los mercados de valores, especialidad ésta que viene dada, como ya señalamos, por el mercado en el que se realiza la intermediación <sup>(42)</sup>.

El que la entidad colocadora actúe por cuenta y en nombre ajeno al colocar los valores ha llevado a la doctrina, entre otras cosas, a defender que nos encontramos ante una relación de comisión, aplicando el art. 247 del C.Co., al produ-

---

venta de acciones”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, págs. 690 y 691) acertadamente señalaba, refiriéndose a la previsión contenida en el antiguo art. 3.1.c), que se trata en parte de una medida redundante, y ello por cuanto, sin perjuicio de los supuestos excepcionales que contempla el art. 7.1.a) R.D. 291/1992, resulta difícil imaginar una intermediación en la colocación de acciones que renuncie a la actividad publicitaria que, como se indica, se concibe de una forma notoriamente amplia. Por ello, considera que realmente con este apartado del art. 3.1 se pretendía establecer un criterio «de cierre» que, en ausencia de las circunstancias que dan lugar a la aplicación de los criterios anteriores que fija el art. 3.1, reconduzca a la disciplina reglamentaria ciertas operaciones en donde su carácter público sólo puede ser defendido sobre la base de la intermediación profesional que en la misma se produce.

<sup>(41)</sup> Vid. art. 18.1.d) R.D. 291/1992 y Anexos A (apartado II.12.1) y B (apartado II.24.1) de la O.M. de 12 de julio de 1993 *sobre emisiones y ofertas públicas de valores; folletos informativos* (B.O.E. de 22 de julio de 1993 y corrección de errores B.O.E. de 2 de octubre de 1993) —ambos relativos a la descripción de la colocación y adjudicación de los valores en el folleto—, recogen la exigencia de relacionar «*la Entidad o Entidades que intervengan en la colocación o comercialización, mencionando sus diferentes cometidos y describiendo éstos de forma concreta...*»).

<sup>(42)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 100-102, quien realiza una interesante aclaración al señalar que en efecto, en principio no hay relación contractual entre colocador e inversor, salvo que: el inversor acuda a este intermediario financiero no por el hecho de ser colocador, sino por ser su intermediario habitual, en estos casos el inversor actúa también como cliente, es decir, formaliza un contrato de comisión del mercado de valores con su intermediario. Con lo cual el colocador es por un lado colocador y por otro comisionista del inversor, es pues un supuesto de autoentrada —o, más bien, de aplicación—, que debe entenderse concedida dado que el colocador acude normalmente a su propia clientela. Sobre la necesaria protección de los inversores vid. TAPIA HERMIDA, A.J., R.D.B.B., 63 (1996), págs. 562 y sigs. y CACHÓN BLANCO, J.E., “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos”, R.D.B.B. 55 (1994), págs. 635 y sigs.

cirse los efectos jurídicos propios de la oferta pública de valores directamente entre el oferente y los adquirentes de los valores<sup>(43)</sup>. Ahora bien, en nuestra opinión, esta circunstancia no justifica suficientemente la tesis expuesta, porque precisamente en el contrato de agencia, el art. 1 de la L.C.A. contempla la actuación del agente en nombre y por cuenta del principal. Por tanto, el dato de la representación directa no constituye un argumento justificativo suficiente para calificar al contrato de colocación de comisión, ya que el contrato de agencia también comporta una representación directa<sup>(44)</sup>.

Una tercer argumento para defender la tesis que sostenemos puede extraerse de una interpretación *a contrario* del antiguo art. 3.1.c) del R.D. 291/1992. En efecto, este precepto presumía —*iuris tantum*— que las entidades habilitadas para efectuar colocaciones de valores realizan comercialización de valores y no mera recepción de órdenes de compra de los inversores, cuando intervienen, de cualquier modo, en emisiones de valores en pesetas<sup>(45)</sup>. Por tanto, se trataba de diferenciar claramente el contrato de colocación de la actividad de recepción, transmisión y ejecución de órdenes, que ha sido calificada jurídicamente como comisión bursátil<sup>(46)</sup>, en cuyo caso la intervención de los intermediarios se ha debido desarrollar conforme a las letras a) y b) del art. 63 L.M.V. y no a las letras e) y f) de este precepto.

Por tanto, podemos deducir que se trata de actividades distintas, ya que si no carecería de sentido esta presunción. Y si efectivamente son actividades distintas, cabe la posibilidad acentuada de que la naturaleza jurídica de la vinculación contractual entre estos intermediarios y los respectivos emisores u oferentes, tampoco sea la misma que la de la relación que se establece con los inversores.

(43) Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pág. 666; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 74, y FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS BELTRÁN, L., cit., págs. 592 y 593.

(44) Es más, tradicionalmente el comisionista ha actuado, mayoritariamente, en nombre propio y no en nombre ajeno, debido al interés del comitente en beneficiarse de la buena reputación del comisionista (vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones*, t. II, cit., pág. 147).

(45) Vid. ALONSO DE ESPINOSA, F.J., *Mercado Primario de Valores Negociables*, cit., pág. 247, quien aclaraba que ante valores en moneda extranjera emitidos fuera de España, habrá que presumir, *iuris tantum* de forma absoluta, que la entidad interviniente actúa como mera receptora de órdenes de compra y no, por tanto, como colocadora de los valores. Esto es así porque el R.D. 291/1992 establecía de modo específico la efectividad de esta presunción respecto de las emisiones de valores en pesetas [art. 3.1.c) *in fine*]. Por tanto, *a contrario*, ello significaba que ante emisiones u ofertas de venta de valores en moneda extranjera cuya suscripción o compra sólo pueda hacerse fuera de España (cfr. art. 3.1, primer inciso) quedaba excluida la aludida relatividad del carácter *iuris tantum* de la presunción e invertido el sentido que se le da cuando se trata de valores cuya suscripción o adquisición directa es posible hacer en España.

(46) Por lo que se refiere al contrato de comisión bursátil nos remitimos a nuestro trabajo QUINTÁNS EIRAS, M.R., R.D.B.B., 65 (1997), págs. 9 y sigs. y a la bibliografía allí citada.

De todos modos, la diferencia de naturaleza no deriva tanto de la actividad material a realizar como de la forma de realizarla, esto es: con o sin promoción <sup>(47)</sup>. Por otra parte, el hecho de que la entidad colocadora actúe como distribuidora no excluye el que pueda recibir a su vez órdenes de compra o venta de valores de alguno de sus clientes. Pero en este caso estaremos contemplando relaciones independientes más cercanas al contrato de comisión, y que cuando coexistan con la relación contractual antes mencionada no desvirtuarán la existencia del contrato de colocación. Por tanto, la única vía que existía para excluir los efectos de la presunción *iuris tantum* era probar que la intervención de la entidad intermediaria en el proceso de colocación tiene lugar por orden y en interés exclusivo de suscriptores o adquirentes de los valores y no de la entidad colocadora <sup>(48)</sup>. El hecho de que se haya suprimido el apartado c) del art. 3.1 del R.D. 291/1992, en nuestra opinión, no impedirá que se presuponga que aquellas entidades que intervengan en una emisión u oferta de valores están distribuyéndolos y no simplemente cumpliendo órdenes de compra de los inversores.

En cuarto lugar la naturaleza del contrato de comisión como contrato de tracto único tampoco favorece la calificación del contrato de colocación como contrato de comisión <sup>(49)</sup>. El contrato de colocación es un contrato de tracto sucesivo, en el que el intermediario tendrá que realizar múltiples promociones de valores, hasta conseguir la total colocación de los que se le ha encargado

---

(47) En efecto, ALBELLA AMIGO (cit., pág. 64) aclara que esta presunción no se basa en la mera existencia de intermediación, sino que es preciso que los profesionales intervinientes desplieguen una actividad positiva de promoción.

(48) En este sentido, vid. ALONSO DE ESPINOSA, F.J., *Mercado Primario de Valores Negociables*, cit., pág. 247, quien señala que en los casos en que la entidad actúe de forma ambivalente, esto es, recibiendo y ejecutando órdenes de compra espontáneas de los suscriptores y, al tiempo, desarrolle actividades de colocación de valores en interés del emisor, su intervención sí cualificará como «pública» la oferta y acarreará la aplicación a la misma del R.D. 291/1992.

(49) De todos modos, hemos tener presente que si bien la comisión en opinión de la práctica totalidad de la doctrina patria es un contrato de tracto único, existen algunos supuestos, precisamente en el ámbito de los mercados de valores, en que se realiza una actividad típica de un comisionista pero en actos sucesivos y no en un acto único, este es el caso por ejemplo del contrato de gestión de carteras de inversión (vid. CACHÓN BLANCO, J.R., “Contratos de gestión en los mercados de valores”, en Cuadernos de Derecho Judicial, nº monográfico sobre *Contratos de Gestión*, edita Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1995, pág. 329 y TAPIA HERMIDA, J.A., *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, pág. 134). Si bien hemos de tener presente que una comisión de tracto sucesivo será la excepción y no la regla. En efecto, la doctrina unánimemente considera este contrato de tracto único, por todos vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones*, t. II, cit., págs. 147 y 161, ídem, “La normativa del contrato de agencia mercantil”, en *I Congreso Nacional de Agentes Comerciales de España*, Madrid, 1985, pág. 12; BROSETA PONT, M.,

distribuir. Por lo cual, también aquí encontramos una nueva similitud con el contrato de agencia, que es claramente un contrato de tracto sucesivo <sup>(50)</sup>.

Intimamente vinculado con el tracto sucesivo en el contrato de agencia, se encuentra el carácter duradero del mismo (art. 1 L.C.A.), lo cual podría suponer una objeción importante a la consideración de este contrato de colocación como un contrato de agencia, pues ocurre que el contrato de colocación lo es para una concreta emisión u OPV, concluida la cual el contrato finaliza. Por este motivo, se trata siempre de un contrato de duración determinada <sup>(51)</sup>. Sin embargo, en nuestra opinión, el carácter duradero de este contrato y la estabilidad de la actividad del agente no está reñido con la determinación en el tiempo de la duración de la relación contractual de agencia <sup>(52)</sup>, es decir, el carácter estable de la prestación del agente no obsta para que el contrato de agencia tenga un duración breve. Incluso podemos afirmar que la duración real del contrato es un hecho externo —si bien relacionado—, distinto de lo que es la estabilidad de la actividad del agente, lo cual supone una forma de obligarse del agente inherente a este contrato, y ello es independiente de que el desarrollo de esta obligación

---

*Manual de Derecho mercantil*, 10ª edición, Tecnos, Madrid, 1994, pág. 497; ANGULO RODRÍGUEZ, L., “El contrato de comisión”, en AA.VV.: *Derecho mercantil*, t. II, coord. Guillermo J. Jiménez Sánchez, 5ª edición, Ariel, Barcelona, 1999, pág. 261, VICENT CHULIÁ, F., voz “Comisión mercantil”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, Madrid, 1995, pág. 1135, y LLOBREGAT HURTADO, M.L., *El contrato de agencia mercantil*, Bosch, Barcelona, 1994, pág. 80.

<sup>(50)</sup> Consideran que la agencia es un contrato de tracto sucesivo, entre otros: GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho mercantil*, t. III, vol. I, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1964, pág. 537; ALONSO DE ESPINOSA, F.J., “Algunas cuestiones sobre el contrato de comisión mercantil”, en Cuadernos de Derecho Judicial, nº monográfico sobre *Contratos de Gestión*, edita Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1995, pág. 139; HOPT, K.J., cit., pág. 29 y CANARIS, C., cit., pág. 234.

<sup>(51)</sup> Según el tenor de los arts. 29 y 26 apartado e) de la L.M.V. el período de colocación de los valores negociables entre el colectivo de potenciales suscriptores debe figurar en el folleto informativo, si bien con respecto a las emisiones, ofertas y programas a que se refiere el art. 4.4 del R.D. 291/92 y el art. 7 de la Orden de 12 de julio de 1993 se precisa el plazo de duración máxima. Terminado el período de suscripción, en cumplimiento de lo que dispone el actual art. 25.2 —antiguo art. 23.2— del mencionado R.D., la entidad emisora debe informar a la CNMV sobre el resultado del procedimiento de adjudicación y la difusión alcanzada en la colocación, cuya obligación con sus excepciones regula de un manera pormenorizada el art. 9 de la Orden de 12 de julio de 1993 (vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 23).

<sup>(52)</sup> En efecto, la propia Exposición de Motivos —punto II.4— de la L.C.A., pretendiendo eliminar equívocos en cuanto al significado de la nota de estabilidad, aclara que la duración del contrato puede ser por tiempo determinado o indefinido y “*tan «permanente» es una agencia por tiempo indeterminado, como una agencia por un año o por varios*”.

sea más o menos breve en función de las circunstancias del caso <sup>(53)</sup>. En definitiva, se trata de que la duración prevista en el contrato no sea inferior a determinados límites que desnaturalizarían la figura del agente, pero —con independencia de supuestos extremos— no vemos inconveniente en que un agente se encargue de una promoción de temporada, incluso de una feria o de una exposición, siempre que no se limite sólo a un número determinado de negocios. Y es esta circunstancia la que nos permite reconducir a la agencia el contrato de colocación de valores, sobre la base de equiparar el tiempo de duración de una emisión u oferta de valores a los ejemplos antes mencionados, ya que la duración del contrato de colocación es adecuada a la actividad que se promueve —la colocación de una emisión u oferta de valores—. Por ello, es válido sostener la existencia de estabilidad en este intervalo de tiempo más o menos corto.

Por último, también podemos apreciar la mayor idoneidad de la normativa del contrato de agencia frente a la del de comisión, en temas como la obligación de seguir las instrucciones del principal, o en el tema de la indemnidad del colocador.

El colocador está obligado a proceder en el desempeño de su comisión de acuerdo con las instrucciones de su cliente, que normalmente se plasman en el documento de colocación. Esta obligación justifica nuevamente la necesidad de acudir a una normativa distinta a la del contrato de comisión, pues resultan de muy difícil o dudosa aplicación las disposiciones del Código de comercio relativas al seguimiento de las instrucciones por el comisionista (arts. 254, 255 y 256), ya que, como sabemos, las instrucciones que fija el Código de comercio para el contrato de comisión son sumamente precisas <sup>(54)</sup>, frente a la mayor flexibilidad del contrato de agencia. En efecto, si bien debemos reconocer que el colocador solo puede admitir las solicitudes de aquellos inversores que cumplan las características definidas por el oferente o emisor, respetando los criterios de pago fijados por éste para los inversores-aceptantes, sin embargo, también hemos de reconocer que el colocador no puede ejecutar el encargo de

---

<sup>(53)</sup> Precisamente esta es la opinión dominante en la doctrina alemana, a este respecto vid. SCHRÖDER, G., cit., pág. 357-358; ANKELE, J., Comentario § 84, cit., pág. 3; WESTPHAL, B., “Handelsvertreterrecht in Deutschland”, *Handbuch des Handelsvertreterrechts in EU-Staaten und der Schweiz*, dir. Otto Schmidt, Köln, 1995, pág. 158; HOPT, K.J., cit., pág. 29 y UMBRICH, R.P. y GREYER, F., “Handelsvertreterrecht in der Schweiz”, en Friedrich Graf von Westphalen, *Handbuch des Handelsvertreterrechts in EU-Staaten und der Schweiz*, dir. Otto Schmidt, Köln, 1995, pág. 1029.

<sup>(54)</sup> Sobre las instrucciones del comisionista, vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Civitas, Madrid, 1996, págs. 2816 y sigs. y GARRIDO, J.M., *Las instrucciones en el contrato de comisión*, Civitas, Madrid, 1995.

colocación, siguiendo unas instrucciones precisas del principal. Por el contrario, al ser el colocador una entidad profesional y experta del sector, es contratada precisamente por su experiencia y conocimientos y para que aplique éstos con un cierto margen de independencia a la colocación de los valores. Por consiguiente, unas instrucciones demasiado precisas obstarían a una ejecución adecuada del encargo de promoción de valores <sup>(55)</sup>.

Por lo que se refiere al tema de la indemnidad del colocador, en nuestra opinión —a diferencia de lo que ocurre en el contrato de comisión mercantil— no es frecuente que en un contrato de colocación se deje indemne al colocador de los gastos que haya tenido en el desempeño del encargo. Por el contrario, lo mismo que en la agencia, es costumbre que en las OPVs y emisiones no se imponga de forma específica esta obligación de indemnización de gastos realizados en el desarrollo de la actividad, no tanto por su inexistencia, como porque se entiende subsumida en la retribución genérica pactada. Así, se presupone que a lo largo del período de duración de la distribución de valores, el colocador amortizará los gastos derivados de la realización del encargo <sup>(56)</sup>.

En definitiva, si la actividad del intermediario colocador es la de “promover” la suscripción o la compra de valores, parece más adecuado acudir por analogía a la L.C.A. que al Código de comercio. En efecto, son múltiples las cuestiones en las que se puede acudir por vía de analogía a la normativa del contrato de agencia. Así, a título de ejemplo podemos citar la posibilidad de aplicación analógica de las normas relativas al modo en que se ha de ejecutar el encargo —lealmente, de buena fe, velando por los intereses del principal <sup>(57)</sup>, y

---

<sup>(55)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 91, quien si bien aplica la normativa del contrato de comisión, reconoce que al ser el colocador una entidad profesional y experta del sector, debe actuar con la diligencia propia de un profesional experto, con lo cual está reconociendo tácitamente un amplio margen de actuación del colocador. En esta línea y refiriéndose a la diligencia debida por las entidades de crédito en su actividad profesional, vid. SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La responsabilidad de las entidades de crédito en su actuación profesional”, R.D.B.B., 38 (1990), págs. 330 y 331.

<sup>(56)</sup> Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pág. 670 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 111. Sin embargo, VEGA PÉREZ (*Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 28) considera que entre las obligaciones del emisor u oferente está la de pagar la comisión y los gastos que suponga la operación.

<sup>(57)</sup> Este deber de defensa de los intereses de su cliente o principal se encuentra revestido, en el ámbito del mercado de valores, de una obligación o deber paralelo como es el de proteger en todo momento la seguridad jurídica de los inversores. Por tanto, el colocador tiene la obligación genérica de respetar los términos de la propia oferta o sometimiento a las condiciones de emisión u OPV prefijadas en el folleto informativo, que no sólo persigue el interés del oferente, sino la seguridad jurídica de los inversores.

con la diligencia de un ordenado comerciante [art. 9.1 y 2.a) L.C.A.]—. Asimismo, pesa sobre el colocador un deber de información similar al del agente, estando obligado a facilitar al emisor u oferente las informaciones relativas a la ejecución del contrato de colocación<sup>(58)</sup>, en los términos estipulados en el propio contrato y, en su defecto, de acuerdo con lo previsto en el art. 9.2.b) de la L.C.A.<sup>(59)</sup>.

Sin embargo, esta aplicación analógica debe realizarse con cautela y no de una forma indiscriminada. Por este motivo, existen determinados preceptos que —debido a las especialidades de este contrato— no parece que puedan aplicarse, cual sucede con las indemnizaciones por clientela previstas en la L.C.A., que, en principio, no tendrían cabida en el ámbito del contrato de colocación. Del mismo modo, y a pesar de que el de colocación es un contrato *intuitu personae*, tampoco parece que haya de imponerse la obligación de realizar personalmente la promoción de valores, pues es normal que en estos contratos intervengan otras entidades subcolocadoras<sup>(60)</sup>, que constituirán a su vez contratos de subcolocación o subagencia, lo cual nos hace dudar de la necesidad de que se pacte expresamente entre principal y colocador este tipo de práctica, como dispone la normativa sobre agencia (art. 5 L.C.A.)<sup>(61)</sup>.

---

(58) Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pág. 669, quien hace referencia expresa a la importancia de este deber de información.

(59) Esta obligación de información afecta primeramente a los datos concretos relativos a la colocación, pero también se trata de una obligación de información general sobre todas aquellas noticias y circunstancias que incidan y afecten al desarrollo de la colocación de valores, en definitiva toda aquella información que “*sea necesaria para la buena gestión de los actos u operaciones...*” que se le hubieran encomendado [art. 9.2.b) L.C.A.]. También se refiere a esta obligación el art. 16. del R.D. 629/1993, que concretamente dispone que las entidades deberán “*informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones*” (nº 2 de este precepto) y el art. 5 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores.

(60) Incluso ocurre que los subcolocadores acuden igualmente a otros intermediarios —nuevos subcolocadores— y así sucesivamente, hasta que todos los valores llegan al público en general. Estas entidades de subcolocación no tienen relación contractual alguna con el emisor u oferente sino con una entidad colocadora (vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del mercado de valores*, t. II, cit., pág. 82; ídem, *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 13).

(61) Sin embargo, CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., pág. 96) opina que sólo cabe la subcolocación si así se pacta y ZUNZUNEGUI (cit., pág. 619) considera que la entidad colocadora debe desempeñar por sí el encargo recibido y no puede delegarlo sin previo consentimiento del oferente (art. 261 C. de c).

### III. COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO DE VALORES

#### 1. Cuestiones preliminares

Hemos visto en el apartado anterior lo que podemos denominar un contrato de pura colocación, pero es frecuente que unido a este contrato se pacte el aseguramiento de la emisión, es decir, que la entidad o entidades colocadoras asuman también la obligación de comprar o suscribir la totalidad o parte de los valores objeto de la emisión u oferta <sup>(62)</sup>. De esta forma, el emisor u oferente consigue desplazar los riesgos inherentes a la colocación a las entidades intermediarias, logrando simultáneamente una inmediata disponibilidad de los fondos y pudiendo con ello concentrar su atención y recursos en las actividades propias de su giro o tráfico <sup>(63)</sup>. Además, este aseguramiento persigue, en muchos casos, el objetivo añadido de dar confianza a los inversores; confianza que se basa en el prestigio y buena imagen de los intermediarios financieros <sup>(64)</sup>. Por tanto, la actividad a desarrollar por el asegurador financiero constituye una obligación de resultado, por la cual éste debe adquirir para sí los valores que no hayan sido suscritos por el o los colocadores y además han de constar en el folleto informativo las características del aseguramiento (cfr. art. 20 R.D. 291/1992) <sup>(65)</sup>.

Esta actividad de aseguramiento se contempla expresamente en la nueva redacción del art. 63.1.f) L.M.V., en el art. 30.1 y en el nuevo art. 32 del R.D. 291/1992. Y solo podrán actuar como entidades aseguradoras de una emisión u OPV: las empresas de servicios de inversión, en concreto, las sociedades de valores —pues las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras no pueden realizar esta actividad (cfr. art. 64.3 y 4 L.M.V.)— y las entidades de

---

<sup>(62)</sup> En caso de existir varios colocadores-aseguradores, se habla de sindicato de colocación y aseguramiento (vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 13).

<sup>(63)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., págs. 841 y 848.

<sup>(64)</sup> Vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 30; RUBIO DE CASAS, M.G., “Otros contenidos especiales del folleto. Comentario al art. 18”, AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, pág. 414 y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 619, quien señala que el aseguramiento refuerza el crédito del emisor en el mercado.

<sup>(65)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 166 y 167, quien aclara que no se trata de una obligación *ad probationem*, pudiendo teóricamente ser incluso verbal. En la práctica, se instrumenta mediante un documento, normalmente privado, que suele ser el propio contrato de colocación.

crédito, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello (arts. 65 L.M.V.)<sup>(66)</sup>.

Normalmente los aseguradores son también colocadores de la emisión u OPV, aunque también cabe que una entidad o entidades únicamente asuman el compromiso del aseguramiento, ya que, en principio, no existe limitación expresa alguna en este sentido<sup>(67)</sup>. De todos modos, aunque desde el punto de vista de las posibilidades jurídicas es factible que una entidad sea meramente aseguradora, quizá habría que cuestionarse la viabilidad práctica de un asegurador que no fuere simultáneamente colocador<sup>(68)</sup>.

Seguidamente, nos ocuparemos no tanto de este último supuesto, sino de aquellos aseguramientos que van unidos a contratos de colocación.

Para empezar es preciso aclarar que el llamado “aseguramiento” es un pacto que se integra en el contrato de colocación y no un tipo contractual distinto e independiente del mismo<sup>(69)</sup>; y desde luego no es un verdadero contrato de seguro. Tal es la conclusión que parece deducirse del propio tenor del art. 30.1 R.D. 291/1992, en el que se considera el aseguramiento como una formula

---

<sup>(66)</sup> Esta actividad está sometida a las normas de conducta de la L.M.V. (arts. 78 a 83) y del R.D. 629/93, aunque esta aplicación es limitada, dado que el aseguramiento, en sí mismo, no implica relación directa con el público inversor y sí no sólo con el oferente (vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección ...*, cit., pág. 166). Cabe señalar que el R.D. 2590/1998 de modificación del R.D. 291/1992, además de la referencia al aseguramiento que contiene el art. 30.1, introduce un precepto relativo a las entidades aseguradoras, en el que se dispone que «se considerará entidad aseguradora, a los efectos del presente Real Decreto, la que asuma frente al emisor u oferente el compromiso de garantizar el resultado económico de la operación frente al riesgo de colocación» (art. 32).

<sup>(67)</sup> Vid. RUBIO DE CASAS, M. G., cit., pág. 412, quien considera que cuando el aseguramiento no se configura como un pacto accesorio del contrato de colocación, sino como una obligación independiente, parece preferible tratarlo como contrato atípico, ante la dificultad de reducirlo a una compraventa sujeta a condición suspensiva o a un contrato de seguro.

<sup>(68)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 13 y 152 y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 623.

<sup>(69)</sup> En estos términos, vid. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS BERTRÁN, L., cit., pág. 593, quien señala que el aseguramiento supone que al mandato de colocación se superpone una garantía del colocador que asegura el resultado económico; RUBIO DE CASAS, M.G., cit., pág. 413, quien considera que el aseguramiento es una modalidad de contrato de colocación y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 623. Sin embargo, CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., págs. 13 y 152) parece tener otra opinión, así este autor se refiere aisladamente al “contrato de aseguramiento de OPVs y emisiones de valores” y, además, señala que “se trata de relaciones jurídicas diferenciadas (colocación y aseguramiento), aunque yuxtapuestas en tales supuestos, siendo el aseguramiento accesorio respecto de la colocación. Por ello es factible analizar el aseguramiento de valores como relación jurídica independiente de la colocación”.

específica o cualificada de colocación de valores, cuya conclusión no podemos sino compartir <sup>(70)</sup>.

De hecho, la forma de retribución de estas entidades vendría a ratificar esta interpretación, ya que las entidades colocadoras y aseguradoras no reciben una comisión independiente por cada tipo de actividad, esto es un pago por el servicio de distribución de valores y una comisión independiente por el aseguramiento, sino que reciben una comisión única, la cual evidentemente será mayor si el agente asume el aseguramiento, en la medida en que asume un mayor riesgo financiero, por el que ha de recibir una mayor compensación económica <sup>(71)</sup>.

Tampoco se puede afirmar que esa comisión pueda ser caracterizada como una prima típica del contrato de seguro, porque además de que la comisión es un simple elemento natural del negocio, mientras que la prima es esencial, su destino no es ser invertida en un fondo común o mutualístico como es propio de la empresa aseguradora: la comisión remunera el servicio adicional de aseguramiento, en vez de proporcionar medios económicos para cubrir el riesgo de una insuficiente distribución de los valores <sup>(72)</sup>.

Por último, debemos señalar que si bien el art. 30.1 y el nuevo art. 32 del R.D. 291/1992 aluden con carácter general al compromiso de “aseguramiento o adquisición”, para garantizar el resultado económico de la operación frente al riesgo de colocación, en la práctica se pueden distinguir al menos dos modalidades de aseguramiento: el aseguramiento en firme y el aseguramiento de garantía; modalidades éstas a las que aludiremos a continuación.

## 2. Aseguramiento en firme

En esta modalidad de aseguramiento las entidades colocadoras —ya sean sólo algunas de ellas o el sindicato en su conjunto— se obligan a la compra en bloque de los valores objeto de la emisión/oferta, antes de su difusión al público.

---

<sup>(70)</sup> De esta opinión es también ALONSO DE ESPINOSA, F.J., *Mercado primario de valores negociables*, cit., pág. 244.

<sup>(71)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 15, quien reconoce el carácter único de la retribución.

<sup>(72)</sup> De otra opinión parece ser, sin embargo, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 850), quien considera que este sistema presenta un parecido indudable con el contrato de seguro: las entidades colocadoras, por el cobro de unas cantidades (prima) y para el caso de que se produzca la no suscripción de todo o parte de la emisión u oferta (el riesgo), se obligan a comprar la porción no suscrita en las condiciones pactadas (la indemnización). Por el contrario, CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., pág. 152) señala que la terminología “aseguramiento” utilizada y generalizada es confusa porque tal actividad, propia de entidades financieras, no constituye contrato de seguro.

Esta forma de asegurar la emisión u oferta de valores nos hace cuestionarnos que estemos, realmente, ante un contrato de colocación en sentido estricto, porque la entidad colocadora o en su caso el sindicato de colocación en firme adquiere del emisor u oferente los valores objeto de emisión u oferta, para su posterior reventa o recolocación entre el público. Esta reventa se efectuará al precio prepagado y ligeramente superior al anterior o incluso con libertad de precio, aunque la forma habitual de retribución viene dada por la diferencia entre el precio de adquisición de los valores por el asegurador y el precio de colocación entre el público <sup>(73)</sup>.

Así, con esta forma de aseguramiento parece que en lugar de ante un contrato de colaboración, estaríamos ante una compraventa de valores, o mejor dicho se trataría de dos compraventas mercantiles o de una suscripción y posterior venta <sup>(74)</sup>, y no, por tanto, propiamente de un contrato de colaboración, pues ni en la comisión, ni en la agencia es adquirido el objeto del contrato por el comisionista o el agente. En efecto, el hecho de que la entidad colocadora actúe en nombre propio y por cuenta propia parece confirmar esto.

Sin embargo, la calificación de este contrato como de compraventa que *a priori* puede parecer sencilla, no lo es tanto. En efecto, cabría defender que persiste la finalidad distributiva, si la entidad o entidades colocadoras que compran o suscriben todos los valores o un número importante de valores de una emisión pública o de una OPV, lo hiciesen con la finalidad de revenderlos posteriormente, en el momento más aconsejable <sup>(75)</sup>. En este supuesto, realmente están desempeñando una función de colocación y distribución —aun cuando

---

<sup>(73)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 153. Sin embargo, VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 34, considera que en la colocación en firme, las entidades del consorcio perciben una doble comisión: la de garantía por el riesgo y la de ventanilla por la colocación.

<sup>(74)</sup> Esta es la opinión, entre otros, de: VEGA PÉREZ, F., *Contratos bancarios*, cit., págs. 560 y 561 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 74, 153 y sigs., quien señala que cuando el colocador-asegurador toma en firme determinados valores negociables para su posterior “recolocación” o venta entre el público inversor, cesa propiamente su actuación como colocador (comisionista) para pasar a actuar por cuenta y en nombre propio, de forma tal que cuando procede a la venta de los valores no actúa ya por cuenta del emisor u oferente sino por cuenta propia, con un claro ánimo de reventa y lucro, lo que se corresponde con la naturaleza jurídica de la compraventa de carácter mercantil. Por su parte, el maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE (*Contratos bancarios*, cit., págs. 664 y 665) señala que en estos casos no hay una operación de mediación en sentido estricto, aunque se distribuyan parte de las acciones adquiridas entre los clientes.

<sup>(75)</sup> Nuestra doctrina parece opinar que existe esta obligación de colocación o distribución de los valores adquiridos por las entidades colocadoras. Así, PALÁ LAGUNA [*Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, pág. 135 y 136] manifiesta que en este caso la relación que media entre la mencionada entidad y la sociedad cuyas acciones

se actúa por cuenta propia, y no del emisor u oferente—<sup>(76)</sup>. Así pues, a pesar de la existencia de una compraventa de valores, el asegurador en firme quedaría igualmente obligado a realizar una distribución posterior entre el público inversor para poder considerar cumplida esta modalidad de contrato del mercado de valores<sup>(77)</sup>.

Por tanto, si realmente existe esta obligación de recolocación o redistribución de los valores, con posterioridad a la compra originaria de los mismos, estaríamos en presencia de un contrato de distribución, pues la colaboración poseería una mayor relevancia que la compraventa en sí, a la hora de llevar a cabo una clasificación de este contrato. En definitiva, primaría el carácter distributivo —y por tanto de colaboración— del contrato, frente a una consideración formal de la actividad realizada como mera compraventa. Además, no se trataría de una solución aislada en nuestra realidad jurídica, sino que por el contrario una situación similar se produce en el llamado contrato de concesión mercantil, en el cual si bien el concesionario actúa “en nombre y por cuenta propia” —ya que

---

son objeto de la oferta pública de venta se desdobra en dos planos distintos: la de socio y la de entidad que participa en la OPV, si bien se trata de un accionista *sui generis*, temporal, que adquiere los títulos objeto de la oferta para luego proceder a su colocación entre el público ahorrador, por tanto en su opinión es claro que no actúa sólo como entidad colocadora o comercializadora, sino que reúne las dos condiciones de autor de la OPV y de entidad colocadora de la misma. En la misma línea, VALENZUELA GARACH (“Notas sobre la «difusión» en la distribución pública de emisiones de valores, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, La Ley, 1994, pág. 2674 y 2684) considera que con este tipo de aseguramiento los intermediarios se comprometen a suscribir la nueva emisión u OPV, adquiriéndola en nombre y por cuenta propios, aun cuando el objetivo último de la suscripción o venta sea su posterior oferta al público en general; ALONSO DE ESPINOSA (*Mercado Primario de Valores Negociables*, cit., pág. 244 y 245) opina que este aseguramiento es «un grado cualificado de comercialización», que implica la suscripción o adquisición en firme de los valores por parte del «asegurador», quien realiza tales actos no como inversor final, sino como trámite previo a la definitiva colocación de los valores entre los inversores finales y AURIOLES MARTÍN (cit., pág. 479) considera que en este caso la entidad aseguradora ha de «recolocar» o «revender» los valores a terceros.

<sup>(76)</sup> En este caso los intermediarios ya no estarían constreñidos por la habilitación legal requerida para ser entidad colocadora, aunque sí, por supuesto, por la correspondiente para intermediar en el mercado en el que pretendan distribuir los valores, que normalmente será el secundario.

<sup>(77)</sup> De sumo interés son a este respecto las palabras de VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 28, quien señala que este tipo de aseguramiento, bastante generalizado en la práctica bancaria, en el fondo puede tener una finalidad de mediación, sin embargo, desde un punto de vista puramente formal, no es una operación de colaboración. Los bancos adquieren las acciones con la intención y el objeto de situarlas después entre sus clientes o bien venderlas a la mayor brevedad en el mercado de valores, con el propósito de obtener un lucro en la reventa. Esta forma de participar en la financiación de ciertas sociedades por razón de su forma es una financiación de carácter interno y participa de la naturaleza de la compraventa-mercantil (art. 325 C. de c.).

compra los productos—, la doctrina mayoritariamente ve en él un contrato de distribución, por ser ésta la finalidad esencial que se persigue con el mismo <sup>(78)</sup>.

En conclusión, la calificación del contrato dependerá de si el colocador que asegura en firme está obligado contractualmente, después de la compra para sí de los valores, a distribuirlos entre los inversores, o si por el contrario, no existe tal obligación. En el primer supuesto tendremos que hablar, en nuestra opinión, de un contrato de distribución, y en el segundo de una compraventa mercantil.

### 3. Aseguramiento de garantía

En este tipo de aseguramiento —también llamado aseguramiento propiamente dicho <sup>(79)</sup>— las entidades colocadoras se obligan a comprar todos aquellos valores que no hubieran quedado suscritos al término del período de suscripción u oferta, a cambio de lo cual reciben una mayor retribución por el riesgo asumido <sup>(80)</sup>. Por tanto, los intermediarios involucrados colocan los valores por cuenta y en nombre del emiteente, con un compromiso adicional de adquisición de aquellos que no se hayan colocado efectivamente al finalizar la operación. En este tipo de aseguramiento la responsabilidad adoptada por la entidad intermediaria puede revestir básicamente dos formas: a) una responsabilidad solidaria por el importe no suscrito, en que las entidades aseguradoras responden en función del porcentaje en que se concreta su compromiso individual de aseguramiento y no en función del porcentaje que haya logrado colocar cada una de las entidades <sup>(81)</sup>. b) Una responsabilidad mancomunada, en cuyo caso cada entidad deberá suscribir solamente valores en la medida en que el

---

<sup>(78)</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, J.L., “Notas para el estudio del contrato de concesión comercial”, en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje a Rodrigo Uría*, Civitas, Madrid, 1978, pág. 251; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico*, t. II, cit., pág. 178; SANTINI, G., *El comercio. Ensayo de economía del Derecho*, traducción de Juana Bignozzi, Ariel, Barcelona, 1988, págs. 83 y sigs.; PUENTE MUÑOZ, T., *El contrato de concesión mercantil*, Montecorvo, Madrid, 1976, págs. 26 y 40; VIRASSAMY, G.J., cit., págs. 46 y 47; TOURNEAU, P., *La Concession commerciale exclusive*, Economica, París, 1994, pág. 17 y CAGNASO, O., “Concessione di vendita”, en CAGNASO, Oreste e IRRERA, Maurizio: *Concessione di vendita, merchandising, catering*, Giuffré, Milán, 1993, págs. 9 y sigs.

<sup>(79)</sup> Cfr. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 153.

<sup>(80)</sup> Vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 34; idem, *Contratos bancarios*, cit., pág. 566 y VALENZUELA GARACH, F., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, t. III, cit., pág. 2674.

<sup>(81)</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 874) denomina a este sistema “*parisino*” y CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., pág. 153) aclara que este aseguramiento puede tener lugar en los siguientes casos:

importe por ella colocado resulte inferior al número sobre el que versa su compromiso de aseguramiento <sup>(82)</sup>.

Una gran parte de la doctrina atribuye a este pacto de aseguramiento de la emisión u oferta la naturaleza jurídica del pacto de garantía vinculado a un contrato de colaboración, esto es, estaríamos ante una figura como la comisión o la agencia de garantía (arts. 272 C. de c. y 19 L.C.A.) <sup>(83)</sup>. Sin embargo, lo cierto es que en el supuesto de hecho que contemplamos no concurren todos los rasgos de las figuras mencionadas. En este sentido el maestro GARRIGUES rechazaba la aplicación del art. 272 del C. de c. al pacto de aseguramiento <sup>(84)</sup>, aduciendo que el pacto de garantía típico de los contratos de colaboración tiene por objeto garantizar al comitente la conducta del tercer contratante (en particular, la obligación de pago del precio por parte del tercero/comprador); por el contrario en el aseguramiento de la colocación de valores, la propia generalidad de la oferta pública impide identificar a uno o varios sujetos específicos a cuyo comportamiento como terceros pueda corresponder la garantía de una conducta ajena. Falta pues el elemento de garantía de una conducta ajena.

Con este aseguramiento lo que se garantiza es el resultado económico de la operación en el supuesto de que no exista dicho tercero adquirente de los valores; razón por la cual coincidimos con quienes sostienen que el aseguramiento de valores es un pacto accesorio al contrato principal de colocación de valores, con finalidad de garantía, que se corresponde con el denominado “mandato de garantía”, del cual surge la obligación de procurar al mandante el resultado económico previsto por él aunque el mandato no haya podido llevarse a cabo.

De todos modos, la opinión expuesta no es óbice para seguir considerando este aseguramiento financiero como una obligación accesorio de un contrato

---

cuando se trate de un aseguramiento independiente de la colocación; cuando existe un pacto general de redistribución de valores no colocados entre todos los aseguradores; cuando el número de colocadores sea superior al de aseguradores y deba definirse un criterio de distribución de los valores no colocados por los colocadores que no sean aseguradores.

<sup>(82)</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (“Entidades colocadoras...”, cit., pág. 874) denomina a este sistema “Lyonés” y considera que no penaliza a las entidades que hubieran sido más diligentes en las labores de colocación durante la fase de suscripción pública, y además cada entidad conoce de antemano el riesgo máximo contraído. Un estudio *in extenso* sobre la responsabilidad de las entidades colocadoras puede verse en FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., Cuadernos de la R.D.B.B., 2 (1995), págs. 55 y sigs.

<sup>(83)</sup> Vid. VEGA PÉREZ, F., *Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 28; idem, *Contratos bancarios*, cit., pág. 562 y VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico*, t. II, cit., pág. 464.

<sup>(84)</sup> Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pág. 668.

principal, la cual se superpone al contrato de colocación y tiene por objeto garantizar el resultado de éste, es decir, la íntegra colocación de valores entre el público <sup>(85)</sup>.

#### IV. INTERVENCIÓN DE UNA ENTIDAD DIRECTORA

##### 1. Consideraciones iniciales

Con carácter previo a la formación del sindicato, suele ser habitual un proceso de preparación y estudio de las características de la potencial emisión u oferta, sus objetivos y las líneas generales de la operación. Normalmente, en esta fase, el emisor busca el asesoramiento de una entidad profesional especializada que, de materializarse la operación, suele asimismo recibir el mandato para actuar como entidad directora <sup>(86)</sup>. Además, el art. 31.2 del R.D. 291/1992 atribuye a las entidades directoras o, en su caso, a las coordinadoras, la obligación de cerciorarse “*de la veracidad e integridad de las informaciones y contenidas en el folleto informativo, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 20 del presente Real Decreto*” <sup>(87)</sup>.

En principio, durante esta fase previa o de génesis de la emisión todavía no puede hablarse técnicamente de colocación, aunque puede ocurrir que se

---

<sup>(85)</sup> Así consideran que estamos ante un pacto accesorio de garantía al contrato de colocación, entre otros: GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., págs. 668 y 669; FERNÁNDEZ-ARRESTO, J. y DE CARLOS BERTRÁN, L., cit., pág. 593; RUBIO DE CASAS, M.G., cit., pág. 412; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 167 y PEINADO GRACIA, J.I., C.D. y Com., 18 (1995), págs. 200 a 205.

<sup>(86)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 859; CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección*, pág. 19, quien señala que por el contrato de dirección de una emisión u OPV de valores un intermediario del mercado de valores se compromete a desarrollar una actividad consistente en la preparación técnica y dirección de la operación, es decir, a desarrollar todas aquellas actividades necesarias para la definitiva presentación en el mercado de la OPV o emisión, y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Las ofertas públicas de venta de acciones”, en AA.VV., *Derecho de las sociedades anónimas*, t. II, vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, pág. 1303, quien afirma que “*la preparación de una OPV habrá consistido en el examen previo de la situación de la sociedad, en relación con la demanda estimada del mercado al que la oferta habrá de dirigirse y cara a la determinación de los términos idóneos para la posterior formulación de la OPV*”.

<sup>(87)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., pág. 892, quien señala que independientemente de la calificación que reciba una entidad, la determinación de si es o no una entidad directora es una cuestión de hecho, que deberá hacerse caso por caso; generalmente, el mayor protagonismo o liderazgo de una determinada entidad en la fase de preparación de la oferta, así como las comisiones más sustanciosas permitirán identificar la entidad o entidades de las cuales quepa predicar esta condición. Habrá que estar a las funciones concretas encomendadas a dichas entidades dentro del contrato de aseguramiento

pacte simultáneamente la colocación de valores. En efecto, la entidad directora puede llevar a cabo esta actividad concluyendo con el emisor u oferente el denominado contrato de dirección, o bien puede pactar simultáneamente la realización de la dirección y colocación de la emisión u oferta. Es incluso frecuente, para mayor agilidad y sencillez, que el emisor u oferente otorgue a la entidad directora un poder para que sea ella quien suscriba, en su nombre, el o los contratos de colocación y, eventualmente, también los pactos de aseguramiento <sup>(88)</sup>.

Normalmente, el complejo entramado de relaciones entre las distintas entidades que intervienen en la colocación de valores se instrumenta en un contrato entre entidades colocadoras <sup>(89)</sup>, en el cual se establecen los derechos y obligaciones de la entidad directora —si la hay— y las restantes relaciones contractuales entre los integrantes del sindicato de colocación. El estudio de cuál es la naturaleza de estas relaciones contractuales excede de las pretensiones de este trabajo, aunque —por el contrario— sí creemos oportuno analizar, al menos someramente, cuál es la relación contractual que vincula a la entidad directora con el emisor u oferente, pudiendo distinguir dos situaciones distintas: el contrato de dirección vinculado al contrato de colocación y el contrato de dirección considerado aisladamente

## 2. Dirección y colocación de valores

Como pusimos de manifiesto, las entidades directoras no tienen por qué ser necesariamente colocadoras y formar parte del sindicato de colocación. Sin embargo, en la práctica, suele suceder que una misma entidad desarrolla simul-

---

para poder emitir un juicio. Asimismo, sobre el concreto contenido de esta obligación es esclarecedor el estudio realizado por este autor, que considera que estamos ante una obligación de medios o actividad, lo cual no significa que la entidad directora no deba actuar con la diligencia de un profesional en el sector y agotar todas las posibilidades de comprobación a su alcance (vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., págs. 906 y sigs.). A este respecto, merece la pena señalar que el R.D. 2590/1998 de modificación del R.D. 291/1992 introduce la importante novedad de prever que las entidades directoras también pueden asumir funciones de coordinadoras de la oferta. Además, se introduce un concepto de entidad coordinadora, al disponer que *«tendrá la consideración de entidad coordinadora la que reciba el encargo de controlar el estado y evolución de la demanda o de coordinar las actividades de las distintas entidades aseguradoras y colocadoras que intervienen en la operación, a las cuales representará en sus relaciones con el emisor u oferente»* (art. 31).

<sup>(88)</sup> Cfr. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 873.

<sup>(89)</sup> Esta denominación es la elegida por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Entidades colocadoras...”, cit., pág. 873.

táneamente ambas funciones de dirección y colocación <sup>(90)</sup>. En este caso, nuestra opinión es que no se ha dado nacimiento a dos contratos distintos —uno de dirección y otro de colocación—, sino que la actividad de dirección pasará a integrarse como un pacto añadido al contrato de colocación, como un servicio más de los que se obliga a prestar el colocador <sup>(91)</sup>. Por tanto, la prestación principal será la colocación de valores y como una prestación accesoria a ésta el intermediario financiero se obliga también a llevar a cabo la dirección de la emisión, lo cual no obsta a que si esta labor de dirección se lleva a cabo aisladamente adquiera una naturaleza jurídica propia.

Por tanto, la actividad de dirección, unida a la de colocación, realmente se inserta en este último contrato. De hecho, la labor de dirección va encaminada a la realización de la obligación principal que es la efectiva colocación de esos valores en el mercado <sup>(92)</sup>. Para defender esta posición, podemos utilizar el mismo argumento que páginas atrás utilizamos con relación al pacto de aseguramiento, pues también cuando a la colocación, o incluso al aseguramiento va unida la labor de dirección, la retribución es única por todos ellos, aunque mayor porque con la dirección se asumen más funciones que con la simple colocación <sup>(93)</sup>.

---

<sup>(90)</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., págs. 897 y 898.

<sup>(91)</sup> De otra opinión parece ser CACHÓN BLANCO (*Los contratos de dirección...*, cit., pág. 15) al señalar que es usual en estos procesos que la misma entidad asuma varias funciones, como por ejemplo: ser entidad directora, colocadora y aseguradora; o colocadora y aseguradora, etc., y cada una de estas funciones tiene una naturaleza jurídica propia. En nuestra opinión, si sostiene que ambos son contratos independientes quizá habría que considerar que se trata de contratos conexos, esto es, que cada contrato —colocación y dirección— conserva su individualidad, pero las prestaciones se quieren y pactan conjuntamente y no la una sin la otra, es decir, ambos contratos presentarían una estrecha vinculación funcional entre sí por razón de la finalidad global que los informa (vid. LÓPEZ FRÍAS, A., *Los contratos conexos. estudio de supuestos concretos y ensayo de una construcción doctrinal*, Bosch, Barcelona, 1994, págs. 273 y sigs. y LACRUZ BERDEJO, J.L., SANCHO REBULLIDA, F.A., LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVERRÍA, J., RIVERO HERNÁNDEZ, F., RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, t. II: *Derecho de obligaciones*, vol. 1<sup>º</sup>: *Parte General. Teoría general del contrato*, 3<sup>ª</sup> edición, Bosch, Barcelona, 1994, pág. 518).

<sup>(92)</sup> En este sentido MAZZA (“Le prestazioni accessorie dell’agente di commercio”, *Contratti e impresa*, 3 (1989), pág. 864) al tratar el tema de las prestaciones accesorias del agente, considera que en este caso hay un contrato con causa única.

<sup>(93)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., pág. 15, quien reconoce el carácter único de la retribución y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 623, quien también señala que el director recibe como contraprestación a su labor de dirección un premio especial que se añade a la comisión de colocación.

### 3. Contrato de dirección: ¿comisión o prestación de servicios?

A otra solución ha de llegarse si la dirección es asumida en exclusiva, sin ir vinculada a la actividad de colocación. En este caso, no existe acuerdo doctrinal acerca de la naturaleza jurídica que ha de atribuirse a este contrato y desde una perspectiva legislativa tampoco existe una definición clara de lo que ha de entenderse por contrato de dirección.

El art. 31.1 del R.D. 291/1992 configura a las entidades directoras sobre la base de que hayan recibido un mandato específico del emisor u oferente para preparar y dirigir la emisión. En efecto, el tenor literal de este apartado es el siguiente: “a los efectos del presente Real Decreto tendrá la consideración de entidad directora aquélla a la que el emisor o el oferente, haya otorgado mandato para preparar la colocación de valores y organizar todas las operaciones necesarias de la forma más adecuada para el cumplimiento de los objetivos marcados por el emisor u oferente”.<sup>(94)</sup> Lo cierto es que este precepto no resulta especialmente útil debido, sobre todo, a la generalidad de los términos empleados<sup>(95)</sup>. A esto se une el hecho de que el reformado art. 63 de la L.M.V.—al igual que el antiguo art. 71 de esta norma—no contiene mención alguna de las actividades de preparación y dirección de emisiones u ofertas públicas. Por ello, en principio, no existirá inconveniente alguno para que pueda desempeñar el papel de directora una entidad no enumerada en los arts. 64 y 65 L.M.V., siempre que no lleve a cabo también actividades de colocación y/o aseguramiento<sup>(96)</sup>.

<sup>(94)</sup> También el antiguo art. 18.3 —actual art. 20.3— R.D. 291/1992 introduce referencias relativas a las entidades directoras, aunque sin llegar a constituir una regulación completa de dicha actividad. Y la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos, en el Anexo A, epígrafe II.12.2, reitera lo establecido en el art. 20 R.D. 291/1992 con dos añadidos: a) han de figurar en el folleto los datos identificativos de la entidad directora y de su representante. b) Se añade la expresión: “tal declaración no se referirá a los datos objeto de la auditoría de cuentas, ni a los estados financieros intermedios o anuales pendientes de auditoría”. El art. 34 R.D., relativo a las normas de conducta, incluye las actividades de preparación y diseño, de la emisión u OPV, al indicar que “la preparación, diseño, lanzamiento, colocación y demás actividades relativas a emisiones u OPVs de valores quedan sujetas a las normas de conducta contenidas en el título VII de la Ley del Mercado de Valores y en las disposiciones que lo desarrollen”. Por tanto, son aplicables a la entidad directora, lo mismo que a la colocadora, las obligaciones contenidas en los arts. 79 a 83 L.M.V. y en el R.D. 629/93, sobre normas de conducta. En general sobre la normativa aplicable vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 27 y sigs.

<sup>(95)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., pág. 894.

<sup>(96)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., pág. 894 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 29 y 30, quien considera que se trata de una omisión probablemente fundada en que el legislador consideró que se trata de una actividad comprendida en el ámbito de la colocación de valores.

La actividad de una entidad que únicamente es directora se ciñe, por tanto, al estudio de las posibilidades de realización de la emisión u OPV a la vista de la situación económica y financiera de la empresa y de las condiciones del mercado y una vez organizada la operación constituye el sindicato de colocación —del que puede no llegar a formar parte—, con lo que suele finalizar su actividad —aunque también puede continuar administrando el sindicato—. Además, esta entidad —o, en su caso, la coordinadora— tiene la obligación legal de comprobar la veracidad e integridad de las informaciones y manifestaciones recogidas en el folleto informativo, a fin de garantizar al inversor la calidad y suficiencia de la información y que la misma no contradice, altera u omite hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor (art. 31.2 del R.D. 291/1992).

Así las cosas, no es tarea fácil determinar cuál es la naturaleza jurídica del contrato que se concluye entre entidad directora y emisor u oferente. En opinión de una parte de la doctrina constituye un mandato; en concreto, una comisión mercantil <sup>(97)</sup>. Lo que parece evidente es que esta actividad va más allá de la actividad de asesoramiento regulada en el nuevo art. 63.2.d) y f) L.M.V., entre las actividades complementarias <sup>(98)</sup>. En opinión de otros, esta relación se asemeja más a un arrendamiento de servicios que a un contrato de colaboración, ya que el contenido de este contrato se centra exclusivamente en el asesoramiento jurídico, especialmente en el asesoramiento técnico-económico. Por tanto, no existe una actividad de promoción, limitándose la labor de dirección a la realización de determinadas actividades materiales, de carácter no representativo —aunque en interés del oferente— y sin perfección de sucesivos negocios jurídicos por cuenta del oferente <sup>(99)</sup>.

Lo cierto es que una gran parte de las actividades que realiza una entidad directora parecen más propias de un contrato de arrendamiento de servicios que de una comisión. Este es el caso, por ejemplo, durante la fase de prepara-

---

<sup>(97)</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Deberes de la entidad directora”, cit., págs. 896 y 937; PALÁ LAGUNA, R., cit., págs. 135 y 136 y ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 621. Por su parte, VEGA PÉREZ (*Derecho del Mercado Financiero*, t. II, vol. 2, cit., pág. 32) refiriéndose en concreto a los bancos, como entidades intermediarias, considera que “*aquí el banco actúa como un mandatario especial y su relación con el cliente se aproxima al contrato de agencia, por lo que en el lenguaje bancario se le conoce bajo la denominación de Banco Agente*”. En nuestra opinión, si bien se pueden plantear dudas en torno a si estamos o no ante un contrato de comisión, parece difícil ver reflejada en esta actividad el objeto típico de un contrato de agencia tal como lo hemos venido definiendo en este trabajo.

<sup>(98)</sup> Vid. ZUNZUNEGUI, F., cit., pág. 623, si bien refiriéndose al antiguo art. 77 de la L.M.V. Con relación a este precepto cabe señalar que la nueva redacción del art. 63.2 en materia de asesoramiento es notablemente más extensa.

<sup>(99)</sup> Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 22 y 23.

ción de la emisión, de las actividades de determinación de la naturaleza de los valores, la cuantía de la emisión o bien, ya como actividades de dirección, de la preparación y revisión del folleto informativo, o de la actuación como interlocutor con las autoridades u organismos de supervisión, etc. Sin embargo, junto a estas actividades, en principio de carácter material, la entidad directora también puede realizar otras que poseen un contenido jurídico: por ejemplo la conclusión de contratos, en nombre y por cuenta del emisor, con las entidades colocadoras para formar el sindicato de colocación <sup>(100)</sup>, o bien la puesta en marcha de determinadas iniciativas relativas a la publicidad de los valores, etc., lo cual nos lleva a pensar que estamos más bien ante un contrato de colaboración.

En definitiva, la calificación jurídica de este contrato dependerá del contenido concreto de la actividad de la entidad directora: si el elemento predominante del encargo consiste en la gestión de negocios por cuenta del oferente o emisor, entonces probablemente se tratará de contrato de comisión, mientras que, por el contrario, si el encargo que se le ha conferido se resume —siquiera predominantemente— en la realización de actos materiales, la calificación más adecuada será la de contrato de arrendamiento de servicios <sup>(101)</sup>. Aunque tampo-

---

<sup>(100)</sup> Sin embargo, hay quien considera que esta concreta actividad forma parte integrante de las relaciones jurídicas de colocación de valores. Y en el supuesto de que la citada entidad solamente contribuyera a formar el sindicato de colocación entre oferente y colocadores, pero sin participar en dicho contrato, considera que estaríamos ante una mediación mercantil (vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección...*, cit., págs. 22 y sigs.). Sin embargo, hemos de disentir de esta última opinión ya que el contrato de corretaje o mediación mercantil tiene por objeto promover la realización de un determinado negocio, pero no es el corredor quien lo concluye, sino que simplemente aproxima a las partes.

<sup>(101)</sup> En último término, la problemática se traslada a la ya existente sobre la diferenciación entre la prestación de servicios realizada en el mandato —y en general en los contratos de colaboración— y en el arrendamiento de servicios. Como sabemos, la idea de actuación por cuenta ajena —*tua res agitur*— es esencial y definitoria en los contratos de colaboración. Pero esta actuación por cuenta ajena del agente no se reduce a un mera actividad material —como ocurre en los arrendamientos de servicios y obra—. En esta última modalidad de contratos —a diferencia de los de gestión— las decisiones volitivas que adopte el trabajador no influyen en el resultado final, pues se trata de disposiciones de carácter fundamentalmente técnico, en definitiva, la adopción de decisiones no afecta a la disposición de los intereses ajenos, ni adoptan —como el agente o comisionista— las medidas pertinentes para que aquellos intereses se realicen. Mientras que el comisionista sí realiza una actividad jurídica, en la medida que la misma va unida a un poder jurídico que permite formular declaraciones de voluntad por cuenta o encargo del mandante. De esta opinión son, entre otros, GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Libro Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, cit., pág. 2830; ídem, “El contrato mercantil de servicios”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Coruña*, nº 1, 1997, págs. 297 y 299 y sigs.; PALA BERDEJO, F., “La naturaleza jurídica de la comisión”,

co falta quien atribuye a este contrato una naturaleza mixta ambas figuras contractuales <sup>(102)</sup>.

## V. BIBLIOGRAFÍA

ABBADESSA, P., “Diffusione dell’informazione e doveri di informazione dell’intermediario”, B.B.T.C., 45 (1982), págs. 305 y sigs.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, Jaime, “Los sujetos del mercado”, en *El nuevo Mercado de Valores*, edita Consejo General del Notariado, Madrid, 1995, págs. 31 a 50.

ALBELLA AMIGO, Sebastián, “Ámbito material y reglas de aplicación territorial. Comentario al artículo 3”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, págs. 59 a 71.

ALFANDARI, Elie, *Droit des Affaires*, Litec, París, 1993.

ALONSO DE ESPINOSA, Francisco José, *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Bosch, Barcelona, 1994.

— “Algunas cuestiones sobre el contrato de comisión mercantil”, en Cuadernos de Derecho Judicial, nº monográfico sobre *Contratos de Gestión*, edita Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1995, págs. 135 a 155.

ALPA., G., “L’informazione del risparmiatore”, B.B.T.C., 53 (1990), págs. 482 y sigs.

---

R.D.P., 416 (1951), págs. 905 y sigs.; GARCÍA VALDECASAS Y GARCÍA VALDECASAS, G., “La esencia del mandato”, R.D.P., 331 (1944), pág. 770; DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M., “La revocación del mandato y del poder”, A.A.M.N., t. IV, 1948, pág. 565 y CAPILLA RONCERO, F., voz “arrendamiento de servicios”, AA.VV., *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, 1995, pág. 575.

(102) Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección*, pág. 24, quien concluye que “si se acepta que la dirección de una OPV o emisión (concepto amplio) incluye también las actividades de representación de la entidad oferente ante terceros, especialmente con vistas a la perfección del contrato de colocación de valores y su correspondiente sindicato, se trataría de un contrato específico de naturaleza mixta de prestación de servicios y comisión o mediación mercantil, según los casos” VALENZUELA GARACH, F.I., C.D. y Com., 28 (1999), pág. 204.

ANGULO RODRÍGUEZ, Luis de, “El contrato de comisión”, en AA.VV.: *Derecho mercantil*, t. II: *Títulos-valores. Obligaciones y contratos mercantiles. Derecho concursal mercantil. Derecho de la Navegación*, coord. Guillermo J. Jiménez Sánchez, 5ª edición, Ariel, Barcelona, 1999, págs. 257 a 270.

ANKELE, Jörg, *Handelsvertreterrecht. Kommentar*, Luchterhand, Berlín, 1997.

ARRANZ PUMAR, Gregorio, “Proyecto de Real Decreto sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (noticia)”, D.N., 89 (1998), págs. 78 a 83.

AURIOLES MARTÍN, Adolfo, “Contratos bancarios de gestión (I)”, en AA.VV.: *Derecho mercantil*, t. II: *Títulos-valores. Obligaciones y contratos mercantiles. Derecho concursal mercantil. Derecho de la Navegación*, coord. Guillermo J. Jiménez Sánchez, 4ª edición, Ariel, Barcelona, 1997, págs. 467 a 479.

BACCARANI, Claudio, “I caratteri, le forme e il divenire dell’impresa commerciale”, en AA.VV., *Imprese commerciali e sistema distributivo. Una visione economico-manageriale*, a cura di Claudio Baccarani, G. Giappichelli, Turín, 1993, págs. 5 a 56.

BALDASSARI, Augusto, *Il contratto di agenzia*, Giuffrè, Milán, 1992.

BALDI, Roberto, *El Derecho de la distribución comercial en la Europa comunitaria*, traducción de Luis Azzadi y J. Leal, Edersa, Madrid, 1988.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto, “Comentario a la sentencia del T.S. de 8 de noviembre de 1995: contrato de concesión o distribución en exclusiva: distinción del contrato de agencia, resolución por incumplimiento, contrato de adhesión”, C.C.J.C., abril/agosto, 1996, págs. 525 a 537.

BERTOZZI, Paolo, “La rivoluzione francese del commercio spagnolo”, *Rivista di Economia e Politica Commerciale*, nº monográfico: *La distribuzione in Europa*, nº 47, 1993 (Centro di Studi sul Commercio dell’Università Bocconi), Cescom, Milán, págs. 131 a 165.

BORTOLOTTI, Fabio, “La nuova legislazione sul contratto di agenzia: prima considerazione sul decreto nº 303 del 10 settembre 1991”, en *I Contratti della Distribuzione Commerciale. La disciplina comunitaria, L’ordinamento interno*, Egea, Milán, 1993, págs. 359 a 401.

BROSETA PONT, Manuel, “Introducción sobre algunos problemas y deficiencias del mercado español de valores mobiliarios”, en *Estudios de Derecho Bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*, Tecnos, Madrid, 1971.

— *Manual de Derecho mercantil*, 10ª edición, Tecnos, Madrid, 1994.

BUSSANI, Mauro y CENDON, Paolo, *I contratti nuovi. Casi e materiali di dottrina e giurisprudenza. Leasing, factoring, franchising*, Giuffrè, Milán, 1989.

CACHÓN BLANCO, José Enrique, “Reflexiones generales sobre los sistemas de contratación en las Bolsas de Valores”, *Actualidad Mercado Financiero*, nº 4, 1991, págs. 143 a 158.

— *El Derecho del Mercado de Valores*, t. II, Dykinson, Madrid, 1993.

— “Las relaciones jurídicas de asesoramiento del mercado de valores. Especial referencia al contrato de asesoramiento del mercado de valores”, C.D. y Com., 13 (1994), págs. 101 a 149.

— “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos”, R.D.B.B. 55 (1994), págs. 635 a 685.

— “Contratos de gestión en los mercados de valores” en Cuadernos de Derecho Judicial, nº monográfico sobre *Contratos de Gestión*, edita Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1995, págs. 267 a 344.

— *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de valores*, Dykinson, Madrid, 1996.

CAGNASSO, Oreste, “Concessione di vendita”, en CAGNASSO, Oreste/IRRERA, Maurizio: *Concessione di vendita, merchandising, catering*, Giuffrè, Milán, 1993, págs. 3 a 107.

CANARIS, Claus-Wilhelm, *Handelsrecht*, 22ª edición, C.H. Beck, Munich, 1995.

CAPILLA RONCERO, F., voz “arrendamiento de servicios”, AA.VV., *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, 1995, pág. 575.

CAPO, Giovanni, “Il contratto d’agenzia”, en AA.VV., *Contratti d’impresa*, t. I, Giuffrè, Milán, 1993, págs. 919 a 1050.

DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, Manuel, “La revocación del mandato y del poder”, A.A.M.N., t. IV, 1948, págs. 551 a 668.

DELLI PRISCOLI, Lorenzo, “I contratti di distribuzione come categoria unitaria”, Giur. Comm., 1994, 2ª parte, págs. 787 a 810.

DOMINEDÒ, F.M., “Il «remisier» di borsa e la teoria dell’agente di commercio”, Banca Borsa e Titoli di Credito, 1934, I, págs. 223 y sigs.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio, “Los contratos de distribución: agencia mercantil y concesión comercial”, en AA.VV., *Contratos internacionales*, directores: Alfonso L. Calvo Caravaca y Luis Fernández de la Gándara, Coordinadora: Pilar Blanco-Morales Limones, Tecnos, Madrid, 1997, págs. 1275 a 1384.

ECHEBARRÍA SÁENZ, Joseba A., *El contrato de franquicia. Definición y conflictos en las relaciones internas*, McGraw-Hill, Madrid, 1995.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis, voz “Contrato de agencia”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, Madrid, 1995, págs. 1569 a 1573 (cit. *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I).

FERNÁNDEZ-ARRESTO, Juan y DE CARLOS BERTRÁN, Luis, *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1992.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro, “Entidades colocadoras y comercializadoras. Comentario al art. 30”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, págs. 835 a 885.

— “Deberes de la entidad directora. Comentario al art. 31”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, págs. 887 a 941.

— *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo*, Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 2, Madrid, 1995.

GALGANO, Francesco, “Introduzione”, en *I contratti della distribuzione commerciale*, Egea, Milán, 1993, págs. 3 a 5.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis, “La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Civitas, Madrid, 1996, págs. 2816 a 2868.

— “El contrato mercantil de servicios”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Coruña*, 1 (1997), págs. 291 a 335.

GARCÍA VALDECASAS Y GARCÍA VALDECASAS, Guillermo, “La esencia del mandato”, R.D.P., 331 (1944), págs. 769 a 776.

GARRIDO, José M<sup>a</sup>, *Las instrucciones en el contrato de comisión*, Civitas, Madrid, 1995.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín, *Tratado de Derecho mercantil*, t. III, vol. I: *Obligaciones y contratos mercantiles*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1964.

— *Contratos bancarios*, 2<sup>a</sup> edición, revisada, corregida y puesta al día por Sebastián Moll, Imprenta Aguirre, Madrid, 1975.

GHEZZI, Giorgio, “Del contratto di agenzia”, en *Commentario del Codice Civile*, a cargo de Antonio Scioloja y Giuseppe Branca, Nicola Zanichelli Editore, Bolonia, 1970.

HOPT, Klaus J., *Handelsvertreterrecht*, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, Munich, 1992.

HOUIN, Roger y RODIÈRE, René, *Droit commercial*, t. I, 9ª edición por Dominique LEGEAIS, Sirey, París, 1993.

IGLESIAS PRADA, Juan Luis, "Notas para el estudio del contrato de concesión comercial", en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje a Rodrigo Uría*, Civitas, Madrid, 1978, págs. 251 a 281.

JAUFFRET, Alfred, *Manuel droit commercial*, 20ª edición por Jacques Mestre, L.G.D.J., París, 1991.

KÜSTNER, Wolfram y MANTEUFFEL, Kurt, *Handbuch des gesamten Außendienstrechts*, vol. I: *Das Recht del Handelsvertreeters*, 2ª edición, Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 1992.

LACRUZ BERDEJO, J.L./ SANCHO REBULLIDA, F.A./ LUNA SERRANO, A./ DELGADO ECHEVERRIA, J./ RIVERO HERNÁNDEZ, F./ RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, t. II: *Derecho de obligaciones*, vol. 1º: *Parte General. Teoría general del contrato*, 3ª edición, Bosch, Barcelona, 1994.

LÓPEZ FRIAS, Ana, *Los contratos conexos. estudio de supuestos concretos y ensayo de una construcción doctrinal*", Bosch, Barcelona, 1994.

LORDI, A., "Sulla figura giuridica del «remisier» di borsa", *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1950, II, págs. 122 y sigs.

LLOBREGAT HURTADO, Mª Luisa, *El contrato de agencia mercantil*, Bosch, Barcelona, 1994.

MARTIN, L.M., *Banques et Bourses*, en Juglart, M. e Ippolito, B., *Traite de Droit Commercial*, Montchrestien, París, 1991.

MARTÍNEZ SANZ, Fernando, *La indemnización de clientela en los contratos de agencia y concesión*, Civitas, Madrid, 1995.

MAZZA, Manuela, "Le prestazioni accesorie dell'agente di commercio", *Contratti e impresa*, nº 3, 1989, págs. 854 a 865.

NIETO CAROL, Ubaldo, *El Mercado de Valores. Organización y Funcionamiento*, Civitas, Madrid, 1993.

PALA BERDEJO, Francisco, "La naturaleza jurídica de la comisión", *R.D.P.*, 416 (1951), págs. 905 a 920.

PALÁ LAGUNA, Reyes, *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Madrid, 1997.

PEINADO GRACIA, José Ignacio, "Pactos de garantía en contratos de colaboración", *C.D. y Com.*, 18 (1995), págs. 167 a 211.

PINTO MONTEIRO, António, *Contrato de Agência. Antaçoão ao Decreto-lei nº 178/86, de 3 de Julho*, Livraria Almedina, Coimbra, 1993.

PUENTE MUÑOZ, Teresa, *El contrato de concesión mercantil*, Montecorvo, Madrid, 1976.

QUINTÁNS EIRAS, M<sup>a</sup> Rocío, “Problemas suscitados en la dogmática del contrato de corretaje, con ocasión de la promulgación de la Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia”, en C.D. y Com., 20 (1996), págs. 89 a 145.

— “Intermediación bursátil y ámbito de aplicación de la Ley de Contrato de Agencia”, en R.D.B.B., 65 (1997), págs. 9 a 74.

RAGEL SÁNCHEZ, Luis Felipe, “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de septiembre de 1989”, C.C.J.C., 21 (1989), págs. 853 a 865.

ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, Juan Antonio, “La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España”, R.D.B.B., 37 (1990), págs. 107 a 136.

RUBIO DE CASAS, María Gracia, “Otros contenidos especiales del folleto. Comentario al art. 18”, AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil y Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1995, págs. 389 a 427.

RUOPPOLO, G., “Il contratto di «remise»”, Banca Borsa e Titoli di Credito, 1970, I, págs. 33 y sigs.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, “En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español”, R.D.M., 155 (1980), págs. 7 a 68.

SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. II: *Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo*, 2<sup>a</sup> edición, Edersa, Madrid, 1999.

— “La normativa del contrato de agencia mercantil”, en *I Congreso Nacional de Agentes Comerciales de España*, Madrid, 1985, págs. 3 a 20.

SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, Juan, “Las ofertas públicas de venta de acciones”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II: *Operaciones Bancarias de gestión. Garantías. Operaciones bursátiles*, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, págs. 679 a 729.

— “Las ofertas públicas de venta de acciones”, en AA.VV., *Derecho de las sociedades anónimas*, t. II: *Capital y acciones*, vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, págs. 1255 a 1329.

SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La responsabilidad de las entidades de crédito en su actuación profesional”, R.D.B.B., 38 (1990), págs. 318 a 342.

SANTINI, Gerardo, *El comercio. Ensayo de economía del Derecho*, traducción de Juana Bignozzi, Ariel, Barcelona, 1988.

SANTORO, Giuseppe, “Requisiti del contratto di agenzia”, en *Giurisprudenza Sistemática di Diritto Civile e Commerciale*, fundada da Walter Bigiavi, t. I, 2ª edición, Utet, Turín, 1993, págs. 133 a 153.

SARACINI, Eugenio y TOFFOLETTO, Franco, *Il contratto d'agenzia*, 2ª edición, Giuffrè, Milán, 1996.

SCHLESINGER, Pietro, “Mercato dei valori mobiliari e intermediazione finanziaria”, en *Il Mercato dei valori mobiliari*, en homenaje a Vittorio Afferni, Giuffrè, Milán, 1991, pág. 205.

SCHRÖDER, Georg, “Recht der Handelsvertreter”, en *Schlegelberger HGB Kommentar*, Verlag Franz Vahlen, 5ª edición, t. II, Munich, 1973.

SORDELLI, Luigi, “I contratti di distribuzione: descrizione dei fenomeni e problemi concorrenziali”, Riv. Dir. Ind., 1973, I, págs. 365 a 394.

SORIA FERRANDO, José V., *El agente de comercio. (La Directiva de 18 de diciembre y su incorporación al Derecho español: La Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, “Los contratos bancarios de depósito, administración y gestión de valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II: *Operaciones Bancarias de gestión. Garantías. Operaciones bursátiles*, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, págs. 107 a 155.

— “Emisiones y ofertas públicas de venta de valores. (Una visión panorámica del Régimen Jurídico del Mercado Primario de Valores)”, en AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores*, Consejo General del Notariado, Madrid, 1995, págs. 51 a 79.

— *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancario y Bursátil, Madrid, 1995.

— “Disposiciones generales y condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión”, Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y bursátil, nº 4, número monográfico sobre: *La reforma del Mercado de Valores*, coordinado por Alberto Javier Tapia Hermida y Juan Sánchez-Calero Guilarte, 1996, págs. 73 a 136.

— “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, R.D.B.B., 63 (1996), págs. 561 a 607.

TAPIA HERMIDA, Alberto y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, “La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario”, R.D.B.B., 44 (1991), pág. 967 a 1007.

THIEFFRY, Jean, “La distribution des produits à l'étranger”, R.T.D.C., t. XXXVIII, 1985, págs. 725 a 736.

TOURNEAU, Philippe, *La Concession commerciale exclusive*, Economica, París, 1994.

TRIONI, Guido, *Il contratto di agenzia*, Cedam, Padua, 1994.

UMBRIGHT, Robert P. y GREYER, Felix, “Handelsvertreterrecht in der Schweiz”, en Friedrich Graf von Westphalen, *Handbuch des Handelsvertreterrechts in EU-Staaten und der Schweiz*, dir. Otto Schmidt, Köln, 1995, págs. 1015 a 1100.

VACCÁ, Cesare, “La distribuzione commerciale nel disegno legislativo comunitario: lacune e linee di tendenza”, en *I Contratti della Distribuzione Commerciale. La disciplina comunitaria, L'ordinamento interno*, Egea, Milán, 1993, págs. 9 a 68.

VALENZUELA GARACH, Fernando, “Notas sobre la «difusión» en la distribución pública de emisiones de valores”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, La Ley, 1994, págs. 2673 a 2704.

— “La extinción del contrato de agencia en la Ley 12/1992, de 27 de mayo”, D.N., 37 (1993), págs. 1 a 9.

VALENZUELA GARACH, Francisco Javier, “La comisión bancaria en las emisiones y ofertas públicas de venta de valores”, C.D. y Com., 28 (1999), págs. 165 a 214.

VEGA PÉREZ, Félix, “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en AA.VV., *Contratos bancarios*, dirigido por R. García Villaverde, Civitas, Madrid, 1992, págs. 541 a 568.

— “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero*, t. II: *Operaciones Bancarias de gestión. Garantías. Operaciones bursátiles*, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Madrid, 1994, págs. 8 a 37.

VÉRGEZ, Mercedes, “Reflexiones en torno al contenido y características de la prestación del agente”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Civitas, Madrid, 1996, págs. 3053 a 3074.

VICENT CHULIÁ, Francisco, *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. II: *Contratos. Títulos valores. Derecho concursal*, 3ª edición, Bosch, Barcelona, 1990.

— Voz “Comisión mercantil”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Civitas, Madrid, 1995, págs. 1134 a 1139.

VIRASSAMY, Georges J., *Les contrats de dépendance. Essai sur les activités professionnelles exercées une dépendance économique*, L.G.D.J., París, 1986.

WESTPHAL, Bernd, “Handelsvertreterrecht in Deutschland”, en Friedrich Graf von Westphalen, *Handbuch des Handelsvertreterrechts in EU-Staaten und der Schweiz*, dir. Otto Schmidt, Köln, 1995, págs. 145 a 324.

ZUNZUNEGUI, Fernando, *Derecho del Mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997.

---

# **JURISPRUDENCIA**

---

# RESPONSABILIDAD CIVIL SUBSIDIARIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR ACTOS DELICTIVOS DE SUS EMPLEADOS

*[Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de abril de 1998] (\*)*

*Ponente: Excmo. Sr. D. Eduardo Móner Muñoz*

LUIS RODRÍGUEZ RAMOS

*Catedrático de Derecho Penal y Abogado*

JOAQUÍN RODRÍGUEZ MIGUEL RAMOS

*Abogado*

## FUNDAMENTOS DE DERECHO

III.—Recurso del responsable civil subsidiario Banco P., S.A.

**Tercero.**—El inicial motivo de impugnación, se formula por infracción de precepto constitucional al amparo del artículo 5.4 de la Ley Orgánica del Poder Judicial, por cuanto la sentencia recurrida vulnera el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva

va consagrado por el artículo 24.1 de la Constitución española, en relación con los motivos que la Ley de Enjuiciamiento Criminal, denomina quebrantamiento de forma por falta de expresión clara y terminante de los hechos que se declaran probados y no resolución de los puntos esenciales del artículo 851.1.º y 3.º de la Ley Procesal Penal. **Sostiene el recurrente que una sentencia dictada tras conformidad del acusado penalmente, no autoriza a que las cuestiones**

---

(\*) Revista General de Derecho nº 651 (1998), pp. 14.392-14.397.

**planteadas por los acusados responsables civiles sean absolutamente ignoradas en el relato de los hechos que se declaran probados, como tampoco que se omita toda consideración de puntos esenciales de su pretensión en los Fundamentos de Derecho de tal resolución, vulnerándose el derecho fundamental a la tutela judicial efectiva, que exige la expresa sustanciación de esas cuestiones.**

Con prioridad, hay que resaltar que la exigencia del artículo 142 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, exige que se consignen en los antiguos Resultandos, los hechos que estuvieren enlazados con las cuestiones que hayan de resolverse en el fallo, haciendo declaración expresa y terminantemente de los que estimen probados. Por tanto, no existe obligación legal de consignar tales cuestiones en los hechos declarados probados, sino solamente, los que el Tribunal aprecie como tales, a tenor del artículo 741 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, y según el resultado de las pruebas practicadas en el Juicio oral.

Esta Sala tiene declarado que el derecho a la tutela judicial efectiva, que consagra el artículo 24.1ª de la Constitución española, y según su principal intérprete, tiene un complejo contenido que incluye entre otros, la libertad de acceso a Jueces y Tribunales, el derecho a obtener una resolución de éstos, y que la misma se cumpla —Tribunal Constitucional, sentencias 23/1983 y 89/1985. Pero tal derecho se satisface siempre que el órgano judicial competente haya resuelto razonadamente sobre las pretensiones deducidas en el proceso, incluso si se declara la inadmisión de la acción o recurso instado, en aplicación, así mismo fundada en derecho, de una causa legal de inadmisión. Mas tal derecho no comprende el de obtener una decisión acorde con las pretensiones formuladas, sino el derecho a que se dicte una resolución justa, siempre que se cumplan los requisitos procesales para ello, lo que no implica el éxito de las pretensiones, consistiendo, en consecuencia, en la obtención de una resolución

de fondo, razonada y razonable —Tribunal Supremo, sentencia de 3 de octubre de 1977, entre otras.

**Las censuras que se efectúan al pacto previo de conformidad como se denomina en el recurso no tienen consistencia, ya que el instituto de la conformidad es regulado por la Ley Procesal tanto para el procedimiento ordinario como para el abreviado, al que pueden acudir las partes. Ahora bien, como dicha conformidad fue exclusivamente efectuada por el acusado, el plenario continuó normalmente respecto a la responsabilidad civil, dado que los responsables civiles subsidiarios, mantuvieron su petición de absolución.**

**Cuarto.—Al amparo del número 2.º del artículo 849 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se alega en el segundo motivo de impugnación error en la apreciación de la prueba, basado en documentos que obran en autos que demuestran la equivocación del juzgador, sin resultar contradichos por otros elementos probatorios. El motivo se argumenta sobre la base de que aquéllos acreditan unas particulares relaciones de “complicidad y coincidencia entre acusado y querellantes”, como medio de eliminación de sus deberes de vigilancia y control.**

Como señala el Fundamento Jurídico cuarto de la sentencia, el acusado era Director de las oficinas del Banco recurrente, y su actuación estaba enmarcada dentro de las facultades de su cargo, si bien abusó del mismo, por lo que existe relación entre la actividad del acusado y el Banco, y precisamente de tal relación surge la responsabilidad civil de este último sin que el Banco detectara las irregularidades existentes en las operaciones bancarias con los acusados. El hecho relevante es la entrega del dinero por los perjudicados y su apropiación por un empleado que desempeñaba, como se ha dicho, funciones de Director de la Sucursal de la Entidad bancaria, y que en las operaciones que realizaba facilitaba documentos bancarios sellados y firmados por el Director.

Aludir a la necesaria consideración en la conducta de los señores C. de los criterios de culpa *in eligendo* o *in vigilando* de la doctrina de esta Sala, no puede acogerse, pues obviamente los responsables civiles subsidiarios son el recurrente y el Banco N., y por tanto, son a éstos a los que hay que aplicar tal doctrina y no a aquéllos.

**Quinto.**—El tercer motivo de impugnación se formula al amparo del número 1.º del artículo 849 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, aduciéndose **indebida aplicación del artículo 22 del Código Penal**, argumentándose que la responsabilidad civil subsidiaria no puede aplicarse de forma objetiva por tener el acusado la condición de empleado o dependiente de la entidad bancaria, cuando la conducta del mismo es ajena a sus cometidos propios, y siendo imposible a dicha entidad controlar la situación por la falta de registro contable de las operaciones que el acusado realizaba, sustentando dicha afirmación en que la actuación de este último fue unilateral y en todo momento fue un banco paralelo.

La sentencia recurrida, como ya se ha expresado con anterioridad, descarta toda relación extrabancaria entre el acusado y los señores C., en base a la prueba practicada, que se desprende la forma como se llevó a cabo la documentación de las operaciones practicadas, ya que los señores C., perseguían inversiones financieras, efectuadas y controladas por las entidades bancarias y lo hacían por medio del acusado como director de las respectivas oficinas, y el hecho de que el acusado cambiara de Banco, no significaba otra cosa sino que los perjudicados habían adquirido confianza con aquél, y que las inversiones, en principio, estaban bien gestionadas.

Lo que ocurrió es que las entidades bancarias no controlaron debidamente la actuación de su empleado, lo que permitió la comisión del delito por el que fue condenado. No se puede admitir como causa de exculpación de aquéllas, el que las entre-

gas de dinero se efectuaban fuera de las entidades bancarias, pues quien lo percibía era el Director de la sucursal de las mismas, lo que verificaría así, dada la importancia de dichas sumas de dinero, y el volumen de las inversiones que realizaban. El motivo pues, debe rechazarse.

**Sexto.**—Por infracción de ley, al amparo del número 1.º del artículo 849 de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se alega en el cuarto motivo de impugnación, **infracción por indebida aplicación del artículo 114 del nuevo Código Penal, o el artículo 117 del Código Penal**, o el artículo 117 del Código Penal de 1973, en relación con el artículo 1.103 del Código Civil, ya que la conducta de los señores C., contribuyó o favoreció a la producción del daño ocurrido, debiendo reducirse o moderarse el *quantum* indemnizatorio al acusado en un 50 por ciento.

El contenido de esta norma carece de precedentes en el Derecho penal español. Sin embargo, la novedad de la misma es prácticamente casi nula, ya que se limita a consagrar legislativamente la reiterada doctrina de esta Sala sobre la denominada “compensación de culpas”, que consiste en establecer la proporción en que cada una de las conductas concurrentes han contribuido a la realización del resultado, teniendo en cuenta, sobre todo, la entidad de las respectivas imprudencias y la peligrosidad de cada acción u omisión, de modo que, se reparta la cifra indemnizatoria total conforme a dicha proporción, lo que en definitiva supone una rebaja de tal suma en relación con la participación que en los hechos debe atribuirse al perjudicado — Tribunal Supremo, sentencias de 19 de junio de 1989, 9 de marzo y 5 de noviembre de 1990, 20 de febrero de 1993 y 8 de junio de 1995.

En los delitos culposos se da el ámbito más frecuente de la contribución de la víctima al resultado. **Muy diferente es el problema de la valoración de la conducta de la víctima cuando se trata de delitos dolosos. A partir de 1995, la regla del artículo 114**

**del Código Penal, en principio no excluye de su ámbito a los delitos dolosos, en los cuales tradicionalmente no se había ni siquiera sugerido el debate sobre eventual compensación de culpas. Sin embargo, ello es posible, al no efectuarse limitación alguna, en el precepto mencionado.**

El Fundamento de Derecho tercero de la sentencia de instancia, analiza la aplicación del principio de compensación de culpas, aunque la rechaza, dado que las operaciones que los señores C. realizaban con el acusado se asentaban en un principio de confianza en

la actuación del acusado Director de una Sucursal y desarrollada con normalidad por éste. Los perjudicados confiaron plenamente en el condenado, gestionándole sus inversiones, de la forma más beneficiosa, y de acuerdo con las facultades que le había atribuido el Banco al nombrarle para tal cargo de dirección, sin que le exigieran que actuara contraviniendo las normas bancarias, sino conforme a las instrucciones recibidas. **No puede, pues, efectuarse compensación alguna, al no quedar acreditada negligencia por parte de las víctimas.** El motivo, pues debe rechazarse.

## COMENTARIO

---

### SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. LOS DERECHOS DEL RESPONSABLE CIVIL SUBSIDIARIO EN EL PROCEDIMIENTO PENAL.
  - III. EL FUNDAMENTO Y LOS PRESUPUESTOS DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL SUBSIDIARIA.
  - IV. LA COMPENSACIÓN DE CULPAS.
  - V. CONCLUSIONES.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

La sentencia objeto del presente comentario se ocupa de un supuesto en que el Director de Sucursal de una entidad bancaria recibió, fuera del establecimiento, importantes sumas de dinero contra recibos (presumiblemente no mecanizados) con el sello de la entidad y su firma, para gestionar las mismas en inversiones (presumiblemente ajenas de todo punto a la entidad bancaria) de la

forma más beneficiosa. Llegada la fecha del vencimiento de las inversiones, el Director de la Sucursal no reintegró las cantidades pactadas. La Audiencia Provincial de Barcelona había dictado sentencia condenando al Director de la Sucursal como autor de un delito de falsedad documental y de otro de estafa, así como al pago de la cantidad correspondiente a la defraudación en concepto de responsable civil directo, y declarando a la entidad bancaria responsable civil subsidiario.

El presente comentario se circunscribe a los problemas de responsabilidad civil subsidiaria, haciendo referencia a la posición del responsable civil subsidiario en el procedimiento penal, al fundamento y a los presupuestos de dicha responsabilidad, y a la llamada compensación o concurrencia de culpas.

## II. LOS DERECHOS DEL RESPONSABLE CIVIL SUBSIDIARIO EN EL PROCEDIMIENTO PENAL

El primero de los motivos del recurso de casación del responsable civil subsidiario, Banco P., S.A., denuncia la vulneración del derecho a la tutela judicial efectiva consagrado en el artículo 24 de la Constitución, por entender el recurrente que una sentencia dictada tras conformidad del acusado penalmente (entiéndase responsable criminal y civil principal), no autoriza a que las cuestiones planteadas por los acusados responsables civiles subsidiarios sean absolutamente ignoradas en el relato de los hechos que se declaran probados. En puridad, la cuestión que se plantea es la de los derechos del responsable civil subsidiario en el proceso penal, concretamente si los mismos se limitan a la responsabilidad civil o, por el contrario, se extienden a cuestiones relacionadas con la responsabilidad criminal, incluso en el caso de la conformidad del acusado responsable criminal. Pues bien, la sentencia dice al respecto que “las censuras que se efectúan al pacto previo de conformidad, como se denomina en el recurso, no tienen consistencia, ya que el instituto de la conformidad es regulado por la Ley Procesal tanto para el procedimiento ordinario como para el abreviado”. De esta forma, aun cuando no lo haga en una forma muy explícita, la sentencia que se comenta viene a restringir la actuación del responsable civil subsidiario al campo de la responsabilidad civil, y no le reconoce legitimidad para discutir cuestiones relacionadas con la responsabilidad criminal. La sentencia se enmarca así dentro de una consolidada línea jurisprudencial, tanto de la Sala II del Tribunal Supremo cuanto del Tribunal Constitucional, que restringe el papel del responsable civil subsidiario a las cuestiones de contenido civil. La STS de 29-III-95 (A. 2119) dice que el responsable civil subsidiario “en el proceso tiene las mismas facultades que las demás partes, paralelas a las del imputado penalmente (excepto el derecho a la última palabra), pero referidas exclusivamente al contenido civil que se le reclama”. En el mismo sentido se

pronuncia la STS de 27-I-97 (A. 320). Esta limitación a la actuación procesal del responsable civil subsidiario se ha puesto también de manifiesto, y con mayor énfasis, en otras SSTs. La STS de 9-XII-93 (A. 9943) afirma que “es criterio de esta Sala reiterado que el responsable civil subsidiario carece de legitimación para impugnar extremos referidos al propio responsable directo (es decir, al responsable criminal o, en su caso, a la entidad aseguradora), pues debe constreñirse a los relativos a su propia responsabilidad”. En sentido análogo se señala en la STS de 19-XI-93 (A. 8643) que “es conocida la doctrina jurisprudencial que solamente concede este recurso extraordinario para defender derechos propios, y los del responsable civil subsidiario son los relativos a la existencia de base fáctica y legal para imponer dicha responsabilidad, pero no para discutir la correspondiente al responsable directo”. En la misma dirección puede leerse en la STS de 1-IV-92 (A. 2853) que “como tiene declarado la jurisprudencia —SS., entre otras, de 19-IV-89 (A. 4768), y 12-V-90 (A. 3916)—, el responsable civil, ya sea directo (con excepción lógicamente de que sea el inculpado), ya sea subsidiario, no puede discutir, ni plantear, cuestiones puramente penales, ya que su competencia como parte interesada en el proceso solo puede moverse o incidir dentro del ámbito de las cuestiones que surjan en torno a sus obligaciones civiles, y aunque estas nazcan del delito”. En la STS de 26-XII-89 (A. 9784) se llega incluso a privar al responsable civil subsidiario de “acción en la jurisdicción penal para poder instar la condena de otra parte también civil”. Y, en fin, en la más reciente STS de 16-III-96 (A. 1914), con remisión a otra del mismo Tribunal de 19-IV-89, citada, se señala que “tras examinar los artículos 650, 651 y 854 de la Ley de enjuiciamiento criminal, de una interpretación tanto literal como lógica o finalista de los mencionados preceptos ha de llegarse a la conclusión de que el responsable civil subsidiario tiene delimitada su actuación dentro del proceso penal al área puramente indemnizatoria, sin que le sea posible alegar en su defensa cuestiones de descargo penales, máxime en los supuestos en que el inculpado en la instancia se conforma con la pena que contra él se solicita por la acusación o cuando el ya condenado se acalla frente a la sentencia del Tribunal ‘a quo’ no formalizando el correspondiente recurso de casación”.

Las consecuencias de esta doctrina son susceptibles de crítica. De un lado, porque no se concretan en absoluto los argumentos o razones que justifican la limitación de que se trata a la actuación en el proceso penal del responsable civil subsidiario. De otro, porque naciendo la responsabilidad civil subsidiaria de un hecho delictivo, y generalmente de un hecho íntimamente relacionado con el funcionamiento de una empresa, parece razonable que esta, para defenderse desde su posición de responsable civil subsidiario, pueda discutir también la existencia del delito, que precisamente constituye la fuente —artículo 1089 del Código civil— de la responsabilidad civil. No obstante, se trata, como se puede comprobar por la cita de las SSTs, de una doctrina mayoritaria, respalda-

da, además, por el propio Tribunal Constitucional en las sentencias 44/1984, de 4 de abril, 90/1988, de 13 de mayo, 31/1989, de 13 de febrero, y 43/1989, de 20 de febrero.

Entre las más recientes sólo cabe citar como excepción a esa doctrina mayoritaria expuesta las SSTs de 30-V-92 (A. 4963) y 27-X-95 (A. 7687). En la primera se dice que “el tercer motivo del recurso del responsable civil subsidiario alega la vulneración de la presunción de inocencia. Si esta la refiere a favor del procesado, cabe darla por aceptable en la legitimación de aquél para alegarla, dada la coincidencia de intereses”. Esta sentencia viene a reconocer el interés del responsable civil subsidiario, coincidente con el procesado o imputado, en defender la inexistencia de delito o falta, por cuanto que en tal caso no nacen ni la responsabilidad criminal y civil directa ni, por lo tanto, la responsabilidad civil subsidiaria, y por tal razón entra a conocer de un motivo del responsable civil subsidiario —vulneración del derecho a la presunción de inocencia— concerniente a la existencia de la responsabilidad criminal. En la segunda de aquellas sentencias se reconoce que “su intervención (la del responsable civil subsidiario) procesal no debe limitarse a sus derechos procesales en sentido estricto, sino que debe extenderse a los de la persona cuya conducta es el presupuesto de su responsabilidad”. Esta legitimación más amplia es compartida, con cita de la sentencia, por GIMENO SENDRA, MORENO CATENA y CORTÉS DOMÍNGUEZ <sup>(1)</sup>

### III. EL FUNDAMENTO Y LOS PRESUPUESTOS DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL SUBSIDIARIA

En el tercer motivo de casación se denuncia, en términos de la propia sentencia, “la indebida aplicación del artículo 22 del (anterior) Código penal (artículo 120.4º del vigente), argumentando que la responsabilidad civil subsidiaria no puede aplicarse de forma objetiva por tener el acusado la condición de empleado o dependiente de la entidad bancaria, cuando la conducta del mismo es ajena a sus cometidos propios, y siendo imposible a dicha entidad controlar la situación por la falta de registro contable de las operaciones que el acusado realizaba, sustentando dicha afirmación en que la actuación de este último fue unilateral y en todo momento fue un banco paralelo”. Dicho tercer motivo encuentra además su fundamentación en las alegaciones fácticas contenidas en el segundo motivo del recurso, en el que, denunciando la existencia de un error de hecho en la apreciación de la prueba, se consideran acreditadas unas particu-

---

(1) GIMENO SENDRA, V., MORENO CATENA, V., CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., *Derecho Procesal Penal*, Colex (1997), pág. 191.

lares relaciones de complicidad y coincidencia entre acusado y querellantes, como medio de eliminación de sus deberes de vigilancia y control.

Se suscitan así dos cuestiones fundamentales en materia de la responsabilidad civil subsidiaria: de un lado, la de su fundamento; de otro, la de sus presupuestos. A continuación se expondrá: primero, la doctrina del Tribunal Supremo y de los autores al respecto, y, a renglón seguido, la posición de la sentencia que es objeto de este comentario.

La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha venido ensanchando el ámbito de la responsabilidad civil subsidiaria, merced a una evolución desde un fundamento de dicha responsabilidad en criterios predominantemente subjetivos a otro fundamento que atiende básicamente a criterios objetivos. Sirve para explicar esta evolución el texto de la STS de 3-XII-93 (A. 9379) a cuyo tenor, “La mayor o menor extensión de la responsabilidad civil subsidiaria estará en función del fundamento que se utilice para determinar los criterios en virtud de los cuales responden civilmente de un hecho delictivo personas o entidades extrañas a su realización, en caso de insolvencia del sujeto directamente responsable. Doctrina y jurisprudencia, en una primera orientación, encontraron dicho fundamento, afirmando que el maestro, el amo, el jefe de cualquier establecimiento, deben conocer la capacidad de sus discípulos, dependientes o subordinados y no imponerles otra obligación, ni encargarles otro servicio de aquella o aquel que sepan y puedan desempeñar. Y que los deberes que nacen de la convivencia social exigen la vigilancia de las personas o cosas que les están subordinadas. A la culpa *in operando* del servidor o dependiente se sumaba la culpa *in eligendo* o *in vigilando* del principal. Sin embargo, en cuanto el artículo 22 —del CP anterior— descansa sobre supuestos marcadamente objetivos en los que la culpa se presume *iuris et de iure*, la jurisprudencia de esta Sala se inclinó, desde hace años, por una configuración cada vez más objetiva, que encontró su fundamentación jurídica en el principio *cuius commoda eius incommoda*: si el servicio se ejercita en beneficio de los amos, es lógico que también les afecten los perjuicios inherentes al mismo. Más moderna es la concepción de la creación del riesgo, que muy de acuerdo con los postulados sociales de nuestra época, impone a las empresas la asunción de los daños que para terceros supone su actividad. Esta evolución, como se destaca en la sentencia de esta Sala de 12 de marzo de 1992 (A. 2442) ha sido realmente aperturista y progresiva en la interpretación del referido precepto con el ánimo loable de evitar a los perjudicados situaciones de desamparo producidas por la circunstancia, tantas veces observable en la práctica, de la insolvencia total o parcial de los directamente responsables. Esta interpretación cada vez más abierta y flexible del artículo 22 CP —anterior— ha permitido ensanchar el ámbito de las personas que no siendo responsables del delito o falta, pero relacionadas de algún modo con las acciones punibles, pudieran ser obligadas a los correspondientes pagos civiles en beneficio de los perjudicados”.

No obstante, no falta algún pronunciamiento reciente que trata de negar que nos encontramos ante una responsabilidad objetiva. Así, en la STS de 21-I-93 (A. 1484) se señala que “la interpretación de dicho precepto (artículo 22 del anterior CP y 120 del vigente) ha experimentado una flexibilidad en su apreciación, en sintonía con la prescripción del artículo 3.1 CC, y en correlación con la adecuada realidad social de nuestro tiempo. Pese a ello, no puede afirmarse se trata de una responsabilidad *ex re* o *in re ipsa*. Cuando se alude a la teoría de la creación del riesgo o se invoca el principio *cuius commoda ius damnun*, no se está aludiendo a una responsabilidad objetiva, en su auténtico sentido”. Sin embargo, haciendo gala de una mayor sinceridad, en la STS de 26-IV-96 (A. 2999) se afirma que “esta responsabilidad civil subsidiaria adopta cada vez más un carácter dominante de responsabilidad objetiva”.

Los autores reconocen que tanto en el artículo 22 del anterior CP cuanto en el artículo 120.4º del vigente la responsabilidad civil subsidiaria del empresario por los delitos cometidos por sus empleados tiene un marcado carácter objetivo. YZQUIERDO TOLSADA <sup>(2)</sup> ha puesto de manifiesto que la responsabilidad civil del artículo 120 del Código penal es subsidiaria y objetiva (al no admitir la prueba de la ausencia de culpa). MUÑOZ CONDE y GARCÍA ARÁN <sup>(3)</sup> han destacado que si en los supuestos de los números 1º y 3º del artículo 120 del vigente Código Penal es exigible la comprobación de un cierto grado de negligencia en el responsable civil subsidiario, en los restantes dicha responsabilidad está establecida en términos muchos más objetivos. En sentido análogo se pronuncian COBO DEL ROSAL y VIVES ANTÓN <sup>(4)</sup>, cuando afirman que podrían distinguirse dos supuestos genéricos de responsabilidad civil: uno primero, cuyo fundamento reside en la culpa (del padre o tutor y del titular del establecimiento por la infracción de los reglamentos de policía o disposiciones de la autoridad cometidos por sus dependientes), y uno segundo, cuyo fundamento reside en la creación de un riesgo conforme al principio *ubi commoda, ibi incommoda* (integrada por los supuestos 2º, 4º y 5º del artículo 120).

En cuanto a los presupuestos de la responsabilidad civil subsidiaria, la jurisprudencia del Tribunal Supremo y los autores han señalado los siguientes: 1.º La condena penal y civil del dependiente causante del hecho que genere el daño; 2.º La insolvencia total o parcial del responsable civil principal;

---

(2) YZQUIERDO TOLSADA, M., *Aspectos civiles del nuevo Código penal*, Dykinson, (1997), pág. 272.

(3) MUÑOZ CONDE, F., GARCÍA ARÁN, M., *Derecho Penal, Parte General*, Tiran lo blanch (1996), pág. 626.

(4) COBO DEL ROSAL, M., VIVES ANTÓN, T.S., *Derecho Penal, Parte General*, Tiran lo blanch (1996), pág. 883.

3.º La relación de dependencia, jerarquía y/o encargo entre dicho dependiente y la empresa —principio de dependencia— (es decir, la interpretación de los términos “sus empleados o dependientes, representantes o gestores” —antes sólo “empleados o dependientes”—); y 4.º Actuación del dependiente en el desempeño de sus obligaciones —principio o nexo de ocasionalidad— (esto es, la interpretación de la expresión “en el desempeño de sus obligaciones o servicios”).

En la SSTS de 25-I-91 (A. 355), 18-IX-91 (A. 6441), 12-V-92 (A. 3869), y 3-XII-93 (que se acaba de transcribir en parte), se viene reiterando: “Respecto al alcance de la responsabilidad civil subsidiaria del artículo 22 CP (hoy artículo 120) se han hecho, por esta Sala, las siguientes declaraciones: a) no es necesario que la relación entre el responsable penal y el civil tenga un contenido jurídico concreto; b) no es exigible que la actividad concreta del inculpaado penal redunde en beneficio del responsable civil subsidiario; c) basta con la existencia de una cierta dependencia, de modo que la actuación del primero esté sometida a una cierta intervención del segundo; d) comprende los casos en que el sujeto activo del delito actúa en servicio o beneficio de su principal, con inclusión de las extralimitaciones o ejercicio anormal de las tareas encomendadas; e) la relación de dependencia o servicio que vertebra la aplicación de la norma legal puede ser laboral o no, siendo indiferente que sea gratuita o remunerada, permanente o transitoria.”

La ya citada STS de 26-I-84 explica también la evolución que en orden a los presupuestos de la responsabilidad civil subsidiaria se ha producido. “En principio —dice la sentencia—, tanto la doctrina como la jurisprudencia exigían que los actos del empleado, dependiente, criado o discípulo se efectuaran en el ejercicio normal de su cometido, pero pronto se advirtió que difícilmente podría contraerse responsabilidad criminal principal cuando el asalariado cumpliera escrupulosamente todas sus tareas, con observancia de toda clase de prevenciones y ajustándose a las instrucciones de su principal, por lo que se concluyó estimando, tanto por la referida doctrina como por este Tribunal, que la responsabilidad civil subsidiaria puede y debe generarse o engendrarse partiendo incluso de un ejercicio anormal de las tareas del sujeto activo, con tal que dicha anormalidad no extravase del ámbito o esfera de actuación que constituye la relación extrapenal existente entre el responsable criminal y el responsable civil subsidiario; y en lo que respecta a las llamadas extralimitaciones, bien en el horario, bien en el modo de realizar la actividad, servicio, tarea, función, misión o cometido de que se trate, las SSTS de 13-XI-74, 23-II-77, 15-XI-78 y 31-I-79, entre otras, han sentado la doctrina de que tales extralimitaciones no consiguen la exclusión del ámbito de aplicación del artículo 22 CP —derogado— con tal que se actúe en nombre y por cuenta del principal y dentro de la esfera de sus obligaciones y servicios, pues el principio de creación del riesgo, que inspira dicho precepto, impone a la empresa la obligación de asumir los

daños que para terceros implica su actividad, y ello incluso cuando la actuación del funcionario, empleado, obrero o dependiente sea irregular o indebida o incida en torpezas o demasías, siendo de la más elemental justicia que no sean los extraños, víctimas del delito, quienes, en caso de insolvencia del culpable, asuman las consecuencias económicas del mismo; debiendo añadirse como colofón que, de conformidad, entre otras con las SSTS de 23-II-77 y 4-VII-80, sólo la prohibición expresa del *dominus* y la desobediencia cierta por parte del funcionario o empleado a las órdenes recibidas exoneran al principal porque, en definitiva, la actividad efectuada se halla fuera de la vinculación servicial; significando en realidad esta doctrina, tal como sostiene la doctrina científica y expuso certeramente la sentencia de este Tribunal de 28-IX-64, que, por más que el empleado vulnere las órdenes o instrucciones de su principal, no queda éste exonerado y exento a menos que, con dicha transgresión, la actuación del empleado, dependiente, obrero o funcionario quede fuera del círculo, órbita o ámbito de sus obligaciones o servicios, manteniéndose la responsabilidad civil subsidiaria o de segundo grado cuando lo realizado contra la prohibición del principal prosigue y continúa enclavado e inserto en el seno de dichas obligaciones o servicios". Esta doctrina ha sido confirmada, entre otras muchas, por las SSTS de 4-III-88 (A. 1561), 24-I-91 (A. 280), 25-I-91 (A. 355), 2-III-91 (A. 1734), 9-XII-92 (A. 10025), 5-VI-93 (A. 3851) y 26-X-93 (A. 7861).

Como se habrá observado, es realmente difícil establecer una fórmula válida para determinar cuándo concurre el presupuesto de la ocasionalidad, es decir, cuándo el empleado actúa en el desempeño de sus obligaciones o servicios. YZQUIERDO TOLSADA <sup>(5)</sup> señala que puede resultar muy práctica la presunción, propuesta por DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS <sup>(6)</sup>, de que el empleado se hallaba en el ejercicio de sus funciones, salvo prueba en contrario del empresario. A nuestro juicio también puede resultar satisfactoria la llamada teoría de la apariencia, de acuerdo con la cual el empresario ha de responder si el conjunto de funciones propias del trabajo confieren al subordinado una apariencia externa de legitimidad en todo cuanto haga en relación con terceros, siempre que se trate de actos pertenecientes a la función y siempre que tales terceros actúen de buena fe, amparados en la creencia de legitimidad <sup>(7)</sup>.

Haciendo ya referencia a la sentencia que se comenta, la misma no se pronuncia expresa y concretamente sobre si en nuestro Derecho la responsabilidad civil subsidiaria encuentra su fundamento en criterios subjetivos o en crite-

(5) YZQUIERDO TOLSADA, M., *Aspectos...*, cita., pág. 287.

(6) DÍEZ-PICAZO, L., GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, Vol. II, Tecnos (1989), pág. 626.

(7) YZQUIERDO TOLSADA, M., *Aspectos...*, cita., pág. 286.

rios predominantemente objetivos. Sin embargo, es lo cierto que en el caso que enjuicia viene a apreciar la concurrencia de un criterio de índole subjetiva que justifica la responsabilidad civil subsidiaria de la entidad bancaria. De un lado, en el fundamento jurídico cuarto dice que es a las entidades bancarias a las que hay que aplicar la doctrina de la culpa *in eligendo* o *in vigilando*. De otro, en el fundamento jurídico quinto señala que lo que ocurrió es que las entidades bancarias no controlaron debidamente la actuación de su empleado. Sin embargo, en el caso objeto de la sentencia no parece razonable reprochar a la entidad bancaria una culpa *in vigilando*, puesto que, como la propia sentencia reconoce, las entregas de dinero se efectuaban fuera de las entidades bancarias y, además, no se registraban contablemente, ni, presumiblemente, estaban mecanizadas. Por ello, la sentencia debería haber hecho gala de una mayor sinceridad y reconocer, como hacen las sentencias antes referidas, que la responsabilidad civil subsidiaria encuentra su fundamento en criterios preferentemente objetivos y no en la antigua doctrina de la culpa *in vigilando*.

De otra parte, la sentencia, en orden ya a los presupuestos de la responsabilidad civil subsidiaria, considera suficiente que la apropiación tuviera lugar por un empleado que desempeñaba funciones de Director de la Sucursal de la entidad bancaria, y que en las operaciones que realizaba facilitaba documentos bancarios sellados y firmados por el Director. De esta manera la sentencia vuelve a incurrir en una cierta contradicción, ya que es en puridad la circunstancia objetiva de tener la condición de Director de la Sucursal y firmar como tal documentos el único presupuesto en el que funda la responsabilidad civil subsidiaria de la entidad bancaria. También ahora la sentencia deja de reconocer la evidencia de la práctica imposibilidad de la entidad de controlar la actuación de su empleado, que recibía el dinero fuera de la entidad, entregaba recibos (presumiblemente no mecanizados), no registraba contablemente las operaciones y finalmente cambió de banco. Y no se reconoce, por ello, que la realidad no es otra que el empleado ha vulnerado las órdenes o instrucciones de su principal y, al actuar como banco paralelo, ha quedado fuera del círculo, órbita o ámbito de sus obligaciones o servicios. Todo lo cual habría de significar, de acuerdo con la doctrina del Tribunal Supremo antes expuesta, que la entidad bancaria debía quedar exonerada de la responsabilidad civil subsidiaria.

Por lo demás, la sentencia presume una actuación de buena fe por parte de las víctimas. Sin embargo, las circunstancias referidas de tener lugar las entregas de dinero fuera del establecimiento y contra recibos no mecanizados permiten afirmar que la actuación del Director no está revestida de una apariencia externa de legitimidad, por lo que la buena fe de los terceros se torna más que dudosa. En otras palabras, la aplicación al presente caso de la teoría de la apariencia habría de conducir a exonerar a la entidad bancaria en cuanto responsable civil subsidiario.

#### IV. LA COMPENSACIÓN DE CULPAS

El cuarto motivo del recurso de casación denuncia la inaplicación del artículo 114 del Código Penal vigente, considerando que la conducta de las víctimas contribuyó o favoreció a la producción del daño ocurrido. Se suscita así la cuestión de la denominada compensación o concurrencia de culpas.

Durante la vigencia del anterior Código Penal y aun cuando no existía en el mismo previsión alguna expresa al respecto, la jurisprudencia del Tribunal Supremo elaboró una doctrina aplicable a aquellos casos en los que junto a la culpa del agente coexiste la de la víctima. Dicha doctrina se expone en la STS de 29-II-92 (A. 1509), en la que puede leerse: “En tiempos más recientes, con fundamento en un sentido de justicia, impregnado de equidad, que se revela contra la tesis de la absoluta inoperancia del proceder culposo de la víctima o perjudicado, cuando este y el del agente acusan un grado de eficiente culpabilidad en la producción del evento dañoso, abandonada la terminología impropia de ‘compensación’ y acudiendo a la de ‘concurrencia’ de culpas, fenómeno que se da siempre que con la del agente haya coexistido o confluído la del ofendido o de las víctimas, concurriendo, concausalmente y en mayor o menor medida, a la producción del mismo resultado lesivo, la doctrina científica más caracterizada y la de esta Sala [SSTS 18-XII-85 (A. 6343), 25-X-88 (A. 8097) y 9-II-90 (A. 1930)], indican que la contribución de la conducta culposa de la víctima o perjudicado a la causación del evento dañoso influye sobre la calificación jurídica de los hechos de la siguiente manera: a) degradando la índole de la culpa en la que *per se* incurrió el agente, y haciéndola descender, al compás de la trascendencia de la culpa del ofendido o de la víctima, uno o más peldaños en la escala culposa; b) moderando el *quantum* de las indemnizaciones que procedería señalar de no haber convergido con la del agente la del sujeto pasivo, siendo dicha moderación o reducción más o menos intensa, con arreglo a las incidencias o influencia que, en la causación o producción del daño, haya tenido el comportamiento imprudente o negligente del agente en su comparación con el quehacer u omitir igualmente descuidado o imprecavido del sujeto o sujetos pasivos; y c) muy excepcionalmente la culpa del sujeto o sujetos pasivos, puede ser de tal magnitud y de influencia tan decisiva en la producción del resultado, que no sólo minimice la del enjuiciado, sino que la borre totalmente”. Como se habrá podido comprobar por el tenor del texto de la sentencia, la doctrina de la compensación o concurrencia de culpas sólo se venía aplicando en relación con los delitos imprudentes o culposos, y no con los dolosos. Así lo confirmó la STS de 24-IX-96 (A. 6753), referida a un caso en el que el recurrente invocó la doctrina jurisprudencial sobre la compensación de culpas en relación con un delito doloso, al decir que “la doctrina jurisprudencial aludida se refiere a delitos culposos en los que la culpa de la víctima por su incidencia en la causalidad del resultado lesivo degrada la culpabilidad del autor o, con más precisión téc-

nica, conlleva sólo una compensación moderada del *quantum* de la responsabilidad civil”; y que “este esquema no es trasladable —sin salvedades— al delito doloso y a los cursos causales que en él tienen lugar”.

El vigente Código Penal ha dado entrada en su artículo 114 a la doctrina de la concurrencia de culpas. A tenor de dicho precepto, “si la víctima hubiere contribuido con su conducta a la producción del daño o perjuicio sufrido, los Jueces o Tribunales podrán moderar el importe de su reparación o indemnización”. Además, y así lo confirma expresamente la sentencia que se comenta, dicho precepto puede ser también de aplicación en el caso de delitos dolosos. En efecto, señala la sentencia comentada: “En los delitos culposos se da el ámbito más frecuente de la contribución de la víctima al resultado. Muy diferente es el problema de la valoración de la conducta de la víctima cuando se trata de delitos dolosos. A partir de 1995, la regla del artículo 114 del Código penal, en principio no excluye de su ámbito a los delitos dolosos, en los cuales tradicionalmente no se había ni siquiera sugerido el debate sobre eventual compensación de culpas. Sin embargo, ello es posible, al no efectuarse limitación alguna en el precepto mencionado”. También la doctrina ha confirmado la posibilidad de aplicación del artículo 114 del Código Penal en el caso de delitos dolosos <sup>(8)</sup>.

No obstante reconocer la sentencia la mencionada posibilidad de aplicación del artículo 114 en el caso de enjuiciamiento de delitos dolosos, sin embargo no entiende que en el caso concreto que en ella se trata haya concurrido culpa de las víctimas, y considera que las operaciones que realizaban con el acusado se asentaban en un principio de confianza en la actuación del Director de una Sucursal. Los perjudicados —insiste la sentencia— “confiaron plenamente en el condenado, gestionándole sus inversiones de la forma más beneficiosa y de acuerdo con las facultades que le había atribuido el Banco al nombrarle para tal cargo de dirección, sin que le exigieran que actuara contraviniendo las normas bancarias, sino conforme a las instrucciones recibidas (sic). No puede, pues —termina el fundamento jurídico—, efectuarse compensación alguna, al no quedar acreditada negligencia por parte de las víctimas”. Estas afirmaciones, que son de la sentencia de instancia y que luego la de casación que se comenta transcribe en su fundamento jurídico sexto y hace suyas, constituyen un auténtico dislate. En forma alguna cabe concebir que una entidad bancaria faculte a un Director de Sucursal para recibir cantidades de dinero fuera del establecimiento, no registrar contablemente las mismas, y entregar recibos (presumiblemente no mecanizados ni indicativos de una inversión reconocida por la entidad bancaria) con el nombre y sello de la entidad. Todo ello

---

(8) QUINTERO OLIVARES, G., *Comentarios al Nuevo Código Penal*, Aranzadi (1996), pág. 571.

será significativo, como dice la sentencia, de que las víctimas confiaron en el Director de la Sucursal, pero desde luego es al propio tiempo suficientemente expresivo como para que las víctimas cuando menos sospecharan, si es que no eran plenamente conscientes, que dicho Director actuaba como “banco paralelo”. Una persona diligente sólo puede confiar en el respaldo, la solvencia y la responsabilidad de una entidad bancaria cuando entrega su dinero en el propio establecimiento, contra recibos mecanizados o cuando menos expresivos de que el dinero ha sido canalizado a una inversión en la propia entidad bancaria o en la que esta actúa de mediadora, existiendo de todo ello un registro contable.

## V. CONCLUSIONES

De cuanto se ha dicho cabe extraer a modo de conclusiones las siguientes:

1.<sup>a</sup> La doctrina jurisprudencial mayoritaria <sup>(9)</sup> restringe el papel del responsable civil subsidiario en el procedimiento penal a las cuestiones de contenido civil que atañen a su propia responsabilidad. La sentencia que se comenta se sitúa implícitamente en esa línea al impedir al responsable civil subsidiario recurrente discutir los hechos que resultan de la conformidad prestada por el acusado. Sin embargo, dicha doctrina jurisprudencial es criticable. De una parte, porque en las sentencias que la conforman no se han expresado las razones que justifican la restricción del papel del responsable civil subsidiario. De otro lado, porque lo más razonable, dado que la responsabilidad civil subsidiaria nace en última instancia del delito o falta, es decir, de la responsabilidad criminal, es permitir al responsable civil subsidiario discutir las cuestiones relacionadas con esta última responsabilidad.

2.<sup>a</sup> Es también mayoritaria actualmente la doctrina que funda la responsabilidad civil subsidiaria en criterios predominantemente objetivos, excluyendo dicha responsabilidad civil subsidiaria sólo en aquellos casos en los que el empleado vulnera las ordenes e instrucciones de su principal de forma que aquél queda fuera del círculo, órbita o ámbito de sus obligaciones o servicios. Desde esta óptica, la sentencia comentada es censurable. En efecto, la sentencia se obceca en reprochar a la entidad bancaria una culpa *in eligendo* o *in vigilando*, cuando, como se viene a reconocer en la propia sentencia, se trata de entregas de dinero realizadas fuera de la entidad bancaria y no registradas contablemente, contra unos recibos, posiblemente no mecanizados (circunstancia que permite inferir la ausencia de dicho registro contable), todo lo cual no sólo hace prácticamente imposible la vigilancia o control por parte de la entidad, sino que, además, sitúa claramente la actuación del Director de la Sucursal fuera del

---

<sup>(9)</sup> Con la sola excepción que representan las SSTs de 30-V-92 (A. 4963) y 27-X-95 (A. 7687).

campo de las obligaciones y servicios propios de tal cargo, y, por lo tanto, permite a cualquier persona diligente sospechar, cuando no saber, que el Director de la Sucursal actuaba como “banco paralelo”.

3.<sup>a</sup> El artículo 114 del vigente Código Penal (que contempla expresamente la llamada compensación o concurrencia de culpas) es de aplicación no sólo en el caso de los delitos culposos (en relación con los que se gestó la doctrina jurisprudencial que admitía la trascendencia jurídica en materia de responsabilidad civil de dicha concurrencia de culpas) sino también en el de los delitos dolosos. Además, dada la fundamentación prácticamente objetiva de la responsabilidad civil subsidiaria, aquel precepto puede servir para paliar las injustas consecuencias que de ello derivan y que se cifran en una responsabilidad automática para el principal, derivada de la mera condición de empleado suyo del responsable criminal del delito o falta causante del daño a reparar o indemnizar, en casos como el presente de aceptación de servicios de “banco paralelo”. La sentencia comentada es novedosa por cuanto que admite expresamente la aplicación del artículo 114 del vigente Código Penal a los delitos dolosos, y en este sentido es loable. Sin embargo, es de todo punto criticable porque, dadas las circunstancias del caso que se han destacado en el número anterior y que son claramente significativas de la temeridad con la que actuaron las víctimas de la apropiación por parte del Director de la Sucursal, no se decidió por la aplicación de aquel precepto y la moderación del *quantum* de la responsabilidad civil.

---

# NOTICIAS

---

## **1. DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE PROYECTOS DE DIRECTIVAS DE DINERO ELECTRÓNICO**

Se ha publicado el *Dictamen del Banco Central Europeo, de 18 de enero de 1999* (DOCE C 189, de 6 de julio de 1999), relativo a las propuestas de la Comisión de *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el inicio, el ejercicio y la supervisión cautelar de las actividades de las entidades de dinero electrónico*, y de *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio*.

La emisión de dinero electrónico podría tener importantes consecuencias en la actividad del Banco Central Europeo. Este subraya la importancia de que las entidades que emitan dinero electrónico sean entidades de crédito, y que sean especializadas a tal objeto, de modo que no puedan emitir y gestionar otros medios de pago (como tarjetas de crédito, etc.), para no distorsionar la competencia con otras entidades de crédito. El dinero electrónico debe constituir un derecho de crédito del tenedor frente al emisor, derecho que ha de ser reembolsable, para lo cual el Banco Central Europeo propone ciertas medidas que ajusten la política monetaria. Cabe que las entidades emisoras de dinero electrónico concedan crédito a sus clientes, siempre que posean inversiones de bajo nivel de riesgo.

En consecuencia, el Banco Central Europeo considera conveniente modificar la primera Directiva de coordinación bancaria, para introducir a las entidades emisoras de dinero electrónico en el concepto de “entidad de crédito”, facultando al Banco Central Europeo para exigir reservas mínimas e información estadística a todos los emisores de dinero electrónico.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **2. LA NUEVA LEY DE COOPERATIVAS**

El BOE núm. 170, de 17 de julio, ha publicado la Ley 27/1999, de 16 de junio, de Cooperativas, que sustituye a la hasta ahora vigente Ley 3/1987, de 2 de abril, que se deroga en su totalidad salvo el capítulo dedicado al Registro de Cooperativas que queda en vigor en tanto se publica por el Gobierno el nuevo Reglamento regulador de dicho Registro.

Se justifica la nueva Ley en la voluntad del Legislador de cumplir el mandato constitucional de fomento del cooperativismo y, a tal efecto, en la necesidad de que estas sociedades cuenten con una Ley que “reforzando los principios básicos del espíritu del cooperativismo, fuera un útil instrumento jurídico para hacer frente a los grandes desafíos económicos y empresariales que representa la entrada en la Unión Monetaria Europea”, según leemos en su Exposición de Motivos.

A pesar de tan elevados objetivos, el ámbito de aplicación definido en la Ley 27/1999 pone de manifiesto que la misma nace con una escasa vocación de aplicación práctica que coincide con un momento de aparición de numerosas leyes reguladoras de las cooperativas, publicadas por las Comunidades Autónomas con competencia exclusiva para regular dichas sociedades y que se han sumado a las que tradicionalmente contaban con una regulación propia de este tipo de entidades. Con ello, la situación actual es la de que prácticamente todas las Comunidades Autónomas tienen su propia ley general de cooperativas ya publicada y en vigor o en fase de tramitación parlamentaria.

Con este panorama legislativo, la redacción dada al artículo 2º de la citada Ley 27/1999 ha alterado sustancialmente el criterio contenido anteriormente en la Disposición Final Primera de la Ley 3/1987 e implica, en la práctica, un vaciamiento de la esfera de aplicación de la norma estatal en favor de las normas autonómicas correspondientes. Efectivamente, según el citado artículo la nueva Ley será de aplicación a dos tipos de sociedades cooperativas: a) Aquellas que desarrollen su actividad cooperativizada “en el territorio de varias Comunidades Autónomas, excepto cuando en una de ellas se desarrolle con carácter principal” y b) a aquellas que realicen principalmente su actividad cooperativizada en las ciudades de Ceuta y Melilla.

Con esta definición de su ámbito de aplicación, la nueva Ley solamente será aplicable a aquellas cooperativas que desarrollando su actividad cooperativizada en más de una Comunidad Autónoma, no lo hagan en una de ellas con carácter principal. Este criterio, de carácter eminentemente subjetivo e impreciso, tiene como consecuencia práctica el trasvase de competencia en favor de la Comunidad Autónoma en la que de modo principal se desarrolle la actividad de la Cooperativa, en detrimento de la norma estatal ahora publicada, que solo se aplicará a aquellas sociedades cooperativas que lleven a cabo su actividad cooperativizada en varias Comunidades Autónomas sin que en ninguna de ellas pueda decirse que actúa con carácter “principal”.

En definitiva, la norma estatal se inhibe de regular con carácter general a las cooperativas cuyo ámbito de actuación sea estatal o supraautonómico, y extiende el ámbito de aplicación de las leyes autonómicas sobre cooperativas más allá de su propio territorio autonómico, asumiendo una solución cuya cons-

titucionalidad es muy dudosa puesto que se aparta del criterio sentado por el Tribunal Constitucional en materia de competencias para la regulación y registro de cooperativas y que, indudablemente, generará numerosos conflictos no ya entre el Estado y las Comunidades Autónomas, sino entre las diferentes Comunidades Autónomas en cuyo territorio desarrolle su actividad una misma sociedad cooperativa, a los efectos de precisar en cuál de ellas actúa de manera principal.

A ello se añade la necesidad de aunar este criterio con una de las principales innovaciones que, según se ha venido anunciando en las diversas presentaciones oficiales de la Ley, está constituida por la disminución del número mínimo de socios necesarios para constituir una cooperativa, que pasa de cinco a tres (art. 8). Es difícil imaginar una cooperativa de ámbito superior al autonómico que pueda constituirse solamente con tres socios y cuya actividad cooperativizada no se entienda realizada de manera principal en el territorio de una Comunidad Autónoma. También debe tenerse en cuenta la difícil coordinación de este criterio sobre la definición del ámbito de aplicación contenida en el art. 2 con los criterios establecidos en las normas especiales que regulan alguna clase de cooperativas, especialmente con la regulación de las cooperativas de crédito y cajas rurales que tienen sus propias normas sobre regulación de su ámbito territorial de actuación y sobre las competencias para su autorización y registro.

Al margen de lo anteriormente expuesto, la nueva Ley se caracteriza fundamentalmente por una mayor flexibilización de la regulación de las cooperativas, encomendando a la regulación estatutaria múltiples aspectos que hasta ahora venían legalmente determinados, especialmente en materia de funcionamiento de los órganos sociales y aspectos de régimen interno de la sociedad.

En cuanto a su régimen económico, se mantiene la distinción de dos tipos de aportaciones al capital social, las obligatorias y las voluntarias, si bien respecto de estas últimas se establece que su retribución no puede ser superior a la de las últimas aportaciones voluntarias emitidas o, en su defecto, a la de las obligatorias (art. 47). Asimismo se prevén participaciones especiales (art. 53) y otras financiaciones (art. 54), como medidas dirigidas a favorecer la captación de recursos financieros por las cooperativas.

Se mantienen los mismos Fondos sociales obligatorios (FRO y FEP) con una regulación semejante a la contenida en la Ley 3/1987 y se introduce la posibilidad de que la cooperativa opte en sus Estatutos por la no contabilización separada de los resultados extracooperativos. Esta última opción que puede ser muy ventajosa para facilitar la gestión de la cooperativa, sin embargo queda totalmente desincentivada por el hecho de que la misma lleva aparejada la pérdida de la condición de cooperativa fiscalmente protegida (Disposición Adicional Sexta) y, por tanto, de los beneficios fiscales inherentes a tal calificación.

Por último, puede destacarse la creación de unas nuevas clases de cooperativas como son las de iniciativa social y las integrales, así como las denominadas cooperativas mixtas, y se derogan las cooperativas de integración creadas por el Reglamento de Cooperativas de Crédito de 22 de enero de 1993, que no llegaron a tener ninguna aplicación práctica desde entonces. También merece una mención especial la novedad constituida por la introducción de la figura de los grupos de cooperativas (art. 78) caracterizados por la exigencia de unidad de decisión en el seno de las cooperativas agrupadas. Otra de las medidas que será sin duda bien acogida en el sector cooperativo es la previsión contenida en la Disposición Final Tercera por la que se compromete el Gobierno a dictar las normas necesarias para que las cooperativas tengan que legalizar los libros y depositar las cuentas anuales en un solo Registro.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

### **3. APROBACIÓN DE LOS ESTATUTOS DEL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL: EL REAL DECRETO 706/1999**

1. El Instituto de Crédito Oficial (en adelante, ICO) es una Entidad de carácter público que, perteneciendo a la categoría general de las entidades de crédito [artículo 1.2.a) del Real Decreto Legislativo 1298/1986 sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, en la redacción dada por el artículo 5º de la Ley 3/1994], ocupa una posición peculiar por su naturaleza y por las funciones que tiene atribuidas.

2. La normativa específica del ICO ha transcurrido a través de 3 etapas fundamentales: La de su creación, por la Ley 13/1971, de 19 de junio, sobre Organización y Régimen del Crédito Oficial. Con posterioridad, su régimen se fijó en el artículo 127 de la Ley 33/1987, de 30 de diciembre, sobre Presupuestos Generales del Estado para 1988. Por último, el Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera adaptó el régimen del ICO a la nueva organización de las Entidades de crédito de capital público estatal que había establecido la Ley 25/1991, de 21 de noviembre.

3. El régimen descrito ha sido desarrollado por el Real Decreto 706/1999, de 30 de abril, de adaptación del ICO a la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado y de aprobación de sus Estatutos (BOE núm. 114, del jueves 13 de mayo de 1999). Esta norma reglamentaria, como indica su propio título, cumple dos finalidades: por un lado, la adaptación del ICO a los propósitos de racionaliza-

ción de la estructura de la Administración Institucional del Estado ordenada por la Disposición Transitoria Tercera de la Ley 6/1997. Por otro lado, el desarrollo de la previsión contenida en el apartado 1.2 de la Disposición Adicional Sexta del Real Decreto-Ley 12/1995 que señalaba que el ICO se registraría por dicha disposición, por las que le sean aplicables de las contenidas en la Ley General Presupuestaria y por sus Estatutos.

4. El Real Decreto 706/1999, que entró en vigor el 14 de mayo de 1999, contiene un único artículo por el que se aprueban los Estatutos del ICO que figuran como Anexo al mismo. El contenido de dichos Estatutos se distribuye en ocho títulos que regulan los siguientes aspectos:

- El Título I trata de su naturaleza y régimen jurídico definiéndolo como una Entidad pública empresarial de las previstas en el artículo 43.1.b) de la Ley 6/1997, adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, que tiene naturaleza jurídica de entidad de crédito y la consideración de Agencia financiera del Estado (artículo 1.1). En su régimen jurídico se distinguen las normas que le son específicamente aplicables (Ley 6/1997, Real Decreto-Ley 12/1995 y Ley General Presupuestaria), de las especiales para las entidades de crédito que se le aplican como tal y de las generales del Ordenamiento privado civil, mercantil y laboral que le resultan aplicables con carácter supletorio (artículo 1.3). Aquella caracterización como entidad de crédito permite expandir su capacidad de actuación desde el ámbito estrictamente bancario al del mercado de valores en virtud de lo establecido en el artículo 65 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores que permite a las Entidades de crédito en general la realización de todas las actividades previstas en su artículo 63.
- El Título II indica que son fines del ICO el sostenimiento y promoción de las actividades económicas que contribuyen al crecimiento y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional (artículo 2). Para alcanzar tales fines, se establecen una serie de funciones esenciales, como las de contribuir a paliar los efectos económicos producidos por situaciones de graves crisis económicas, catástrofes naturales u otros supuestos semejantes o actuar como instrumento para la ejecución de medidas de política económica del Gobierno (artículo 3), así como una serie de funciones adicionales como las de formalizar, gestionar y administrar fondos, subvenciones, créditos, avales, etc., establecer convenios con Instituciones Públicas, tomar participaciones directas en empresas financieras, prestar asesoramiento financiero, etc. (artículo 4).

- El Título III (artículos 5 a 15) señala que son órganos de dirección del ICO el Consejo General y el Presidente, regulando su composición y funciones. Además, regula el cargo de Secretario de Consejo General y los demás órganos, tales como los Directores Generales y titulares de otras unidades o el Comité de operaciones.
- El Título IV, dedicado al régimen de personal, establece que el mismo se regirá por el Estatuto de los Trabajadores, según lo dispuesto en el artículo 55 de la Ley 6/1997 (artículo 16).
- El Título V (artículos 17 a 20) establece el régimen económico del ICO, regulando su patrimonio y recursos propios, sus cuentas anuales, la aplicación de sus resultados y el fondo de provisión creado por el apartado 4 de la Disposición Adicional Sexta del Real Decreto-Ley 12/1995.
- El Título VI (artículos 21 y 22) establece el régimen presupuestario, de intervención, control financiero y contabilidad del ICO remitiéndose al establecido para las Entidades Públicas Empresariales en la Ley General Presupuestaria y sometiendo al ICO al control de la Intervención General de la Administración del Estado y el Tribunal de Cuentas.
- El Título VII (artículo 23) establece el régimen aplicable a la contratación del ICO por remisión al Derecho privado conforme al artículo 1.3 de la Ley 13/1995.
- Por último, el Título VIII (artículo 24) regula la financiación del ICO permitiendo que el mismo acuda a los mercados nacionales y extranjeros mediante cualquier tipo de operación financiera dentro de los límites de endeudamiento que marquen las sucesivas Leyes de presupuestos, prestando una especial atención a los valores emitidos por el ICO que comparten, en términos generales, el régimen y características de la Deuda del Estado.

5. En conclusión, nos encontramos ante unos Estatutos claros que resultaban necesarios para adaptar el régimen del ICO a la posición peculiar que ocupa dentro de nuestro sistema financiero.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

#### 4. NUEVO MODELO DE LETRA DE CAMBIO

Tras la aprobación y entrada en vigor de la Ley 19/1985 Cambiaria y del Cheque y la sujeción de la emisión de letras de cambio a lo dispuesto en la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, la Orden de 11 de abril de 1986 estableció el correspondiente modelo de dicho título.

La Orden de 30 de junio de 1999 del Ministerio de Economía y Hacienda (publicada en el BOE del día 16 de julio de 1999) aprueba un nuevo modelo que viene a sustituir al introducido por la precedente Orden de 11 de abril de 1986. Según explica el preámbulo de la nueva disposición, la introducción del euro y la adopción de mejoras técnicas son las causas determinantes para esta renovación. En cuanto a la innovación que se plantea desde el punto de vista monetario, el nuevo modelo debe permitir especificar la moneda de libramiento de la letra y el importe del timbre tanto en pesetas, como en euros. No sólo podrá atenderse el pago del correspondiente impuesto en euros sino que además la nueva unidad monetaria va a introducirse en el tráfico mercantil de una forma intensa a la vista de la relevancia que dentro del mismo tiene la difusión del título cambiario. El examen del nuevo modelo que como anexo incorpora la Orden, evidencia que las modificaciones se introducen sustancialmente en el anverso de la letra (destinado principalmente a las declaraciones cambiarias de emisión y aceptación), mientras que el reverso (que acoge el aval y endoso) permanece inalterado (entre las primeras reacciones doctrinales al nuevo modelo vid. GARCÍA VILLAVERDE, R., *El nuevo modelo de letra de cambio*, Actulidad Jurídica Aranzadi, n.º 405, 16 de septiembre de 1999, págs. 1 y ss.)

La aparición de los nuevos modelos no va a suponer la pérdida de validez de aquellas letras elaboradas de conformidad con la precedente reglamentación. La Disposición Final de la Orden Ministerial que comentamos sienta el principio de la validez de los modelos ya existentes, de su plena eficacia de conformidad con lo establecido en la normativa vigente y de su aptitud para seguir utilizándose hasta que se agoten sus existencias.

La Orden encarga a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre la confección de las nuevas letras de cambio, que deberán estar confeccionadas a partir del día 30 de octubre de 1999, siendo utilizables desde la fecha de entrada en vigor de la Orden. Sin embargo, la puesta en relación de esa disposición con lo que se establece en cuanto a la entrada en vigor de la Orden de 30 de junio de 1999 introduce una cierta confusión. Si los nuevos efectos deben poder ser utilizados desde la fecha de entrada en vigor de la misma, si esta fecha se corresponde con el transcurso de dos meses desde la publicación en el BOE (es decir, dos meses desde el 16 de julio de 1999), y si los nuevos efectos deben estar confeccionados y distribuidos a partir del día 30 de octubre de 1999, se aprecia un notorio desajuste en cuanto a las fechas señaladas.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## 5. FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA FAVORECER LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

1. El régimen jurídico de la Titulización de activos en nuestro Ordenamiento distingue dos grandes tipos de Fondos de Titulización: por un lado, los Fondos de Titulización de Activos de carácter genérico regulados por la Disposición Adicional Quinta de la Ley 3/1994 y por el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización; por otro lado, los Fondos de Titulización de carácter específico, categoría en la que podemos incluir los Fondos de Titulización Hipotecaria, regulados por los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992 y por la Circular 2/1994, de la CNMV y los Fondos de Titulización de Activos derivados de la moratoria nuclear, regulados en el apartado n.º 7 de la Disposición Adicional Séptima de la Ley 54/1997 (ver nuestra noticia en esta RDBB núm. 68, 1997, pág. 1427 y ss.) y por el Real Decreto 2202/1995, de 28 de diciembre.

2. Dentro de esta categoría de Fondos de Titulización especiales podemos incluir los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial que gozan del aval del Estado. Su régimen está contenido en el artículo 53 de la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999 y en la Orden de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial (BOE núm. 133 del viernes 4 de junio de 1999).

3. Estos Fondos, que girarán en el tráfico bajo las siglas FTP o amparados en la marca comercial FTPYME, nacen de la constatación de que la Titulización no ha servido hasta el momento para facilitar la financiación de las PYMES. Por ello y para activar estos procesos de financiación de las PYMES (no olvidemos, en este sentido, que ya el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, cuando apuntaba a la ampliación del régimen de los Fondos de Titulización Hipotecaria a otro tipo de activos se refería, en particular, a los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas) el artículo 53 de la Ley 48/1998 facultó al Estado para otorgar avales hasta una cuantía máxima de 300 mil millones de pesetas durante el ejercicio de 1999 “con el objeto de garantizar valores de renta fija emitidos por Fondos de Titulización de Activos constituidos al amparo de los Convenios que suscriba el Ministerio de Economía y Hacienda y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos inscritas en la CNMV, con el objeto de mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial”.

4. A la vista de las normas señaladas, el funcionamiento de estos FTPYME puede explicarse conforme a la siguiente sucesión de actuaciones:

- a) Las Entidades de crédito que hayan suscrito con el Ministerio de Economía y Hacienda los correspondientes “Convenios Marco para determinar los créditos susceptibles de cesión a los FTA que se creen para favorecer la financiación empresarial” conforme al modelo que figura en el Anexo II de la Orden de 28 de mayo de 1999, concederán préstamos o créditos de amortización inicial no inferior a un año a todo tipo de empresas no financieras domiciliadas en España de las que un mínimo del 40% serán PYMES, entendiéndose por tales las definidas en la recomendación de la Comisión Europea de 3 de abril de 1996.
- b) Aquellas Entidades de crédito cederán los créditos o préstamos señalados en el apartado anterior a un FTPYME cuya Sociedad Gestora ha debido suscribir un “Convenio tipo de colaboración sobre Fondos de Titulización de Activos” conforme al modelo que figura en el Anexo I de la Orden de 28 de mayo de 1999. Las Entidades de crédito cedentes estarán obligadas a reinvertir la liquidez obtenida como consecuencia de aquella cesión en operaciones activas que cumplan los requisitos establecidos para las operaciones cedidas.
- c) El FTPYME, sobre la base del activo integrado por los préstamos o créditos cedidos por las Entidades de crédito en las condiciones antes señaladas, emitirá valores de renta fija que serán avalados por el Estado, mediante aval otorgado por el Director General del Tesoro y Política Financiera por delegación del Ministro de Economía y Hacienda, en distintos porcentajes sobre su valor nominal (para los de calificación crediticia BBB o Baa, hasta un 15%, para los de calificación crediticia A, hasta un 50% y para los de calificación crediticia AA o Aa, hasta un 80%). En todo caso, el FTPYME deberá establecer una mejora crediticia que reduzca el riesgo de los valores avalados hasta conseguir la calificación crediticia indicada, y los valores emitidos pertenecientes a las series o clases avaladas por el Estado deberán negociarse en un Mercado secundario oficial español de Valores (artículo 3º de la Orden de 28 de mayo de 1999).

5. Estamos, en definitiva, ante una nueva medida conducente a impulsar la Titulización en el ámbito de financiación de las PYMES, que le es propio conforme a las finalidades de política legislativa que alumbraron la introducción de estas nuevas técnicas financieras en 1993 y donde sus efectos han brillado, hasta el momento, por su ausencia.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 6. NOVEDADES (PRE)LEGISLATIVAS EN MATERIA DE FIRMA DIGITAL

La influencia de las modernas tecnologías en la realidad del tráfico comercial ha inducido avances legislativos de interés, que, en los casos a los que nos referiremos, se encuentran en fase de proyecto.

Por un lado, a partir de la Comunicación de 16 de abril de 1997 sobre “Iniciativa europea de comercio electrónico”, existe una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a determinados aspectos jurídicos del comercio electrónico en el mercado interior. El Consejo de la Unión Europea adoptó el día 28 de junio de 1999 la *Posición Común (CE) número 28/1999, con vistas a la adopción de la Directiva 1999/.../CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de ..., por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica* (DOCE C 243, de 27 de agosto de 1999). Se crean los conceptos de “firma electrónica avanzada” (vinculada al firmante y mantenible bajo su exclusivo control), “dispositivo seguro de creación de firmas”, “certificado reconocido”, “proveedor de servicios de certificación”, “producto de firma electrónica” o “acreditación voluntaria”. Se persigue que la firma electrónica cuente con los mismos efectos jurídicos que la firma manuscrita y que sea admisible como prueba en los procedimientos judiciales, promovándose su desarrollo a través de los proveedores de servicios de certificación (una suerte de “notarios electrónicos”). A efectos de clarificar el contenido de los cuatro anexos (titulados “Requisitos de los certificados conocidos”, “Requisitos de los proveedores de servicios de certificación que expiden certificados reconocidos”, “Requisitos de los dispositivos seguros de creación de firma electrónica” y “Recomendaciones para la verificación segura de la firma”), se creará el Comité de la firma electrónica.

Por su parte, el Gobierno español aprobó el pasado mes de julio de 1999 el *Anteproyecto de Ley sobre firma electrónica* en el que ya se anticipan los contenidos de la citada Posición Común (si bien cabe temer que no supere la tramitación parlamentaria, ya que la legislatura presente finaliza la próxima primavera). Cabe resaltar la disposición relativa a la posibilidad de emplear la firma electrónica por parte de las Administraciones Públicas. Regula además la actividad de los prestadores de servicios de certificación, respecto de los cuales se creará un Registro especial en el Ministerio de Justicia. Finalmente, establece un sistema de inspección y control de dicha actividad, junto con un régimen sancionador cuya competencia se atribuye a la Secretaría General de Comunicaciones del Ministerio de Fomento.

En todo caso, ambos proyectos persiguen el reconocimiento jurídico de la firma electrónica, estableciendo salvaguardas técnicas de verificación (con los denominados “dispositivos seguros de creación de firma electrónica”) a través de las entidades de prestación de servicios de certificación.

De cualquier forma, la consagración legislativa de este avance técnico no afectará al régimen general de Derecho de obligaciones y contratos. Partiendo del principio espiritualista del derecho contractual español (amparado en el artículo 1254 del Código Civil), cabe admitir la contratación a distancia, que es expresamente aceptada en el artículo 51 del Código de Comercio, respecto de la contratación telegráfica (siempre que las partes hayan admitido tal medio previamente y por escrito), o en el artículo 54 del Código de Comercio y 1262 del Código Civil (respecto de la contratación por correspondencia). Otra norma que ha consagrado esta clase de contratación ha sido la Ley 7/1996, de 15 de enero de 1996, de ordenación del comercio minorista, que permite la venta a distancia, cuando se transmita la propuesta y la aceptación por un medio de comunicación a distancia de cualquier naturaleza; existen normas de ordenación de la misma materia dictadas por las Comunidades Autónomas, pero que abarcan sólo sus respectivos territorios, y no medios de difusión más amplios como Internet. La venta a distancia también es objeto de la Directiva 97/7/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia.

Sin embargo, debe atenderse a las cautelas impuestas por la Ley 26/1984, de 19 de julio, general para la defensa de consumidores y usuarios, cuyo artículo 10 impone la acreditación documental de la operación. También la Ley 26/1991, de 21 de noviembre, sobre contratos celebrados fuera del establecimiento mercantil, exige la firma de un contrato específico por el propio consumidor. Por otro lado, la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo, impone la forma escrita para tales contratos, lo cual obliga a postergar la validez de tales negocios jurídicos en tanto no se equiparen totalmente documentos escritos y electrónicos (posiblemente a través del reconocimiento de la firma electrónica). Finalmente, deben observarse las exigencias legales en materia de incorporación, aceptación y acreditación de las condiciones generales en los contratos, a tenor de lo dispuesto en la Ley 7/1998, de 13 de abril.

La negociación y actividad comercial debe atender también a la tipificación penal en el Código Penal español de ciertas conductas, susceptibles de ser cometidas en el tráfico *on-line* y en la contratación vía Internet, como la interceptación del correo electrónico o la usurpación y cesión de datos de carácter personal (artículo 197), las estafas electrónicas (artículo 248 y siguientes), la revelación de secretos (artículo 278 y siguientes), la publicidad engañosa (artículo 282), o las falsedades documentales (artículo 390 y siguientes).

De hecho, existen normas precisas, en las cuales se han consagrado ya los efectos jurídicos de la transmisión telemática de datos, de los cuales cabe subrayar el Reglamento del Banco de España de 29 de marzo de 1996 (que desarrolla normas sobre criptografía y seguridad para las transmisiones ocurridas entre los centros de proceso de datos de entidades bancarias, orientadas al funcionamien-

to habitual del Sistema Nacional de Compensación Electrónica); el Real Decreto 263/1996, de 16 de febrero; la Instrucción de 29 de octubre de 1996, de la Dirección General de los Registros y del Notariado; las medidas adoptadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el cifrado y firma electrónica respecto de la información de las entidades supervisadas; o las normas fiscales que regulan la posibilidad de facturación por medios telemáticos (ver el artículo 88 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, y su desarrollo mediante el Real Decreto 1624/1992, de 19 de diciembre, el Real Decreto-Ley 14/1997, de 29 de agosto, y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de marzo de 1996, así como el Real Decreto 2402/1985, de 18 de diciembre).

Asimismo, de manera privada, se han desplegado iniciativas en materia de criptografía y creación de sistemas de transacciones seguros. Por ejemplo, un grupo de entidades (entre ellas algunas emisoras de tarjetas de crédito) ha desarrollado el sistema SET (*Secure Electronic Transaction*), que aspira a ser una norma estándar en el tráfico de datos *on-line*, en particular destinado a las transacciones de comercio electrónico en Internet.

Con posterioridad a la entrega de esta noticia, se ha publicado el Real Decreto-ley 14/1999, de 17 de septiembre, sobre firma electrónica (B.O.E. del 18), que recoge el anteproyecto al que nos hemos referido.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **7. APROBADA LA NUEVA ORDENANZA PARA EL REGISTRO DE VENTA A PLAZOS DE BIENES MUEBLES**

El Ministerio de Justicia aprobó la nueva Ordenanza para el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles por medio de la Orden de 19 de julio de 1999 (BOE del día 20 de julio de 1999), que entró en vigor a los quince días de su fecha de publicación. La nueva Ordenanza deja sin efecto las previas órdenes de 15 de noviembre de 1982, de 26 de junio de 1986 y de 27 de enero de 1995.

Se trata de una disposición que viene a culminar la reforma general del régimen aplicable a las ventas a plazo. Esa circunstancia resalta la importancia que tiene la Ordenanza que comentamos y que excede con mucho el alcance de esta nota en la que debemos limitarnos a introducir una reseña de algunos de los aspectos fundamentales de aquella. Cuando se dice que se está ante la culminación de un proceso de reforma, se recuerda la conexión que la regulación de la venta a plazos de bienes muebles tiene con una serie de disposiciones de singu-

lar transcendencia en el marco de la contratación mercantil y que han sido objeto en estos últimos años de importantes modificaciones. Nos referimos a la propia Ley 28/1998, de 13 de julio, de Venta a Plazos de Bienes Muebles, a cuyo desarrollo sirve la Ordenanza que nos ocupa. Pero también debemos dejar constancia de la incidencia que sobre la regulación de las ventas a plazos han tenido otras dos normas legales que la propia Ordenanza destaca en su preámbulo: la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo y la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación. Se aprecia así mejor la significación que tiene la Ordenanza para el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles, en la medida en que culmina desde una perspectiva tan decisiva como es la registral —con los efectos inherentes a la misma— el régimen aplicable a operaciones que en el tráfico económico actual no dan ya lugar a una contratación masificada o en serie, sino que inciden directamente sobre intereses cuya tutela el ordenamiento jurídico mercantil considera prevalente, siendo notorio que nos estamos refiriendo a la defensa de los intereses económicos de los consumidores.

Desde el punto de vista organizativo el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles se estructura de una forma similar a la de los Registros Mercantiles. Junto a los Registros de Ventas a Plazos Provinciales existirá un Registro Central, siendo la principal función de este último la de ser un centro “coordinador e informativo de los Registros Provinciales” con aprovechamiento de las más modernas técnicas en materia de tratamiento de la información y comunicación.

La delimitación que los artículos 2 y 4 hacen de los hechos o actos susceptibles de ser objeto de inscripción certifica el muy amplio alcance de los Registros de Venta a Plazos. En ellos no sólo podrán ser objeto de inscripción contratos de venta a plazos, de ventas con precio aplazado, de financiación, de arrendamiento financiero, de arrendamiento con o sin opción de compra y cualquier otra modalidad de arrendamiento sobre bienes inmuebles, sino cualquier otro de los actos, contratos, pactos o circunstancias encuadrables en la amplísima relación que hace el artículo 4. También caben anotaciones preventivas derivadas de embargos de distinta naturaleza sobre derechos previamente inscritos en el Registro o las demandas judiciales que se plantean en relación con los mismos.

Particular interés tiene el hecho de que la inscripción requiere que los contratos encuadrables en las categorías inscribibles enumeradas por los artículos 2 y 4 se ajusten a los “modelos oficiales aprobados por la Dirección General de los Registros y del Notariado”, modelos cuyo contenido necesario desglosa el artículo 11 de la Ordenanza y que la citada Dirección General deberá de haber adaptado dentro de los seis meses siguientes a la entrada en vigor de la Ordenanza (Disposición Adicional 3). En esa labor de adaptación es importante recordar que no sólo se trata de dotar de un determinado formato a los docu-

mentos contractuales, sino que también habrá de llevarse a cabo la correspondiente adecuación del formato y contenido de los campos de tales contratos a los sistemas informáticos que los Registros Provinciales y Central de Ventas a Plazos mantengan.

En el plano contractual se establece la necesidad de expedir de cada contrato al menos tantos ejemplares como partes puedan intervenir en aquél, pudiéndose presentar ante el Registro tal contrato o los actos relacionados con el mismo por cualquiera de los interesados. La calificación deberá llevarla a cabo el Registrador en los ocho días hábiles siguientes a la fecha de presentación. También deberán respetar las formalidades que en su momento se impongan en cuanto a los modelos aplicables las novaciones o modificaciones de contratos, pudiendo también tener constancia registral la cesión de derechos dimanantes de contratos susceptibles de inscripción en el Registro de Ventas a Plazos incluso cuando la misma se lleve a cabo a través de la titulación de los derechos inscritos.

El artículo 24 enuncia los importantes efectos derivados de la inscripción en el Registro de Ventas a Plazos. En primer lugar, se establece la presunción según la cual los derechos y garantías inscritos existen y pertenecen a su titular en la forma que resulte del Registro. En segundo término, que los contratos inscritos son válidos, salvo prueba en contrario. En tercero, que el arrendador con contrato inscrito y el favorecido con la reserva de dominio, sea el vendedor o el financiador, tienen la propiedad del bien. En cuarto, que el contenido de los derechos inscritos es conocido por todos. Estos efectos se producirán desde la fecha del asiento de presentación.

Es obligada la mención a la protección de terceros de buena fe. Partiendo de que la buena fe se presume (artículo 29 *in fine*) y dado que la inscripción no convalida los actos o contratos nulos, quien hubiera adquirido a título oneroso y de buena fe algún derecho inscrito en el Registro y del que resulte su titularidad con facultades de disposición, será mantenido en su adquisición aunque se anule o resuelva el derecho del transmitente por causas de las que no hubiera constancia registral.

El Registro de Ventas a Plazos es evidentemente público para todo aquél con interés legítimo para conocer su contenido pero, además, ofrece muy distintas posibilidades para acceder a ese conocimiento (certificación, nota informativa, telecomunicación informática, etc.).

Como mención final debemos señalar que la Disposición Transitoria lleva a cabo una importante ordenación de los distintos Registros que han venido siendo introducidos a raíz de las distintas disposiciones indicadas al comienzo de esta nota. Se trata de ordenar las relaciones entre el Registro de Bienes Muebles, el de Condiciones Generales, el de Ventas a Plazos y adscribir dentro de ellos a diversas Secciones.

A modo de conclusión genérica puede apuntarse que estamos ante una disposición que tiene como principal mérito el de ordenar y sistematizar el funcionamiento y efectos del sistema registral mercantil en lo relativo a la propiedad mobiliaria, materia cuyo adecuado tratamiento legislativo se venía aplazando dentro del marco general de nuestra legislación mercantil. Esa adecuación tiene tanta importancia en el plano jurídico como en el de funcionamiento práctico de la contratación y publicidad vinculadas con el Registro de Venta a Plazos.

*Juan Sánchez-Calero*

## **8. HABILITACIÓN NORMATIVA A LA CNMV SOBRE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: LA ORDEN DE 17 DE JUNIO DE 1999**

1. La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo (en adelante, ECR) y de sus Sociedades Gestoras (ver la noticia de CERVERA-MERCADILLO, en RDBB núm. 73, 1999, pág. 247 y ss.) ha establecido un régimen unitario de las ECR (categoría que abarca las Sociedades de Capital-Riesgo y los Fondos de Capital-Riesgo) y de sus Sociedades Gestoras. Aquellas ECR comparten un denominador común consistente en que su objeto principal debe estar referido a *“la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores”*. Para desarrollar aquella finalidad, las ECR pueden optar por la forma jurídica de Sociedades Anónimas (con un capital mínimo de 200 millones de pesetas) o de Fondos (con un patrimonio mínimo inicial de 275 millones de pesetas). En este último caso resulta imprescindible la presencia de una Sociedad Gestora, mientras que si adopta la forma de Sociedad, pueden confiar la gestión de sus activos a una Sociedad Gestora. Podrán gestionar aquellos Fondos y activos las Sociedades Gestoras de IIC.

2. El régimen de estas ECR establecido por la Ley 1/1999 obedece al esquema general que es común a las entidades financieras sometidas a supervisión administrativa y que implica un régimen de acceso condicionado a la previa autorización por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV y un régimen de ejercicio de su actividad (en especial, de sus inversiones) limitado por la normativa legal y reglamentaria. Asimismo, estas ECR están sometidas a un régimen de supervisión, inspección y sanción administrativa específico y homologable al resto de sujetos que actúan en los mercados financieros, por lo que se han atribuido las facultades de supervisión a la CNMV. Es, precisamente, en esta atribución donde reside el origen de la Orden de 17 de junio de 1999 “por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, de

5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras, habilitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas Entidades, normas contables y obligaciones de información de las Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras” (BOE núm. 155 del miércoles 30 de junio de 1999). Al igual que sucede con las restantes Entidades financieras sometidas a supervisión de la CNMV, la atribución de facultades de supervisión se ve acompañada por la habilitación a favor de dicha CNMV para dictar disposiciones relacionadas con aquellas funciones supervisoras. Estas disposiciones adoptarán la forma de Circulares conforme a lo previsto en el artículo 15 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

3. En particular, la Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 17 de junio de 1999 habilita a la CNMV para dictar disposiciones sobre ECR en tres aspectos: uno vinculado con las condiciones de acceso a la actividad típica de dichas ECR y sus Sociedades Gestoras y dos vinculados con las condiciones de ejercicio de aquella actividad.

4. En cuanto se refiere al acceso a la actividad de las ECR y sus Sociedades Gestoras, el artículo 10.3 de la Ley 1/1999, refiriéndose al procedimiento de autorización de las mismas, facultaba al Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, a la CNMV para determinar los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización y documentos relativos a cada tipo de ECR y adaptados a sus especialidades. El artículo 1º de la Orden de 17 de junio de 1999 recoge la habilitación expresa de aquel Ministerio en favor de la CNMV, al tiempo que establece que la documentación necesaria para obtener la autorización ministerial se deberá dirigir directamente a la CNMV, quien la remitirá al Ministerio con el informe y propuesta preceptivos.

5. En materia de condiciones de ejercicio de la actividad de las ECR y sus Sociedades Gestoras, la Orden de 17 de junio de 1999 incide en dos aspectos vinculados con la transparencia de aquellas Entidades. Por una parte, su artículo 2º 2 contiene la habilitación expresa del Ministro de Economía y Hacienda en favor de la CNMV, prevista en el artículo 21.2 de la Ley 1/1999, para determinar el contenido, frecuencia y alcance de la información que deberán facilitar las ECR y sus Sociedades Gestoras a la propia CNMV. Por otro lado, su artículo 2º 1 contiene asimismo la habilitación expresa del Ministro de Economía y Hacienda en favor de la CNMV, prevista en la Disposición Final Segunda de la Ley 1/1999, para que aquella, previo informe del ICAC, pueda establecer y modificar las normas contables y modelos a los que habrán de ajustar sus cuentas anuales las ECR y sus Sociedades Gestoras.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 9. INFORME DEL *TAKEOVER PANEL* SOBRE EL EJERCICIO 1998-99

Se ha publicado el informe del *Takeover Panel* (en adelante, “el *Panel*”) relativo al ejercicio cerrado a 31 de marzo de 1999.

Como es sabido, el *Takeover Panel* se compone de tres órganos distintos, esto es, el Comité Directivo (*Panel*), el Comité Ejecutivo (*Panel Executive*) y el Comité de Apelación (*Appeal Committee*). La misión del *Panel* es la administración del *City Code on Takeovers and Mergers* (en adelante, “el *Code*”), que pretende garantizar, frente a los accionistas de las sociedades involucradas, las buenas prácticas y la transparencia de los procesos de OPAs, fusiones y adquisiciones, sin entrar a calificar o enjuiciar las cualidades financieras, societarias o atinentes al derecho de la competencia, cuya responsabilidad corresponde a otros organismos nacionales o europeos. La actuación del *Panel* es extraordinariamente respetada; como muestra, podemos resaltar que no se ha formulado ni una apelación ante el *Appeal Committee* durante el ejercicio.

En su informe, el Presidente del *Panel*, Sir David Calcutt, subraya el incremento considerable de ofertas y propuestas en el último ejercicio, que acrecienta la evolución de los últimos años, habiéndose alcanzado en el concluido en marzo de 1999 cifras equiparables a las de finales de los años ochenta; cabe resaltar que, frente a 177 propuestas del ejercicio cerrado en marzo de 1998, durante este ahora terminado se han formulado 235, la cifra más alta del decenio pasado. Además, reitera las críticas que ha venido vertiendo el *Panel* acerca de la Propuesta de Decimotercera Directiva Europea, por entender que el sistema armonizado resultará más rígido y, en definitiva, menos garantista que el actual régimen de autorregulación, cuyo paradigma es el *Panel*. Resalta además la presentación al Parlamento por parte del Gobierno británico de un proyecto de nueva Ley sobre servicios y mercados financieros, tras un largo período de consultas.

Como hechos más destacados del ejercicio, reflejados en los comunicados emitidos por el *Panel*, podemos mencionar los procedimientos relativos a *Texas Utilities Company-Pacificorp-The Energy Group PLC* y a *The Great Universal Stores PLC-Argos PLC* (este último ya relevante en el ejercicio anterior), así como ciertos cambios en el *Code*, y el nombramiento de un nuevo Director General, Patrick Drayton.

El *Executive Panel* ha recalcado, en relación con las Reglas 2.4, 2.5 y 13 del *Code*, la importancia de la claridad en los términos dentro de las propuestas condicionadas, de modo que no se induzca a error al público acerca de las circunstancias en que efectivamente se formalizaría la propuesta, y, en todo caso, prohibiendo cláusulas condicionadas que resulten demasiado vagas o am-

plias, o las cuales dejen la determinación sobre la eventual concurrencia de la condición exclusivamente en el Consejo de la oferente. Además, debe facilitarse idéntica información a los diferentes competidores que se encuentren como oferentes, a tenor de la Regla 20.2. Por otro lado, se ha aclarado la interpretación de las Reglas 9 (en relación con la consideración global de los grupos de sociedades, respecto de las posiciones que puedan ostentar las diferentes sociedades) y 37 (respecto de la adquisición de las propias acciones por la sociedad o sus administradores, en procesos en que quepa presumir la inminencia de una oferta).

(En relación con informes del *Panel* de años anteriores, cfr. por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, las Noticias en RDBB 36, 1989, pp. 870-871; RDBB 38, 1990, p. 444-446; RDBB 43, 1991, pp. 844-846, y por DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, RDBB 57, 1995, pp. 205-207; RDBB 59, 1995, pp. 783-785; RDBB 63, pp. 842-845; RDBB 68, pp. 1.403-1.406 y RDBB 71, pp. 916-917.)

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

---

# **BIBLIOGRAFÍA**

---

## DERECHO BANCARIO

### — OBRAS GENERALES

LIBONATI, B., “La partecipazione di società di capitali ad una società di persone”, en *Rivista delle Società*, fascículo 6 (1998), p. 1540.

CHINI/FRÖHLICHSTHAL, “Praxiskommentar zum Bankwesengesetz. Mit Sparkassengesetz, Bausparkassengesetz, Depotgesetz, Investmentfondsgesetz, Beteiligungsfondsgesetz, Wertpapieraufsichtsgesetz und Kapitalmarktgesetz”, Viena (1997), 822 pp.

### — NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

AUINGER, CH., “Die Auswirkungen der Währungsunion auf das Recht der Kapitalgesellschaften” en *Ecolex*, nº 9 (1998), p. 698.

BECHTEL, W., “Umzug von Kapitalgesellschaften unter der Sitztheorie. Zur europarechtskonformen Fortentwicklung des internationalen Gesellschaftsrechts”, Frankfurt (1999), 228 pp.

DUPLAT, J.-L., “Le Comité Consultatif Bancaire, ses missions, son mode de fonctionnement et ses activités” en *Euredia*, nº 1 (1999), p. 21.

HAMBLOCH-GESINN/GRUNER, “Einführung des Euro: Auswirkungen auf den Bankjuristen” en *ZBB*, nº 1 (1999), p. 49.

HARTENFELS, H., “Euro - Bankrechtliche Aspekte am Morgen der Währungsunion” en *WM*, nº 1 (1999), suplemento especial 1-46.

HONNEN, M., “La passage du capital des sociétés françaises en euros” en *Droit et Affaires*, nº 590 (1999), p. 5.

HORN, N., “Zur Entwicklung des Finanzbinnenmarktes in Phase 3 der Europäischen Währungsunion” en *ZBB*, nº 1 (1999), p. 1.

KNAPP, A., “Das Problem der bewussten Zahlungsverzögerung im inländischen und EU-wieten Handelsverkehr” en *Rabels Zeitschrift für Ausländisches und Internationales Privatrecht*, nº 2 (1999), p. 295.

LUNAS DÍAZ, M.J., “La protección de los fines de la segunda Directiva bancaria a través de los conceptos de entidad de crédito y fondos reembolsables”, en *La Ley*, nº 4766 (31 de marzo de 1999), p. 5.

MOGG, J., “Looking ahead to the next century: EU priorities for financial services” en *Euredia*, nº 1 (1999), p. 9.

NICKEL, B., “Richtlinienvorschlag zur effektiven Besteuerung von Zinserträgen” en *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, nº 22 (1998), p. 686.

OTTERSBACHT, J., “Der Euro auf der Zielgeraden. Unternehmerische, bankwirtschaftliche und steuerliche Aspekte”, Berlín (1998), 147 pp.

PAZ FERREIRA, E., “A União Europeia e a resolução do problema informático do ano 2000” en *Revista da Banca*, nº 43 (1997), p. 55.

PLEWKA, H., “Umstellung auf den Euro. Rechtliche Grundlagen - Anpassungsnotwendigkeiten in den Unternehmen - Gestaltungsempfehlungen für die Rechts - und Wirtschaftspraxis”, Herne (1998), 257 pp.

REICH-ROHRWIG, J., “Euro-Umstellung. Gesellschaftsrecht, Bilanz- und Zivilrecht”, Viena (1998), 476 pp.

RODRÍGUEZ IGLESIAS, G.C., “Consideraciones sobre la formación de un Derecho Europeo” en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia*, nº 200 (1999), p. 11.

SELLA/PINZA/DESARIO, “Contributi - Convention ABI sull'euro” en *Bancaria*, nº 11 (1998), p. 2.

SPROCKHOFF, T., “Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf das Personengesellschaftsrecht” en *NZG*, nº 1 (1999), p. 17.

USHER, J.A., “Legal Background of the Euro” en *Sew Tijdschrift voor Europees en Economisch Recht*, nº 1 (1999), p. 12.

VELAZ NEGUERUELA, J., “Las cuentas anuales, régimen sancionador. Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 4 de diciembre de 1997, en relación con las sanciones para el caso de omisión de publicación de las cuentas anuales de las sociedades mercantiles y su repercusión en el Derecho interno” en *Comunidad Europea Aranzadi*, nº 6 (1998), pp. 27-30.

VON POSER, A.M., “Indexierung von Geldschulden nach Einführung des Euro” en *IWS*, nº 1 (1999), p. 29.

#### — ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CRISCUOLO, L., “Il fallimento della ‘banca di fatto’: una conferma” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, nº 2, parte 2ª (1999), p. 227.

FORTUNATO, S., “I bilanci d’esercizio e consolidate nel settore finanziario” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 2, parte 1ª (1999), p. 129.

STANGER/MOSER, “Going Public: Praktische Umsetzung des Börsengangs” en DB, nº 15 (1999), p. 759.

#### BANCOS

TERRANOVA, G., “L’accertamento giudiziale dello stato d’insolvenza delle banche” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 1, parte 1ª (1999), p. 1.

#### CAJAS DE AHORRO

MÖLLERS/LEISCH, “Eigengeschäfte von Sparkassen” en WM, nº 16 (1999), p. 765.

#### — ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BIEG, H., *Die externe Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute*, Munich (1999), 974 pp.

BOCK, M.A., *Staatsaufsicht über Finanzkonglomerate*, Frankfurt (1999), 192 pp.

BOTSCHEN, F., *Bankenaufsicht, internationale Ordnungsnormen und Risikomanagement bei Kreditinstituten*, Frankfurt (1998), 254 pp.

GÜNTHER/SCHARPF, *Marktrisiken in der Bankenaufsicht. Umsetzung der Marktrisikoregeln der Kapitaladäquanzrichtlinie*, Stuttgart (1998), 454 pp.

SCHNEIDER, H., “Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten” en ZHR, nº 2-3 (1999), p. 246.

#### — RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)

FUELLMICH/RIEGER, “Die Haftung der Banken für massenhaft fehlerhafte Treuhandmodellfinanzierung” en ZIP, nº 12 (1999), p. 465.

SCHNORBUS, Y., “Die Haftung für den Vertreter ohne Vertretungsmacht in der Kreditwirtschaft” en WM, nº 5 (1999), p. 197.

SPICKHOFF/PETERSHAGEN, “Bankenhaftung bei fehlgeschlagenen Immobilienerwerber-Treuhandmodellen” en BB, nº 4 (1999), p. 165.

#### — SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)

BERGLES/SCHIRNDING, “Geldwäschebekämpfung durch unterstützende Research-Systeme - Umsetzung in der Bankenpraxis” en ZBB, nº 1 (1999), p. 58.

BRUCHNER, H., “Bankenhaftung bei fremdfinanzierten Immobilienerwerb” en WM, nº 17 (1999), p. 825.

— “Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen: Geldwäsche-Typologienpapier” en ZBB, nº 1 (1999), p. 63.

CHAVES GALÁN, C.A., “Situación actual y perspectivas de futuro en torno a la lucha contra el blanqueo de capitales en la Unión Europea”, en Noticias de la Unión Europea, nº 165 (1998), p. 21.

EGGER, T.CH., *Die strafrechtliche Erfassung der Geldwäscherei. Ein Rechtsvergleich zwischen der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland*, Zurich (1998), 362 pp.

FRÜH, A., “Zur Bankenhaftung bei Immobilien-Kapitalanlagen” en ZIP, nº 17 (1999), p. 701.

HOFFMANN, TH., *Rechtliche Schranken interner informationsflüsse in Kreditinstituten*, Baden-Baden (1999), 256 pp.

KOBERSTEIN-WINDPASSINGER, C., “Wahrung des Bankgeheimnisses bei Asset-Backed Securities-Transaktionen” en WM, nº 10 (1999), p. 473.

SISKA, J., *Die Geldwäscherei und ihre Bekämpfung in Österreich, Deutschland und der Schweiz*, Viena (1999), 304 pp.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

ÁVILA ÁLVAREZ/DÍAZ MIER, “Mundialización: reflexiones sobre un concepto extendido” en Noticias de la Unión Europea, nº 172 (1999), p. 7.

DUWENDAG, D., *Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik*, Berlín (1998), 246 pp.

EICHENGREEN/MUSSA, “La libéralisation des mouvements de capitaux et le FMI” en Finance and Development, nº 4 (1998), p. 16.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ/MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, “La globalización de los mercados financieros” en Noticias de la Unión Europea, nº 172 (1999), p. 25.

LÓPEZ DE SILANES MARTÍNEZ, J.P., “El comercio internacional de servicios y su regulación multilateral en el marco de la OMC” en Noticias de la Unión Europea, nº 172 (1999), p. 87.

NSOULI/RACHED, “La libéralisation des flux de capitaux dans le Sud de la Méditerranée” en Finance and Development, nº 4 (1998), p. 24.

PINHEIRO ALVES, R., “Os novos desafios da actividade de ‘correspondent banking’ para os bancos portugueses” en Revista da Banca, nº 43 (1997), p. 5.

STILLER, D.F.R., “Ausländische Investitionen in der Republik Korea nach dem Foreign Investment Promotion Act” en RIW, nº 4 (1999), p. 283.

#### — CONTRATOS BANCARIOS

BLOCK, G., “Les incidences du passage à l’Euro en procédure civile” en Journal des Tribunaux, nº 5914 (1999), p. 97.

BOURGOIGNIE, TH., “European Community consumer law and policy: from Rome to Amsterdam” en Consumer Law Journal, nº 4 (1998), p. 443.

DAUSES, M.A., “Information der Verbraucher in der Rechtsprechung des EuGH” en Recht der Internationalen Wirtschaft, nº 10 (1998), p. 750.

DOYLE, A., “Unfair Terms: no Unconstitutional Transposition” en Consumer Law Journal, nº 1 (1999), p. 7.

DREXL, J., “Der Burge als deutscher und europäischer Verbraucher” en Juristenzeitung, nº 21 (1998), p. 1046.

D’USSEAUX, F.B., “Formal and substantive aspects of the transparency principle in European private law” en Consumer Law Journal, nº 3 (1998), p. 320.

FABIENKE, P.CH., “Erfüllung mi bargeldlosen Zahlungsverkehr” en JR, nº 2 (1999), p. 47.

HÄCKER, J., *Internet-Banking*, Wiesbaden (1998), 159 pp.

HOLZNAGER/HOEREN, *Rechtliche Rahmenbedingungen des elektronischen Zahlungsverkehrs*, Berlín (1999), 279 pp.

KNÖFEL, S., “Mandatory Rules and Choice of Law: A Comparative Approach to Article 7 (2) of the Rome Convention” en The Journal of Business Law (mayo 1999), p. 239.

LETE ACHIRICA, J., “La regulación de la venta a distancia de servicios financieros en la Comunidad Europea ¿una apuesta de futuro?” en La Ley, nº 4786 (30 de abril de 1999), p. 1.

MAESTRE CASAS, P., “Compatibilidad de las normas bancarias uniformes con el Derecho comunitario de la competencia” en La Ley, nº 4796 (30 de abril de 1999), p. 6.

MANKOWSKI, P., “Das Internet im Internationalen Vertrags- und Deliktsrecht” en Rabels Zeitschrift für Ausländisches und Internationales Privatrecht, nº 2 (1999), p. 203.

TANCA, F., “Errata indicazione del credito nella notificazione” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 1, parte 2ª (1999), p. 55.

TONNELIER/DEPUIS-TOUBOL, “Le commerce électronique vaut bien une réforme du droit de la preuve” en *Semaine Juridique*, n° 51 (1998), p. 2.011.

VORPEIK, K., “International Standby Practices” en *IWS*, n° 1 (1999), p. 43.

— **CUENTA CORRIENTE**

STINGONE, C., “Patto di interessi ultralegali e rilevanza dell’approvazione dell’stratto di conto corrente bancario” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 2, parte 2ª (1999), p. 211.

— **GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA**

DOLMETTA/PORTALE, “Cessione del credito e cessione in garanzia nell’ordenamento italiano” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 1, parte 1ª (1999), p. 76.

FLEISCHER, H., “Gegenwartsprobleme der Patronatserklärung im deutschen und europäischen Privatrecht” en *WM*, n° 14 (1999), p. 666.

KÜMPEL, S., “Elektronischen Geld (cyper coins) als Bankgarantie” en *NJW*, n° 5 (1999), p. 313.

RUFINI, D., “Considerazioni sull’accertamento della data nel pegno bancario, anche alla luce della disciplina contenuta nel testo unico in materia creditizia” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 1, parte 2ª (1999), p. 71.

SCHÄFER, C., “Die harte Patronatserklärung - vergebliches Struben nach Sicherheit? - Zum Bestimmungsproblem und zur dogmatischen Einordnung” en *WM*, n° 4 (1999), p. 153.

TARDIVO, C.-M., “Osservazioni a Cass., 10 marzo 1998, n. 2638, in tema di ultravigenza dell’abrogato art. 20, t.u. credito fondiario” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 1, parte 2ª (1999), p. 7.

TARDIVO, C.-M., “L’articolo 2855 c.c. e il credito fondiario: considerazioni sugli interessi di mora”, en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 2, parte 2ª (1999), p. 191.

TUCCI, A., “Contratti negoziati fuori da locali commerciali e accessoriarietà della fideiussione” en *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n° 2, parte 2ª (1999), p. 132.

WACHTER, TH., “Die Eurohypothek - Grenzüberschreitende Kreditsicherung and Grundstücken im Europäischen Binnenmarkt” en *WM*, n° 2 (1999), p. 49.

— **OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO**

EINSELE, D., “Haftung der Kreditinstitute bei nationalen und grenzüberschreitenden Banküberweisungen” en AcP, nº 1-2 (1999), p. 145.

KÖNDGEN, J., “Das neue Recht der Banküberweisung ... und die heimliche Aushöhlung des AGB-Gesetzes” en ZBB, nº 2 (1999), p. 103.

— **FACTORING**

BRINK, U., “Une nouvelle loi en Allemagne ouvre la voie à ratification de la Convention d’UNIDROIT sur l’affacturage international” en Revue de Droit Uniforme, Vol. III (1998-4), p. 770.

## DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL  
EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

ASSMANN/SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Köln (1999), 1047 pp.

BECKMANN, K./SCHOLTZ, R.-D., *Investment. Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen. Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschliesslich der steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien zu den wirtschaftlichen Grundlagen*, Berlín, 2.300 pp.

BLIESENER, D.H., *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlín (1998), 373 pp.

— *Drittes Finanzmarktförderungsgesetz*, Stuttgart (1998), 237 pp.

HARBARTH, ST., *Anlegerschutz in öffentlichen Unternehmen*, Berlín (1998), 517 pp.

LÖCKE, J., “Die Vorgaben der U.S. Securities and Exchange Commission zur Offenlegung des Jahr-2000- Problems bei börsennotierten Unternehmen” en Die AktienGesellschaft, nº 3 (1999), p. 108.

RÖTHLISBERGER, A.P., *Disclosure of Interests in Shares: A Comparative Analysis United Kingdom*, Zurich (1998), 74 pp.

ZOBL, D., *Das Börsenrecht der Schweiz - Switzerland's Stock Exchange Law*, Zurich (1998), 597 pp.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

THEISSEN, E., *Organisationsformen des Wertpapierhandels. Gesamtkursermittlung, kontinuierliche Auktion und Market-Maker-System*, Wiesbaden (1998), 398 pp.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN

BUNK/SCHNELL, “Going Public in Mittel- und Osteuropa” en IWB, nº 2 (1999), p. 69.

KNOTT, J., “Nachgründung mi Anschluss an Börsengänge” en BB, nº 16 (1999), p. 806.

ZACHARIAS, E., *Börseneinführung mittelständischer Unternehmen. Rechtliche Grundlagen und strategische Konzepte bei der Vorbereitung des Going Public*, Berlín (1998), 236 pp.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BIRNBAUM, G., “Die jährliche Prüfung des Wertpapierdienstleistungsgeschäfts bei Wertpapierdienstleistungsinstituten nach Paragraf 36 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)” en WpG, nº 3 (1999), p. 110.

BUHK, M., *Die Haftung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei der Anlagevermittlung der Anlageberatung*, Frankfurt (1999), 206 pp.

ELLENBERGER, J., “Die neue Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Börsenterminhandel” en WM, nº 3 (1999), suplemento especial 2/99.

GROSS, W., “Die börsengesetzliche Prospekthaftung” en Die AktienGesellschaft, nº 5 (1999), p. 199.

HARRER/HEIDEMANN, “Going public - Einführung in die Thematik” en DStR, nº 6 (1999), p. 254.

JAKOB, E., *Initial Public Offerings. Aktuelle Entwicklungen des Aktienemissionsgeschäfts*, Wiesbaden (1998), 442 pp.

LENER, R., “Effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa sui contratti di borsa a termine negoziati da una banca o da una Sim per conto della clientela” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 1, parte 1ª (1999), p. 22.

PICOT/LAND, “Going Public - Typische Rechtsfragen des Ganges an die Börse” en DB, nº 11 (1999), p. 570.

POLTRONIERI, E., “I limiti alla responsabilità della società di intermediazione mobiliare per l’operato dei promotori di servizi finanziari” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 1, parte 2ª (1999), p. 32.

SANTOSUOSSO, D.U., “La buona fede del consumatore e dell’intermediario nel sistema della responsabilità oggettiva (a proposito della responsabilità della Sim per illecito del promotore)” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 1, parte 1ª (1999), p. 32.

WEGMANN/KOCH, “Die Emmissionpreisfindung im Zusammenhang mit der Börseneinführung von mittelständischen Unternehmen am seneinführung von mittelständischen Unternehmen am Neuen Markt” en DStR, nº 12 (1999), p. 514.

#### — OPERACIONES A PLAZO

ROSSET, R., “Der Begriff des Börsentermingeschäfts” en WM, nº 12 (1999), p. 574.

#### — OPAs

KRÜGER/KALBFLEISCH, “Due Diligence bei Kauf und Verkauf von Unternehmen” en DStR, nº 4 (1999), p. 174.

MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., “Las dificultades para la armonización en el Derecho comunitario del régimen de ofertas públicas de adquisición de valores de sociedades cotizadas” en Derecho de los Negocios, nº 10 (1999), p. 1.

MONTALENTI, P., “Opa: La nuova disciplina” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 2, parte 1ª (1999), p. 150.

#### — RÉGIMEN DE LOS INSIDER

CASPER, M., “Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen” en WM, nº 8 (1999), p. 363.

SCHNEIDER/BURGARD, “Scalping als Insiderstraftat” en ZIP, nº 10 (1999), p. 381.

SEEGER, H., “Insiderhandel am Aktienmarkt”, Frankfurt (1998), 351 pp.

SÜSSMANN, R., “Die befugte Weitergabe von Insiderfakten” en Die AktienGesellschaft, nº 4 (1999), p. 162.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

KÖNIG, M., *Anlegerschutz um Investmentrecht*, Wiesbaden (1998), 326 pp.

**TÍTULOS VALORES**

— **EN GENERAL**

GEHRING, B., “Asset-Backed Securities im amerikanischen und im deutschen Recht”, Munich (1999), 206 pp.

— **VALORES MOBILIARIOS**

PAZ FERREIRA, E., “Títulos de dívida pública e valores mobiliários” en Revista da Banca, nº 43 (1997), p. 27.

— **ACCIONES**

ACERBI, G., “Osservazioni sulle stock options e sull’azionariato dei dipendenti” en Revista delle Società, nº 5 (1998), p. 1.193.

KALLMEYER, H., “Aktionsoptionspläne für Führungskräfte im Konzern” en Die AktienGesellschaft nº 3 (1999), p. 97.

WEISS, D., “Aktionsoptionsprogramme nach dem KonTraG” en WM, nº 8 (1999), p. 353.

— **TÍTULOS CAMBIARIOS**

CETRA, A., “Sull’interpretazione dell’exceptio doli cambiaria” en Banca Borsa e Titoli di Credito, nº 2, parte 2ª (1999), p. 177.

AA.VV., *Le secteur bancaire et la concurrence/De banksector en de mededinging*, Bruylant, Bruselas, 1997, 162 pp.

La obra recensada constituye la recopilación de las actas de la jornada de estudio que tuvo lugar el 6 de junio de 1996 y que fue organizada por la Asociación Europea para el Derecho Bancario y Financiero-Bélgica, siendo publicada dentro de la interesante colección “*Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium*” instaurada por la citada Asociación.

El propósito general de la jornada, y que se refleja en los trabajos objeto de publicación, es el análisis de la aplicabilidad de las disposiciones comunitarias en materia de competencia, concentraciones y ayudas de Estado al sector bancario.

En la Introducción a la obra, el Profesor Claus EHLERMANN centra la cuestión, refiriéndose al empleo por parte de la Comisión Europea de los artículos 85 y 86 del Tratado CEE como herramienta de control de la competencia en el sector bancario, para el cual no existen excepciones como las previstas en el ámbito de la agricultura. No obstante, como él mismo observa, a veces tal aplicación es compleja, como han demostrado casos recientes, por ejemplo las medidas de salvamento de *Crédit Lyonnais*.

En su contribución titulada “*Le secteur bancaire au regard du droit de la concurrence, principes juridiques de base*”, Denis WALBROECK recuerda que sólo el Reglamento 17/62, del Consejo, de 6 de febrero de 1962, puede aplicarse al sector bancario, para el cual no existen normas de competencia particulares. En todo caso, la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el Asunto 172/80, de 14 de julio de 1981 (*Züchner*), consagra la aplicabilidad de los artículos 85 y 86 del Tratado CEE al sector bancario, en el cual sólo se ha declarado una infracción del citado artículo 85 por parte de la Comisión Europea en su Decisión de 25 de marzo de 1992, asunto IV/30.717-A (*Eurochèques*: acuerdo de Helsinki). Otro caso de especial interés al que se refiere es la concesión de una exención respecto de los acuerdos entre la *Banque Nationale de Paris* y el *Dresdner Bank* (Decisión de 24 de junio de 1996, asunto IV/34.607). También se refiere WALBROECK a las concentraciones de dimensión comunitaria, para las cuales se prevé un control por las instituciones

comunitarias, con reglas específicas de aplicación al sector bancario, primero en el Reglamento 4064/89, del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, y luego en el Reglamento 1310/97, del Consejo, de 30 de junio de 1997, que modifica el anterior, y al cual nos hemos referido en esta Revista (v. RDBB 67, pp. 1.032-1.034). Finalmente, estudia los dos casos en los cuales la Comisión Europea se ha pronunciado por poder constituir ayudas de Estado a tenor de artículo 92 del Tratado CEE: los planes de saneamiento de *Banco Español de Crédito, S.A.* y de *Crédit Lyonnais*, en 1994 y 1995, respectivamente.

Jacques ZACHMANN dedica su trabajo a la sistematización de los principios generales de competencia aplicables a este sector (“Principes économiques de base et leur application aux marchés bancaires”), y que, dentro de la economía de mercado, articula, por una parte, como la libertad de intercambios, y, por otra parte, como política de competencia, en tanto que principio político (heredado de la pionera legislación en Estados Unidos y Alemania), acción sobre los mercados y modo de intercambio entre los agentes económicos (según criterios de racionalidad y eficacia, fundados en las teorías de WALRAS y PARETO). Analiza asimismo el concepto de mercado (sobre la base de la teoría de los costes de transacción y la teoría de juegos) y sus fallos, como presupuesto no imprescindible para la aplicación de las reglas de competencia.

Las ayudas de Estado en el sector bancario son el objeto de estudio de Marc DASSESSE (“Aides d’Etat et activités bancaires: l’impact du droit de la Communauté Européenne”), quien se refiere de modo particular al supuesto de la concesión de préstamos por parte de entidades de crédito a un cliente que haya recibido una ayuda de Estado considerada irregular, y el riesgo que en dicho supuesto asume la entidad bancaria en caso de que el Estado reclame la devolución de la ayuda. Como ilustración, el autor expone la Sentencia recaída en el asunto *Breda contra Manoir*, del Tribunal de Comercio de Bruselas, de 13 de febrero de 1995. Reprocha finalmente a la Comisión Europea su “largo silencio”.

Desde su experiencia pasada a la cabeza de la Dirección General IV de la Comisión Europea, el Profesor Aurelio PAPPALARDO (“L’approche de la Commission et la jurisprudence communautaire”), tras propugnar la aplicabilidad del artículo 85 del Tratado CEE al sector bancario a falta de una norma propia, analiza el supuesto de la concertación de las entidades de crédito en la fijación de comisiones a la clientela, a partir de las Sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el asunto *Züchner* (a la que ya nos hemos referido) y en el asunto *Van Eycke/Aspa* (Sentencia de 21 de septiembre de 1988, en el asunto 267/86), y con especial mención a las decisiones de la Comisión Europea en virtud del artículo 85 y la Comunicación de la Comisión Europea de 27 de septiembre de 1995.

El Profesor Bernard VAN DE WALLE DE GHELCKE (“De banksector en de mededinging. Algemene bedenkingsregels”) lleva a cabo un análisis general de las diferentes líneas de actuación en materia de competencia, esto es, las prácticas concertadas, las concentraciones empresariales y las ayudas de Estado.

En “Les règles de la concurrence et le secteur bancaire”, Jacques STEENBERGEN se centra en los acuerdos concertados y las concentraciones, sin entrar a analizar la cuestión de las ayudas de Estado. Sistematiza la práctica de la Comisión Europea, repasando: (i) las decisiones y prácticas fuera del ámbito de aplicación del artículo 85 del Tratado CEE (*Irish Banks Standing Committee, Association Belge de Banques, Associazione Bancaria Italiana, y Halifax Building Society/Bank of Scotland*), bien por no provocar restricciones a la competencia o por no producir una incidencia desfavorable en el comercio entre Estados miembros; (ii) acuerdos y prácticas exentos por aplicación del artículo 85.3 (*Eurochèques, Association Belge de Banques, Associazione Bancaria Italiana, Nederlandse Bankiersvereniging*, y pagos transfronterizos); (iii) acuerdos y prácticas sometidos al artículo 85.1 y que no pueden ser objeto de exención (*Association Belge de Banques, Associazione Bancaria Italiana, y Nederlandse Bankiersvereniging*); (iv) acuerdos y prácticas respecto de los cuales ha recaído una decisión imponiendo sanciones (*Eurochèques*); (v) otras cuestiones como fijación de tipos de interés, alianzas estratégicas, cláusulas de exclusividad, prohibición de conceder garantías adicionales sin la autorización del prestamista, o préstamos sindicados; y (vi) las concentraciones empresariales (decisiones en los asuntos *BNP/Dresdner, Fortis/CGER-ASLK, ING/Barings, Generales Bank/Crédit Lyonnais, Mediobanca/Generali, Bai/Banco Popolare di Lecco, CGER/SNCI, Kyowa/Saitama, y Chase Manhattan/Chemical Bank*). A juicio del autor, los principales problemas de competencia en el sector bancario surgen, por una parte, como consecuencia de alianzas internacionales entre entidades de crédito, y, por otro lado, por efecto de la contratación entre las entidades de crédito y sus clientes, bajo formas próximas a la exclusividad.

En su exposición sobre “Les systèmes de paiement. Réflexions sur la notion du marché dans le secteur bancaire”, la Profesora Blanche SOUSI diferencia entre el supuesto de relaciones bilaterales y relaciones multilaterales en relación con los sistemas de pago. A este respecto, analiza la postura mantenida por la Comisión Europea, en particular en su Comunicación de 13 de septiembre de 1995.

Con una sugerente referencia cinematográfica en el título de su intervención (“De banksector en de EG-mededingingsregels - Van ‘Close Encounters of the third kind’ tot in- en aanpassing - enkele kanttekningen”), el Profesor Jacques H.J. BOURGEOIS formula una reflexión de carácter general y recapitulatorio en esta materia donde confluyen, como unos “encuentros en la tercera fase”, el derecho de la competencia y el derecho bancario.

No podemos dejar de subrayar la muy interesante aportación de Christophe STEYAERT, el cual contribuye a esta obra con una práctica “lista de referencias” de derecho de la competencia en el sector bancario, donde compila la legislación y jurisprudencia comunitarias, así como cierta doctrina, debidamente estructuradas en las tres ramas del Derecho de competencia (acuerdos concertados, concentraciones y ayudas de Estado).

En esta materia, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas ha dictado, con fecha 21 de enero de 1999, una interesante Sentencia (en los Asuntos acumulados C-215/96 y C-216/96, *Bagnasco y otros contra la BPN y la Carige*), en la cual reitera la aplicabilidad de los artículos 85 y 86 al sector bancario. MAESTRE CASAS realiza un agudo comentario a dicha Sentencia (v. La Ley, 30 de abril de 1999, pp. 6-9), donde subraya que el Tribunal no resuelve la incidencia que una eventual declaración de nulidad de normas bancarias uniformes pudiera tener sobre contratos celebrados anteriormente, y que, en este caso, traslada las consecuencias que podría acarrear una decisión así a la autoridad nacional italiana.

En España hemos podido asistir a lo largo de 1999 a un excepcional (por el tamaño de las entidades implicadas) proceso de concentración bancaria, resultado de la fusión entre el Banco de Santander, S.A. y el Banco Central Hispanoamericano, S.A. Dicha fusión, cuyo proyecto fue presentado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el día 22 de enero de 1999 (hecho relevante número 15.020), fue objeto de intervención pública, por cuanto el Gobierno aprobó, mediante la Orden del Consejo de Ministros de 29 de julio de 1999 (B.O.E. de 24 de septiembre), la concentración empresarial, si bien sometién-dola a determinadas condiciones, consistentes básicamente en la enajenación de participaciones industriales ostentadas por las dos sociedades fusionadas, en aras de garantizar la competencia en los diferentes sectores en los cuales la presencia indirecta de las dos entidades bancarias era particularmente relevante.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*