

PRESENTACIÓN

DIEZ AÑOS DE VIGENCIA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y SU REFORMA

El pasado mes de julio de 1998 se cumplieron los diez primeros años de vigencia de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. El Consejo de Dirección de la Revista consideró que ese hecho nos situaba ante un momento oportuno para, desde estas páginas, invitar a una reflexión sobre lo que la LMV ha significado en la ordenación de nuestros mercados de valores y en la de sus protagonistas.

Invitamos a distintos colaboradores para que remitieran las contribuciones que consideraran oportunas en relación con los muchos puntos de interés que la propia Ley y la experiencia vivida desde su promulgación y aplicación ofrecían. Esa iniciativa tuvo una acogida muy satisfactoria, como puede apreciarse en las páginas que siguen. Sucedió, además, que al proyecto basado en la revisión de la vigencia de la LMV durante sus diez primeros años vino a añadirse la presentación del correspondiente Proyecto de Ley que, tras su tramitación parlamentaria, dió lugar a la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores. Los autores que habían anunciado el envío de distintas contribuciones, aceptaron proyectar sus estudios no ya hacia lo que había sido hasta entonces el Derecho vigente, sino también hacia la reforma legislativa hoy culminada.

Con el fin de ordenar sistemáticamente los numerosos trabajos recibidos se han agrupado en distintos epígrafes de acuerdo con el siguiente índice:

1. ASPECTOS GENERALES

GARCIA DE ENTERRIA, Javier

Ordenación de los mercados de valores y operaciones de privatización

MADRID PARRA, Agustín

Repercusión de las nuevas tecnologías en la reforma del mercado de valores

SANCHEZ ANDRES, Anibal

Nueva legislación del mercado de valores (Observaciones preliminares al Anteproyecto de 1985)

2. COMPETENCIAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES

ABELLA SANTAMARIA, Jaime

Competencias estatales y autonómicas sobre el mercado de valores. La Sentencia del Tribunal Constitucional

FUERTES, Mercedes

El Derecho sancionador en los mercados de valores: La eterna reforma

3. VALORES NEGOCIABLES

CERVERA-MERCADILLO, Victor

Las participaciones como valores mobiliarios negociables

CORTES GARCIA, Eduardo

Derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores anotados

GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis

Naturaleza de los valores tabulares

MARTÍ SANCHEZ, J. Nicolás

La representación de los valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español

RECALDE CASTELLS, Andrés

Los “valores negociables” ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?

4. ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

DIAZ RUIZ, Emilio

Los otros mercados secundarios de valores

GONZALEZ CASTILLA, Francisco

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A. y sus <Funciones Normativas>

NIETO CAROL, Ubaldo

Las Bolsas de Valores

PALA LAGUNA, Reyes

El Segundo Mercado de valores. ¿Una reforma pendiente?

SANCHEZ ANDRES, Anibal

La protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones

SANCHEZ MIGUEL, María Candelas

La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles

5. CONTRATOS

CACHON BLANCO, José Enrique

Las relaciones jurídicas de representación de las sociedades de valores, de agencias de valores y de otros intermediarios del mercado de valores

QUINTANS EIRAS, María Rocio

Las relaciones de intermediación en la colocación de valores

SALINAS ADELANTADO, Carlos

El principio de concentración de las operaciones bursátiles: el impacto de la Ley 37/1998 de reforma de la Ley del Mercado de Valores

VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo María

Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones: algunos aspectos contractuales

6. CUESTIONES SOCIETARIAS

FERNANDEZ DE ARAOZ, Alejandro

La responsabilidad de los administradores por infracción de la normativa del mercado de valores

FLORES DOÑA, María de la Sierra

Responsabilidad administrativa por infracción al régimen de participaciones propias y recíprocas en sociedades anónimas

SANCHEZ CALERO, Fernando

De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades

TAPIA HERMIDA, Antonio

La responsabilidad de los administradores y directores de sociedades y agencias de valores

7. FONDOS DE INVERSION

TAPIA HERMIDA, Alberto

Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario Urgente del Real Decreto 926/1998

TIRADO SUAREZ, Francisco Javier

El capital social y el fondo mutual en las Entidades Aseguradoras

La extensión del conjunto de los trabajos reseñados ha obligado a desglosar su publicación a lo largo de los números ordinarios de la Revista correspondientes al presente año 1999. Esa publicación ha contado con la ayuda financiera de IBERDROLA, S.A., que agradecemos desde estas líneas.

Por otro lado, este número constituye el inicio de la colaboración editorial entre CENTRO DE DOCUMENTACIÓN BANCARIA Y BURSÁTIL y la Editorial LEX NOVA, que ha asumido la composición, difusión y distribución de nuestra Revista.

El Consejo de Dirección

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

1. **Aspectos generales**
 - Ordenación de los mercados de valores y operaciones de privatización. *Javier García de Enterría* 11
 - Repercusión de las nuevas tecnologías en la reforma del mercado de valores. *Agustín Madrid Parra* 31
 - Nueva legislación del mercado de valores (Observaciones preliminares al Anteproyecto de 1985). *Anibal Sánchez Andrés* 67
2. **Competencias sobre el Mercado de Valores**
 - Competencias estatales y autonómicas sobre el mercado de valores. La Sentencia del Tribunal Constitucional. *Jaime Abella Santamaría* 85
 - El Derecho sancionador en los mercados de valores: la eterna reforma. *Mercedes Fuertes* 109
3. **Valores Negociables**
 - Las participaciones como valores mobiliarios negociables. *Victor Cervera-Mercadillo* 131
 - Derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores anotados. *Eduardo Cortés García* 163

JURISPRUDENCIA

- Actuación errónea de la entidad bancaria y forma de la orden de transferencia: *Manuel José Vázquez Peña* 201

NOTICIAS

1.	Ley sobre introducción del euro: <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	243
2.	Modificaciones reglamentarias en la ordenación del mercado de valores: <i>Alberto J. Tapia Hermida</i>	244
3.	Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras: <i>Victor Cervera-Mercadillo</i>	247
4.	Resolución de 11 de diciembre de 1998, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España: <i>Jaime Baillo</i>	250
5.	La Carta Circular 13/1998, de la CNMV, relativa a fusiones de fondos de inversión: <i>Victor Cervera-Mercadillo</i>	252
6.	Mercados (consuetudinarios) de futuros: <i>Antonio Tapia Hermida</i>	254
7.	Propuestas de 17 de julio de 1998 para la modificación de la Directiva 85/611/CEE, relativa a organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios: <i>Victor Cervera-Mercadillo</i>	256
8.	El Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados y la actividad bancaria: <i>Francisco Javier Tirado Suárez</i> ...	259
9.	La afección de préstamos no hipotecarios en favor de los Bancos centrales: <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	264
10.	El proyecto de Ley de cajas de ahorro para Andalucía: <i>Rosario Cañabate Pozo</i>	265
11.	Real Decreto 2660/1998, de 14 de diciembre, sobre el cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito: <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	273
12.	Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas sobre la interpretación del concepto de fondos de reembolsables del público: <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	275
13.	Los contratos de gestión asesorada y de gestión discrecional de carteras de inversión: <i>Antonio Tapia Hermida</i>	278
14.	Modificaciones reglamentarias referidas a la figura del Creador de Mercado de Deuda Pública: <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	280

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	285
--------------------	-----

ARTÍCULOS

1. ASPECTOS GENERALES

ORDENACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y OPERACIONES DE PRIVATIZACIÓN

JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA
Catedrático de Derecho Mercantil
Vocal del Consejo Consultivo de Privatizaciones ⁽¹⁾

SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LOS PRINCIPIOS RECTORES DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN.
- II. LA UTILIZACIÓN DE LA OPA COMO INSTRUMENTO DE PRIVATIZACIÓN.
 - 1. **Supuestos.**
 - 2. **Insuficiencia del marco regulador de las OPAs.**
 - 3. **Condiciones y exigencias de utilización.**
- III. PROBLEMAS DE ARTICULACIÓN Y DE DESARROLLO DE LAS OPVs.
 - 1. **Importancia de las OPVs como mecanismo privatizador.**
 - 2. **La selección de entidades directoras y de coordinadores globales.**
 - 3. **Coordinadores globales y accionistas estables o significativos de la sociedad privatizada.**
 - 4. **Principio de concurrencia y control administrativo sobre la sociedad privatizada.**

(1) Este trabajo recoge reflexiones personales de su autor, y no necesariamente refleja ni interpreta la opinión institucional del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LOS PRINCIPIOS RECTORES DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN

Partiendo sin duda de la ausencia de cualquier referente normativo específicamente encargado de la ordenación jurídica de los procesos de privatización, así como de la sentida necesidad de sujetar a éstos a un régimen normalizado que permita garantizar debidamente su ordenado y regular desenvolvimiento, el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, “por el que se establecen las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado”, optó por someter dichos procesos a un conjunto de reglas y principios de marcado carácter rector y orientativo. Este Acuerdo no encierra propiamente ningún tipo de norma reglamentaria de naturaleza vinculante que discipline imperativamente la actuación de la Administración o de sus entes instrumentales en los procesos privatizadores, mediante la imposición de auténticas obligaciones directas con eficacia plena para sus destinatarios y para los administrados. Por el contrario, se limita a perfilar con efectos *ad intra* las directrices y orientaciones generales por las que han de regirse las actuaciones de los denominados “Agentes gestores”⁽²⁾ en relación a los actos de disposición de patrimonios públicos, entendiéndose por tales los que impliquen “la transferencia total o parcial de la propiedad de empresas, participaciones en el capital de sociedades, acciones, activos o unidades de negocio y, en todo caso, cuando la misma suponga para el sector público estatal la pérdida de influencia decisiva en la empresa de que se trate” (punto 5º del Acuerdo). En la medida, pues, en que este Acuerdo se proyecta sobre una situación de práctica deslegalización de las operaciones de transmisión de activos públicos al sector privado, es claro que a través suyo se verifica un inequívoco ejercicio de *self-restraint* y de autocontención por parte del poder ejecutivo, que trata de compensar dicha situación de vacío normativo mediante la formulación de un conjunto de garantías y

(2) Inicialmente los Agentes gestores eran tres: la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, la Agencia Industrial del Estado (creadas ambas por la Ley 5/1996, de 10 de enero, de creación de determinadas Entidades de Derecho Público) y la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (creada por el propio Acuerdo de 28 de junio de 1996, y que engloba las sociedades participadas por la Dirección General del Patrimonio del Estado). Sin embargo, como es notorio, el Real Decreto-Ley 15/1997, de 5 de septiembre, acordó la supresión de la Agencia Industrial del Estado y la transmisión de todas sus participaciones accionariales, bienes, derechos y obligaciones a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales. Para una perspectiva general sobre la formación y la estructura del grupo público empresarial, vid. CUERVO, *La privatización de la empresa pública*, Madrid, 1997, pág. 31 y sigs.

de principios ordenadores con los que acepta recortar y condicionar el margen de discrecionalidad que legalmente le corresponde ⁽³⁾.

La opción de no encastrar los procesos de privatización bajo un severo y detallado marco reglamentario y de someterlos a un simple conjunto de principios ordenadores de carácter general, justificada seguramente por el razonable propósito de preservar un margen de flexibilidad suficiente que permita amoldar las reglas de procedimiento a las características propias y distintivas de cada empresa o participación privatizada, ofrece como contrapunto una cierta indefinición e inseguridad, por la lógica dificultad de dotar a estas reglas de un contenido operativo cierto e inconcuso. Así ocurre, significativamente, con los principios de publicidad, transparencia y concurrencia, que el Acuerdo eleva genéricamente a principios rectores de los procesos privatizadores pero a los que no dota de contenido alguno, al venir formulados como simples imperativos generales de conducta de los Agentes gestores. Y ello, a pesar de la inequívoca trascendencia y del carácter preferente que se atribuye a dichos principios dentro del marco general de las privatizaciones, como incontestablemente acredita la creación de un órgano de control independiente —el Consejo Consultivo de Privatizaciones— encargado específicamente de velar por que el proceso en su conjunto y la propuesta concreta de venta se acomoden a los mismos (punto 9º del Acuerdo) ⁽⁴⁾.

Las dificultades para efectuar un enjuiciamiento efectivo de las distintas operaciones de venta de empresas y de participaciones públicas sin más respaldo material que el proporcionado por estos principios rectores puede advertirse fácilmente atendiendo a algunos de los problemas que ha suscitado en la experiencia española la utilización como instrumento de privatización de dos figuras mercantiles plenamente consagradas, como son las ofertas públicas de

(3) Así se reconoce en la exposición de motivos del ya citado Real Decreto-Ley 15/1997, de 5 de septiembre, cuando afirma que el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 “sentó para el futuro un *responsable grado de autolimitación* en la conducta elegida por el Gobierno para continuar en la profundización y racionalización de la modernización del sector público industrial”. Por lo demás, el concepto de “directriz”, en tanto que acto que condiciona o limita la esfera discrecional de los órganos destinatarios, aunque sin llegar a vincularla, es plenamente conocido en la doctrina administrativista; al respecto, vid. ampliamente P. MENÉNDEZ, *Las potestades administrativas de dirección y de coordinación territorial*, Madrid, 1993, pp. 52 y ss.

(4) En relación a la configuración jurídica del Consejo Consultivo de Privatizaciones, y a su articulación con las demás formas de control y de fiscalización de los procesos de privatización, vid. A. TRONCOSO REIGADA, *Privatización, empresa pública y constitución*, Madrid, 1997, pp. 449 y ss. Sobre el órgano equivalente existente en Francia, y las dudas que se han planteado en torno a su verdadera naturaleza jurídica, vid. MANNAL, “La commission de la privatisation”, AJDA, nº 78, 1997, págs. 551 y sigs.

adquisición (OPAs) y las ofertas públicas de venta (OPVs). Sin duda, en la medida en que estas dos instituciones se insertan en el ámbito propio de ordenación de los mercados de valores, es claro que las mismas se encuentran sometidas a un exhaustivo y riguroso marco normativo de alcance general que parece excluir, por su carácter eminentemente imperativo y necesario, cualquier control distinto al de legalidad, y que pretenda basarse en unos vagos principios generales que apelan antes que nada a simples criterios de oportunidad y de conveniencia. Con todo, aunque las posibilidades de regirse en este ámbito por reglas distintas de las formuladas legalmente sean bastante reducidas, las peculiares exigencias de control que presentan los actos de enajenación de patrimonio público y las sujeciones que resultan para los Agentes gestores de las reglas de conducta de las que se ha dotado el Gobierno para la realización de los procesos de privatización, y que lógicamente no rigen para los operadores privados, suscitan en este ámbito varias y delicadas cuestiones, que sirven para ilustrar la efectividad que pueden alcanzar, en tanto que instrumento de control, los principios de publicidad, concurrencia y transparencia.

II. LA UTILIZACIÓN DE LA OPA COMO INSTRUMENTO DE PRIVATIZACIÓN

1. Supuestos

De acuerdo con el modelo de OPA imperativa vigente en nuestro ordenamiento (art. 60 LMV), que erige a ésta en un instrumento de uso obligatorio para la adquisición o la cesión del control de cualquier sociedad bursátil ⁽⁵⁾, la utilización de este mecanismo para la realización de una operación de privatización puede resultar en ocasiones ineludible, como de hecho ha ocurrido en nuestra experiencia. En efecto, en la medida en que nuestro ordenamiento exige imperativamente que la adquisición de participaciones accionariales significativas se canalice a través de este mecanismo, con exclusión de cualquier otro, la obligación legal de formular una OPA ha de surgir siempre que la empresa privatizada cotice en los mercados de valores y la operación comporte la transmisión a un tercero del control de la sociedad, con superación de cualquiera de los umbrales o porcentajes previstos en el Decreto sobre OPAs, de 26 de julio de 1991.

(5) De las características y el fundamento de este modelo me he ocupado detenidamente en *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996, *passim*.

En realidad, y en los supuestos en que la privatización, por su especial significación o relevancia, pudiese concebirse como una operación de reordenación o de reestructuración de un sector económico, la necesidad de servirse de la OPA podría venir soslayada al amparo de la facultad de dispensa prevista en el art. 4.d) del reglamento de OPAs, que se condiciona a la adopción de un simple acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Sin embargo, y prescindiendo de las fundadas dudas de legalidad que suscita —por su notoria falta de cobertura legal— una facultad de exclusión como ésta, que se reconoce en términos prácticamente discrecionales y sin sujeción a criterio o límite alguno de orden material ⁽⁶⁾, lo cierto es que las peculiares características que distinguen a la OPA —de acuerdo con su significado institucional propio— parecen convertirla en un instrumento idóneo para la plena realización de los principios rectores que animan al programa de privatizaciones, y del que no debería prescindirse por meras razones de agilidad o conveniencia. Porque dado que a través de la OPA se fuerza al oferente a dirigir su oferta de adquisición al conjunto de los accionistas de la sociedad afectada, éstos quedan sometidos a una rigurosa paridad de trato que les permite participar por igual —en términos de precio y de posibilidad misma de liquidación de la inversión— de las condiciones en que se produzca la operación de privatización. En caso contrario, si el Agente privatizador transfiriese directamente el paquete accionario de control a quien resultase adjudicatario en un proceso cerrado de selección, los pequeños accionistas no sólo podrían sentirse perjudicados si el precio acordado difiriese del de mercado, sino que además se verían privados de la vía de salida que supone una OPA para quienes prefieran no permanecer en la sociedad afectada tras la modificación de su composición accionarial.

Atendiendo, pues, a exigencias palmarias de confianza y de transparencia absolutamente ineludibles en las operaciones de privatización que comporten la transmisión del control de una sociedad bursátil, es claro que la disposición de los paquetes accionariales significativos integrados en el sector público dentro de un procedimiento abierto y regularizado como el que por definición encarna la OPA resulta preferible, en línea de principio, a cualquier otro mecanismo alternativo ⁽⁷⁾.

⁽⁶⁾ Vid., al respecto, A. JIMÉNEZ-BLANCO, “Los supuestos excluidos de las ofertas públicas de adquisición”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a E. Verdera y Tuells*, t. II, Madrid, 1994, p. 1336 y ss.

⁽⁷⁾ Sin prejuzgar así, por tanto, el fundamento intrínseco de un sistema tan riguroso y severo como el de la OPA obligatoria, que en términos generales resulta sumamente cuestionable; al respecto, vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La OPA obligatoria*, cit., p. 135 y ss.

2. Insuficiencia del marco regulador de las OPAs

La concordancia objetiva de la OPA con los principios rectores del programa de privatizaciones no supone, en todo caso, que el recurso a este mecanismo para la transmisión unitaria de una participación accionarial de control pueda efectuarse libremente, sin más sujeciones que las resultantes del necesario sometimiento a la exhaustiva y rigurosa normativa que lo disciplina. En efecto, el hecho de que en la OPA la iniciativa corresponda desde un punto de vista jurídico al oferente, que es quien formalmente decide sobre el momento y los términos en que formula su oferta, implica aparentemente una alteración sustancial de los presupuestos bajo los cuales suele desarrollarse cualquier privatización, y que lógicamente postulan reservar al Agente gestor el impulso y la posición decisoria sobre el conjunto de la operación. Porque en la medida en que la OPA ha de ser formulada por quien pretende la adquisición del paquete de control de la sociedad afectada, y no por quien trata de transmitirlo, se suscita el riesgo de que la posición activa que obviamente ha de corresponder al ente público en cuanto a la fijación de las normas de procedimiento y a su concreta ordenación temporal pueda verse mermada o, al menos, indebidamente interferida.

Sin duda, podría entenderse que el carácter público de las OPAs y el riguroso principio de transparencia informativa que sustenta dominadoramente todo su entramado normativo, junto a la posibilidad de cualquier persona interesada de concurrir al proceso a través de la formulación de una OPA competidora, garantizan suficientemente la vigencia de los principios de publicidad, concurrencia y transparencia de cualquier privatización así realizada. Sin embargo, y en atención al premioso principio de igualdad de oportunidades que ha de presidir cualquier acto de disposición de activos públicos, no cabe obviar que el marco regulatorio de las OPAs ofrece notables distorsiones e insuficiencias desde esta perspectiva, que en principio debieran ser corregidas y compensadas por el Agente gestor durante la fase anterior a la formulación de cualquier oferta de adquisición.

Así ocurre, básicamente, por la restrictiva regulación de las OPAs competidoras contenida en el Decreto de 26 de julio de 1991 que, al atribuir una posición claramente ventajosa a quien formule su oferta en primer lugar, recorta de forma severa cualquier posibilidad efectiva de instrumentar auténticas pujas o concursos por la sociedad afectada. Porque al limitarse al primer oferente la facultad de mejora de la oferta en el supuesto de formulación de OPAs competidoras (art. 36.2), es manifiesto que la empresa que se adelante en el lanzamiento de su oferta adquiere una más que significativa ventaja táctica frente a eventuales competidores, que deberían incorporarse al proceso de adquisición a través de una oferta definitiva y plenamente vinculante para ellos que, sin embargo, podría ser mejorada por aquélla. Mientras que los oferentes que concurren a un

proceso ya abierto quedan definitivamente comprometidos por las condiciones en que formulen su oferta, sin posibilidad alguna de mejora o de rectificación, el primer oferente —y solamente él— disfruta siempre de la facultad de modificar los términos de la suya y, con ello, de ofrecer una contraprestación superior a la de sus competidores⁽⁸⁾. Se añade a ello la propia perentoriedad de los plazos legalmente previstos para la formulación de OPAs competidoras (quince días desde la publicación de la oferta precedente, según lo previsto en el artículo 33 del reglamento), que contribuye también a recortar seriamente cualquier posibilidad real de concurrencia por parte de eventuales empresas o grupos alternativos que tratasen de incorporarse a una operación de privatización ya iniciada.

Con independencia de la valoración que pueda merecer un régimen tan restrictivo⁽⁹⁾, lo que es indudable es que el mismo no puede ser ignorado en la consideración de la OPA como instrumento de privatización. Y es que los principios por los que han de guiarse los procesos privatizadores comportan seguramente unas exigencias muy superiores a las que ofrece la mera posibilidad de competir de forma tardía y apresurada con otra oferta de adquisición ya formulada mediante el lanzamiento de una OPA competidora, que por lo demás el primer oferente estaría siempre en condiciones de mejorar. La puesta en práctica de conductas estratégicas y ventajistas como las que indirectamente fomenta este marco regulador, que puede resultar irreprochable en cualquier operación que sólo involucre a empresas privadas, no parece acomodarse en ningún caso al riguroso plano de igualdad que ha de presidir cualquier acto de enajenación de patrimonio público.

Además, el propio carácter reglado y apremiante de los plazos a los que ineludiblemente ha de ajustarse el desarrollo de una OPA puede dificultar también de modo notable el cumplimiento de otros requisitos establecidos en el

(8) Hasta tal punto el proceso competitivo está sesgado, que en la experiencia española no han faltado intentos por eludir esta incómoda y desventajosa posición que la ley reserva a los eventuales competidores de una OPA ya formulada recurriendo a un ingenioso —aunque de más que dudosa legalidad— expediente, como es el de incorporarse a un proceso de adquisición abierto, no a través de la preceptiva formulación de una OPA competidora, sino mediante una simple promesa de OPA futura, que el promitente se compromete a lanzar tras la liquidación de la OPA inicial; de esta cuestión me he ocupado detenidamente en “¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente”, *La Ley*, 1992/4, p. 1178 y ss., y en “De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA”, *La Ley*, 1994/1, p. 944 y ss., con ulteriores referencias.

(9) Ofrecen valoraciones contrapuestas del mismo, por ejemplo, SÁNCHEZ ANDRÉS, “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”, en la obra colectiva *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, p. 14, y ARRUÑADA, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Madrid, 1990, p. 200.

programa de privatizaciones, y en particular el referido a la necesaria obtención de “informe o informes externos que indiquen la valoración estimada” de la participación privatizada (punto 6º, apart. 3, del Acuerdo). Aunque la justificación de esta valoración externa podría cuestionarse en el caso de una operación bursátil como la OPA, en la que se parte de una estimación económica objetiva por parte del mercado en cuanto al valor de la empresa, la necesidad de prevenir cualquier riesgo de transferencia a operadores privados de activos públicos por debajo del que sería su auténtico valor real o liquidatorio parece postular una aplicación generalizada de esta particular exigencia, sin excepciones de ningún tipo. Se añade a ello que el propio valor de mercado apuntado por la cotización no siempre será suficientemente indicativo en el marco de una privatización, toda vez que la naturaleza pública del antiguo socio significativo o mayoritario puede haber introducido importantes correcciones o distorsiones en el proceso económico de formación de precios.

3. Condiciones y exigencias de utilización

Las disfunciones que suscita la transmisión de participaciones accionariales integradas en el sector público en el seno de un procedimiento como la OPA determina, en consecuencia, que las peculiares garantías de publicidad, transparencia y concurrencia a las que ha de acomodarse cualquier operación privatizadora deban ser garantizadas en una fase previa, anterior al momento de formulación de cualquier oferta definitiva. De hecho, lo habitual en cualquier mercado es que las OPAs se formulen en virtud de un acuerdo previo entre el oferente y la sociedad afectada y que los términos de aquéllas sean negociados y convenidos por ambas partes antes de su lanzamiento, al objeto de acordar compromisos con quienes estén interesados en la adquisición del control social y de someter la venta a un conjunto de condiciones previamente prefijadas. Y esta práctica no sólo es común, sino que evidentemente resulta obligada, cuando existe algún accionista que disfruta de una posición mayoritaria en la sociedad afectada, por la lógica inviabilidad práctica de cualquier oferta que no cuente con la debida aquiescencia del socio de control.

En consecuencia, en los supuestos en que el control de la sociedad cotizada corresponda a un ente público, la atención y consideración a los principios rectores del programa de privatizaciones ha de producirse fundamentalmente a lo largo de esta fase previa y no sólo durante el breve periodo en que las OPAs están abiertas y en periodo de aceptación, cuando la actuación del Agente privatizador se encuentra ya claramente constreñida y encauzada por el carácter exhaustivo y constringente de la disciplina legal de las OPAs. Ello implica, por consiguiente, la necesidad del Agente privatizador (con la colaboración, en su caso, de la entidad asesora que pueda haber sido seleccionada para participar en el diseño de la operación) de llevar a cabo una tarea preliminar de prospección y de estudio del mercado, en la que se fijen las condiciones mínimas e irrenuncia-

bles que permitan participar en la operación, se perfile el círculo de entidades potencialmente interesadas y se difunda la información que sea pertinente para facilitar tanto la adecuación económica de las posibles ofertas como la debida igualdad de oportunidades entre los participantes. De esta forma, el Agente gestor puede garantizarse el necesario control sobre el ritmo y el desarrollo de la operación privatizadora sin renunciar a la posición activa y conductora que lógicamente ha de asumir. Por mucho que la iniciativa para el lanzamiento de una OPA corresponda formalmente al oferente y no a quien trata de transmitir una participación significativa, es claro que el ente privatizador que pretenda desprenderse de un paquete de control en una sociedad cotizada no puede despojarse de las facultades decisorias que le confiere su posición, renunciando al control pleno sobre el proceso y colocándose en la tesitura de tener que adoptar posibles decisiones precipitadas sobre la venta de las acciones ⁽¹⁰⁾.

Por lo demás, entre las condiciones necesarias que en principio tendría que requerir el Agente privatizador al diseñar la operación, y a las que debería quedar sujeta la posibilidad misma de participar en el proceso de privatización, se encuentra sin duda la exigencia de que las eventuales OPAs que puedan formularse lo sean por la totalidad del capital de la sociedad afectada. De no ser así, si se admitiese el simple lanzamiento de OPAs parciales por porcentajes determinados del capital social, las reglas de prorrateo que han de aplicarse cuando el número de aceptaciones excede del límite máximo de la oferta (reglas que además discriminan negativamente —de acuerdo con el régimen del artículo 29 del reglamento de OPAs— a los grandes accionistas) impedirían la enajenación de la participación global del Agente gestor, que podría verse forzado a conservar a su pesar parte de las acciones sometidas a privatización. Al propio tiempo, la extensión de las OPAs al 100 por 100 del capital de la sociedad afectada permite que todos los socios puedan beneficiarse en relación a la totalidad de sus acciones de las condiciones ofrecidas por el oferente, sin incurrir en el riesgo —bastante recurrente en la práctica— de que una posible caída

⁽¹⁰⁾ Lógicamente, durante la fase de concurso que preceda al lanzamiento de las eventuales ofertas, la sociedad privatizada ha de cumplir con los rigurosos deberes informativos que rigen para cualquier sociedad cotizada de una forma especialmente exigente, al objeto de evitar posibles filtraciones de información que pudiesen generar movimientos especulativos sobre sus valores y comprometer la transparencia de la operación. En particular, destaca la obligación de informar inmediatamente “de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización” de los valores (art. 82 de la Ley del Mercado de Valores), cuyo verdadero alcance en relación a las operaciones de adquisición ha sido clarificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su Circular 9/1997, de 7 de julio, así como en la posterior 14/1998, de 28 de diciembre.

posterior de las cotizaciones pueda llegar a absorber una parte sustancial de las ganancias obtenidas a través de la OPA previa ⁽¹¹⁾.

III. PROBLEMAS DE ARTICULACIÓN Y DE DESARROLLO DE LAS OPVs

1. Importancia de las OPVs como mecanismo privatizador

A diferencia de la OPA, que por su propio significado parece estar condenada a ocupar un lugar poco saliente entre las técnicas privatizadoras (al no ser habitual que la enajenación de empresas públicas comporte operaciones simultáneas de adquisición o de consolidación del control de sociedades cotizadas), la OPV se presenta como un instrumento jurídico de marcada relevancia en materia de privatizaciones. La especial idoneidad de este mecanismo para canalizar las operaciones de privatización que involucren a las empresas de mayor envergadura y trascendencia, y la propia inviabilidad económica en estos casos de cualquier otra fórmula alternativa que no pase por una apelación abierta al ahorro público, son factores que han convertido a la OPV en la técnica de privatización natural para la disposición por parte de los entes públicos de sus participaciones accionariales más relevantes y significativas ⁽¹²⁾. Fenómeno éste que se conjuga favorablemente con el propio carácter abierto y público de las OPVs, que al permitir una participación igualitaria de todos los inversores (o de grupos predefinidos de los mismos) en los procesos de privatización contri-

(11) En efecto, en los sistemas que permiten la formulación de OPAs parciales, es habitual que el cierre de éstas vaya seguido de forma más o menos inmediata de importantes caídas en las cotizaciones (fenómeno éste que podría deberse a varios motivos: desaparición de cualquier expectativa futura de pago de una prima de control, subordinación del interés social a los intereses de un grupo, posible temor a que el patrimonio o la rentabilidad social puedan verse afectados por los compromisos financieros asumidos por el nuevo socio de control para el lanzamiento de la OPA, desconfianza en la capacidad gestora de éste, etc.), de tal forma que estas caídas pueden acabar causando pérdidas a los accionistas —en relación a las acciones que se ven obligados a conservar— superiores incluso a las ganancias obtenidas por la venta parcial de su participación dentro de la OPA. Este fenómeno, que aparentemente no es desconocido en la experiencia española, ha sido combatido en algunos ordenamientos a través de la proscripción de las OPAs parciales y la rigurosa, pero económicamente desmedida, exigencia de formulación de las OPAs por la totalidad del capital social; al respecto vid., nuevamente, mi obra *La OPA obligatoria*, cit., p. 270 y ss., así como FERNÁNDEZ ARMESTO, *Las OPAs y el mercado de control empresarial*, RDM, 1998, p. 45 y ss.

(12) Fenómeno éste que no es en absoluto privativo de la experiencia española y que se ha verificado por igual en los demás países europeos que han llevado a cabo programas privatizadores, y en los que se ha acudido casi invariablemente a la OPV para la enajenación de acciones de las empresas de mayor relevancia económica y social; para una exposición de la experiencia comparada en este terreno, vid. PALA LAGUNA, *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, Madrid, 1997, p. 5 y ss. De hecho, el importe global de todas las privatizaciones

buye también de modo decisivo a la extensión del accionariado de las grandes empresas y al desarrollo reflejo de los mercados de valores ⁽¹³⁾.

Por supuesto, en la medida en que las OPVs se definen precisamente por ser ofertas públicas, que incluyen un ofrecimiento general para la adquisición de acciones a grupos más o menos amplios de inversores de acuerdo con criterios y procedimientos que han de ser debidamente publicitados, el cumplimiento de los principios de concurrencia, transparencia y publicidad en las operaciones de privatización de esta naturaleza se deriva en gran medida de las propias características funcionales del instrumento empleado, así como del régimen normativo que lo disciplina (básicamente, Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, enmendado por el Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores). Además, la garantía ofrecida por el propio marco institucional en cuanto a la regularidad de la operación privatizadora resulta mucho más acusada en este caso que en relación a las OPAs; porque así como éstas canalizan normalmente operaciones de transmisión del control de una sociedad cotizada a un determinado operador privado (operaciones que en materia de privatizaciones parecen postular —como vimos— exigencias de

realizadas en el mundo a través de OPVs o *public offers* ha sido cuantificado en más de 50 billones de pesetas (MEGGINSON/NETTER, “Equity to the people. The Record on Privatisation by Public Offers”, en *Privatization Yearbook 1997*, Londres, 1997, p. 27), y se ha estimado que las 25 mayores ofertas de acciones de la historia financiera han sido precisamente operaciones privatizadoras (JONES/MEGGINSON/NASH/NETTER, “Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends”, *working paper*, 1997, p. 3). No es de extrañar, desde esta perspectiva, que el fenómeno privatizador haya resultado decisivo para el progresivo perfeccionamiento en los mercados europeos de las técnicas de colocación de acciones y para la introducción y consolidación en las OPVs de un conjunto de figuras y procedimientos, de inconfundible origen anglosajón, que con anterioridad eran prácticamente desconocidos (como el “*pre-marketing*”, el “*book-building*”, las cláusulas de “*claw back*” y de “*green shoe*”, etc.). En Francia, por ejemplo, algunas de estas figuras han sido expresamente legalizadas por las normas que se han ocupado de forma específica de las privatizaciones; al respecto, vid. CARREAU/TREUHOLD, “Privatisations, Droit boursier, et pratiques del marchés”, *Rev. sociétés*, 1994, p. 14 y ss.; BORDE/PONCELET, “Le nouveau programme de privatisation français de 1993: une importante évolution des techniques de mise en vente sur les marchés financiers”, *Riv. società*, 1994, p. 270 y ss.

(13) Siendo así que la “extensión de los mercados de capitales y ampliación de la base accionarial de las empresas” es otro de los principios inspiradores del programa de privatizaciones, según lo previsto en el punto 6º del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. En general, sobre los beneficios que aportan las OPVs en los procesos de privatización, vid. DE CARLOS BERTRÁN, *Problemas jurídicos estructurales de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, tesis doctoral, Madrid, 1997, pp. 47-48; MEGGINSON/NETTER, “Equity...”, *cit.*, p. 29 y ss.; CUERVO, *La privatización...*, *cit.*, pág. 116 y sigs.; así como la obra colectiva *Teoría y práctica de las privatizaciones*, coord. Gómez Acebo & Pombo abogados, Madrid, 1997, p. 85 y ss.

control adicionales a las que con carácter general resultan de la mera ordenación jurídica de la OPA), en las OPVs se verifica necesariamente una dilución o diversificación accionarial que contribuye por lo general a desconcentrar la estructura de propiedad de la sociedad privatizada, y ello mediante un proceso abierto en el que por principio pueden participar todos los inversores que pertenezcan a los grupos (minoristas, institucionales, etc.) previamente definidos ⁽¹⁴⁾.

Aun así, dado que los principios rectores del programa de privatizaciones extienden su operatividad, no sólo a las propuestas concretas de venta o de adjudicación, sino también a la realización del proceso privatizador en su conjunto, son varias las cuestiones que pueden suscitarse en este ámbito en relación con la configuración y diseño de las OPVs.

2. La selección de entidades directoras y de coordinadores globales

La trascendental función que desempeñan en una OPV los coordinadores globales, en su habitual labor de entidades directoras encargadas por el oferente de preparar y de dirigir la oferta pública (art. 31.1 RD 291/1992) ⁽¹⁵⁾, determina que su selección por parte de los Agentes privatizadores haya de efectuarse de acuerdo con un procedimiento regular y objetivado, que garantice, sobre la base de un riguroso principio de igualdad de oportunidades, la posible participación

⁽¹⁴⁾ Como es sabido, el artículo 18.1.d) del Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores incluye entre las menciones obligatorias del folleto informativo de una OPV la “definición del colectivo de potenciales suscriptores, con indicación de las razones de la elección de los mismos, en caso de que la emisión [u oferta] contenga alguna previsión a este respecto”; es claro, en todo caso, que la definición de los grupos de inversores a los que va dirigida la oferta ha de hacerse necesariamente de acuerdo con criterios genéricos, de tal forma que pueda acogerse a la misma cualquier persona que pertenezca al grupo prefijado de antemano; al respecto, vid. CACHÓN BLANCO, *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Madrid, 1997, p. 186 y ss.

⁽¹⁵⁾ La categoría de coordinador global, que aparece recogida ahora —tras la modificación del Decreto 291/1992— entre las diversas actividades profesionales relacionadas con las ofertas públicas de venta, se ha difundido en la reciente experiencia española en conexión fundamentalmente con las OPVs más relevantes con trascendencia internacional, en las que estos coordinadores que asumen las tareas generales de preparación y de dirección de la oferta coexisten con distintos directores de tramo que desempeñan importantes labores de liderazgo y de protagonismo en relación al tramo o mercado específico que les es asignado. En todo caso, lo habitual es que los coordinadores globales merezcan la calificación jurídica de entidades directoras, a efectos de lo prevenido por el artículo 31 del Decreto 291/1992 (aunque no necesariamente ha de ser así, por la necesidad de vincular la determinación de la condición jurídica a las funciones realmente desempeñadas y no tanto a la denominación recibida); al respecto, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, “Deberes de la entidad directora”, en la obra colectiva (dir. SÁNCHEZ CALERO), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, p. 893.

de todas las entidades potencialmente capacitadas. Las facultades normalmente atribuidas a los coordinadores globales, en materias tan relevantes como la configuración de la OPV y la fijación de los distintos tramos, las eventuales redistribuciones entre éstos, la prospección de la demanda y los contactos con los potenciales inversores, la formación del sindicato o la selección de las solicitudes de compra de carácter institucional, entre otras, ilustran de forma inequívoca la importante responsabilidad asumida por dichas entidades en cuanto al diseño y al resultado global de la operación de privatización⁽¹⁶⁾ y, por este motivo, la ineludible necesidad de proceder a su elección a través de mecanismos plenamente transparentes y concurrenciales.

Ello no implica, en todo caso, que la selección de las entidades financieras a las que correspondan labores de preparación y de dirección de la OPV haya de efectuarse a través de convocatorias universales, abiertas a la eventual participación de cualquier operador interesado que reúna la capacitación legal necesaria. Por razones absolutamente elementales, que tienen que ver con las particulares exigencias impuestas en cada caso por las características específicas e irrepetibles de las distintas privatizaciones, las entidades invitadas a participar en el concurso pueden ser preseleccionadas de acuerdo con los activos o requisitos específicos que vengan exigidos por la propia naturaleza de la operación (capacidad de colocación minorista, liderazgo para la formación del sindicato, posibilidad de interlocución con grupos determinados de inversores, conocimiento del sector económico, presencia significativa en los mercados afectados, etc.). Desde la perspectiva de las directrices que animan al programa de privatizaciones, lógicamente, la principal exigencia que suscita esta práctica va referida a la necesidad del Agente privatizador de explicitar y de motivar debidamente los criterios de preselección manejados, en el sentido de justificar las razones que aconsejan restringir la participación en el concurso a unas u otras entidades. Por mucho que estos criterios hayan de ser necesariamente abiertos y flexibles, por las propias dificultades de objetivación que pueden ofrecer algunas de las condiciones o características requeridas de las entidades coordinadoras, resulta ineludible someter dichas convocatorias a procedimientos plenamente diáfanos y reglados que permitan ceñir al máximo cualquier reducto de discrecionalidad.

Una preselección efectuada sobre bases rigurosamente objetivas puede ofrecer, incluso, significativas ventajas frente a una convocatoria de carácter

(16) En general, sobre las funciones habitualmente asignadas a las entidades directoras de una OPV, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, "Deberes...", *cit.*, p. 894 y ss.; CACHÓN BLANCO, *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1996, p. 19 y ss.

universal. Porque al circunscribirse la participación en el concurso a las entidades que reúnan la solvencia y la capacitación necesarias para realizar las labores de dirección y de coordinación de acuerdo con la particular configuración de la oferta pública querida para el desarrollo de la operación, se permite así que en la resolución final del concurso pueda incrementarse la atención a los criterios o elementos de las distintas ofertas que sean más objetivos y comparables. En particular, supuesta una aptitud similar de todos los intervinientes para llevar a cabo debidamente los servicios requeridos, la ponderación del criterio de los honorarios o comisiones puede verse notablemente reforzada, al tratarse de un indicador objetivo de fácil contraste que resulta especialmente adecuado para promover una situación de competencia real y efectiva ⁽¹⁷⁾. Aunque podría considerarse que la incidencia real de esta concurrencia económica es irrelevante en términos globales, no sólo por la magnitud habitual de las privatizaciones canalizadas a través de ofertas públicas sino también —y fundamentalmente— por la mayor incidencia sobre el coste final de la operación de la calidad de los servicios prestados por los propios coordinadores globales (considerando la relevancia de sus funciones en materias como la fijación de precios o la selección de inversores estables, que eviten la necesidad de posteriores estabilizaciones de las cotizaciones), lo cierto es que la valoración prioritaria de los aspectos económicos de las distintas ofertas contribuye, no sólo a promover una mayor eficiencia en cuanto a la realización de los servicios por parte de las entidades participantes, sino también a objetivar de forma sustancial la realización de los procesos de selección.

3. Coordinadores globales y accionistas estables o significativos de la sociedad privatizada

La elección como coordinador global de la OPV de una entidad que reúna al mismo tiempo la condición de accionista relevante o significativo de la propia sociedad privatizada, algo que ha sido bastante recurrente en la experiencia española, suscita también delicadas cuestiones desde la perspectiva de los principios que han de gobernar los procesos de privatización (cuestiones que se ven agravadas, lógicamente, cuando la designación como coordinador global recae, no ya sobre un socio relevante de la sociedad privatizada, sino sobre ésta misma, como de hecho ha llegado a ocurrir).

(17) No es casual, por ello, que el nivel de comisiones aplicado en las OPVs haya ido reduciéndose de forma constante y progresiva a lo largo de las distintas operaciones de privatización, hasta alcanzar niveles (inferiores al 2%) que resultan prácticamente desconocidos en otros países. Puede encontrarse una referencia a esta evolución, con referencia a las comisiones de colocación y de aseguramiento de las últimas OPVs realizadas en nuestro mercado, en el *Expansión* del 13 de septiembre de 1997, p. 7, así como en el Informe de actividades del Consejo Consultivo de Privatizaciones de 1998, p. 19.

Desde luego, el principio de concurrencia que ha de observarse para la elección de los coordinadores globales o directores de la OPV parece proscribir por sí solo la posible atribución de cualquier prioridad o derecho preferente a las entidades financieras que estén integradas en el accionariado de la sociedad privatizada, en el sentido de mejorar o de incrementar sus posibilidades de designación frente a los demás participantes. En la medida en que la labor prestada por los coordinadores globales trata esencialmente de obtener una colocación de las acciones ofertadas bajo las mejores condiciones posibles, tanto en términos de precio como de estructura accionarial resultante, y de acuerdo siempre con los intereses o preferencias prefijados de antemano por el oferente, la pertenencia previa a la sociedad afectada a través de una participación relevante no justifica ni presupone en principio ningún tipo de ventaja o de garantía adicional en cuanto a la calidad o efectividad de los servicios de preparación y de dirección de la oferta requeridos por el Agente privatizador. El mejor conocimiento de la sociedad privatizada, que lógicamente puede presumirse de las entidades financieras que participen de forma significativa en su capital, no parece ser un factor suficiente, por sí solo, para discriminar a favor de éstas en el proceso de selección de los coordinadores globales de las OPVs, por la ausencia de cualquier correlación aparente entre una situación de mayor información y la bondad o pericia de las funciones realizadas para el vendedor ⁽¹⁸⁾.

Sin embargo, si se admite por igual que las entidades financieras que participen de forma estable en el capital de la sociedad privatizada tampoco han de ser penalizadas en los concursos de selección de coordinadores globales, en atención a un elemental principio de igualdad de oportunidades, se hace necesario introducir en el proceso un conjunto de correcciones y de garantías mínimas para los supuestos en que la designación acabe recayendo —por aplicación de los criterios objetivos previamente definidos— en uno de dichos accionistas,

⁽¹⁸⁾ Cabe cuestionarse incluso que la información interna poseída por las entidades financieras que sean accionistas estables de la sociedad privatizada redunde favorablemente sobre las labores de preparación y de dirección de la oferta. De hecho, en relación a las ofertas de suscripción de valores, la literatura económica suele entender que los *underwriters* están más capacitados por lo general para determinar el auténtico valor de las acciones y para estructurar la oferta que la propia sociedad afectada (por la realización de *due diligence*, por su experiencia en emisiones previas, por su seguimiento del mercado, etc.), por mucho que ésta disponga de mayor información sobre los negocios de la empresa; al respecto, IBBOTSON/SINDELAR, “Initial Public Offerings”, en AA.VV. (dir. CHEW Jr.), *The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice*, Nueva York, 1993, p. 258 y ss.

con la finalidad de neutralizar y de desactivar las potenciales situaciones de conflicto de interés que podría llegar a generar esa doble condición ⁽¹⁹⁾.

En principio, el riesgo no se localiza en la simple realización de actividades de colocación de las acciones ofertadas entre los inversores minoristas. Al limitarse las entidades colocadoras a poner su red comercial al servicio del vendedor u oferente y a canalizar, por cuenta de éste, las solicitudes de compra recibidas, se verifica aquí una función de mera intermediación (art. 30 RD 291/1992), que en principio no ha de verse afectada por la posible pertenencia de aquéllas al accionariado de la sociedad afectada ⁽²⁰⁾.

Sin embargo, existen otros cometidos habitualmente atribuidos a los coordinadores globales en relación a los cuales podrían suscitarse, cuando dicha condición sea atribuida a un socio relevante de la propia sociedad privatizada, eventuales interferencias o disfunciones. Así ocurre con las cuestiones relativas a la fijación de los distintos tramos de la oferta (minorista, institucional, internacional, etc.) y las posibles redistribuciones entre los mismos, por el riesgo de que el diseño de la estructura de la OPV por parte del coordinador global atienda a consideraciones de propia conveniencia en cuanto a la futura estruc-

⁽¹⁹⁾ El problema de los conflictos de interés en el mercado financiero, que en los Derechos europeos continentales ha solido merecer escasa atención, se encuentra sin embargo en el núcleo de la ordenación misma de los mercados de capitales en los países anglosajones. Para una aproximación general a estas cuestiones, y a la posible conveniencia de abordarlas a través de normas legales, vid. RIDER, “Liability for Conflicts of Interest— An English Problem?”, en AA.VV. (dir. RIDER/ANDENAS), *Developments in European Company Law*, vol. 1/1996, Londres, 1997, pág. 17 y sigs., y BAMFORD, “Conflicts of Interests in the Financial Markets”, en la misma obra, pág. 49 y sigs.

⁽²⁰⁾ En general, sobre la actividad de colocación y de comercialización en las OPVs, vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, “Entidades colocadoras y comercializadoras” (1995), en la obra colectiva (dir. SÁNCHEZ CALERO), *Régimen jurídico...*, cit., pág. 835 y sigs.; DE CARLOS BERTRÁN, “Problemas jurídicos...”, cit., pág. 253 y sigs.; CACHÓN BLANCO, “Los contratos de dirección...”, cit., pág. 69 y sigs.; PALA LAGUNA, *Las ofertas públicas...*, cit., pág. 133 y sigs. En realidad, podría estimarse que el accionista significativo que procede simultáneamente a la colocación de acciones está garantizándose en cierta forma, a través de las delegaciones de voto que pueda recibir de sus clientes, el control posterior de los derechos políticos correspondientes a dichos valores, incrementando así el peso relativo en la sociedad de su propia participación accionarial; sin embargo, se trata aquí de un fenómeno general que excede con mucho del ámbito específico de las privatizaciones, y cuya ordenación ha de buscarse en el Derecho de sociedades (en particular, art. 107 LSA). Otro tanto sucede con el riesgo de trasvase de información entre las distintas áreas o departamentos de la propia entidad y la consiguiente obligación de establecer barreras informativas o “murallas chinas”, al ser ésta una cuestión de la que con carácter general se ocupa el Derecho del mercado de valores (art. 83 LMV, Decreto de 3 de mayo de 1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores, y Circular de la CNMV 10/1997, de 21 de julio).

tura accionarial de la sociedad (considerando, además, que la privatización contribuye normalmente a realzar el peso relativo de su participación). Y otro tanto sucede con la facultad de selección de compras institucionales, que se caracteriza generalmente por la amplia discrecionalidad con que puede ejercitarse; porque aun encontrando la libertad de adjudicación de acciones en los tramos institucionales un claro fundamento, por la necesidad de seleccionar a inversores estables y seguros que no actúen por razones especulativas y que garanticen así una mayor estabilidad de los precios de las acciones tras el cierre de la operación, lo cierto es que las facultades decisorias que en principio corresponden en este ámbito a los coordinadores globales podrían llegar a ser indebidamente percibidas y valoradas en el mercado cuando éstos ostenten un interés accionarial directo en la propia sociedad afectada.

Desde esta perspectiva, y al margen de la conveniencia de objetivar al máximo los mecanismos de adjudicación de acciones mediante la previa fijación y ponderación de los criterios que se estimen relevantes, parece conveniente reforzar en estos casos la labor supervisora y de control que pueda desplegar el Agente privatizador (en conjunción, en su caso, con la entidad asesora de la operación de privatización), al objeto de evitar que la labor de los coordinadores globales pueda verse distorsionada —o al menos ser así percibida— por intereses ajenos a los de la propia oferta. La transparencia exigible respecto de los procesos de privatización, y la necesidad de ordenarlos con unos principios que excluyan la posible interferencia de cualquier tipo de consideración distinta del propio interés público, postulan el sometimiento de los coordinadores globales a un conjunto de controles y de contrapesos que eviten el riesgo de activación de dichos conflictos de interés.

4. Principio de concurrencia y control administrativo sobre la sociedad privatizada

Existen otras consideraciones que inciden sobre los procesos de privatización y que también pueden abordarse desde el punto de vista del principio de concurrencia. En efecto, el legislador español, que no ha considerado oportuno regular los procesos de privatización con carácter general y exhaustivo, se ha preocupado a cambio por garantizar un cierto control administrativo sobre determinados aspectos esenciales de la gestión de aquellas empresas privatizadas que ofrezcan una mayor envergadura y relevancia. Y es que las operaciones de privatización, que en principio resultan neutrales desde la perspectiva de los intereses públicos en el caso de las sociedades que desempeñan actividades comerciales o industriales en mercados competitivos, pueden llegar a presentar una gran trascendencia cuando la participación de la Administración en la empresa privatizada sirve para garantizar la realización y la cobertura de una actividad de marcado carácter público o que se considera esencial para la comu-

nidad. En estos supuestos, en los que el Estado interviene en sociedades encargadas de la prestación de un servicio público o que desempeñan una actividad de profunda incidencia sobre los intereses nacionales, es claro que la privatización podría llegar a comprometer la atención a los objetivos públicos garantizada originariamente por la propia participación accionarial del Estado o de sus entes instrumentales.

Esta preocupación está en el origen de la Ley de 23 de marzo de 1995, sobre régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas, que instaura un sistema de autorización administrativa para los actos más relevantes de adquisición de participaciones accionariales y de toma de decisiones societarias en las empresas privatizadas ⁽²¹⁾. Este sistema de autorización administrativa, habitualmente conocido bajo el nombre de “*golden share*” (aunque las facultades exorbitantes reservadas a la Administración no resultan, en rigor, de la titularidad de ninguna acción privilegiada o con derechos especiales), viene a consagrar así un título de intervención de carácter autorizatorio sobre las sociedades privatizadas, con el que se busca prolongar en el tiempo la garantía sobre el interés público que anteriormente se derivaba de la participación accionarial del Estado.

Con todo, desde el punto de vista del principio de concurrencia y de la maximización del precio de venta de las acciones ofertadas en una OPV, lo cierto es que la aplicación de este régimen puede llegar a tener cierta incidencia sobre el desarrollo de la operación de privatización. El sometimiento de la empresa privatizada a un régimen administrativo de autorización, por limitado que sea, y el consiguiente mantenimiento de incentivos parcialmente divergentes de los de mercado en cuanto a la gestión de la empresa, por la preclusión de tomas de control accionariales y de posibles modificaciones estructurales, son factores que pueden disuadir a posibles inversores y afectar en cierta medida al proceso de formación de precios de las acciones ofertadas.

Aun así, el sometimiento de una empresa a este peculiar régimen de intervención administrativa es una decisión que responde a criterios de mercado

(21) Sobre este régimen, vid., con carácter general, SERNA BILBAO, “La enajenación de participaciones públicas en empresas que realizan actividades de interés público. Su regulación por la Ley 5/1995, de 23 de marzo”, RAP nº 143, 1997, pág. 435 y sigs.; S. MARTÍN-RETORTILLO, “Reflexiones sobre las privatizaciones”, RAP nº 144, 1997, pág. 30 y sigs. En todo caso, debe tenerse presente que la aplicación de la Ley queda condicionada en relación a cada empresa privatizada a la aprobación de un Real Decreto específico, en el que ha de establecerse el régimen de la autorización administrativa previa y su plazo de vigencia; pueden verse, a título de ejemplo, el RD de 15 de enero de 1996, relativo a REPSOL, el RD de 10 de enero de 1997 sobre TELEFÓNICA, el RD de 16 de enero de 1998 sobre ARGENTARIA, el RD de 2 de abril de 1998 en relación a TABACALERA, el RD de 14 de mayo de 1998 sobre ENDESA o el RD de 18 de marzo de 1999 sobre INDRA.

cariz político y estratégico, que al venir explícitamente amparados por una norma con rango de Ley parecen quedar excluidos de cualquier tipo de control distinto al de pura legalidad. En este sentido, los principios rectores de los procesos de privatización no parecen comportar en este ámbito más carga que la de justificar la inserción de la empresa privatizada dentro del ámbito de aplicación de la referida Ley, en el sentido de prestar servicios esenciales o servicios públicos formalmente declarados como tales, de desarrollar actividades sujetas por Ley y razones de interés público a un específico régimen administrativo de control o de estar exentas total o parcialmente de la libre competencia en los términos del artículo 90 del Tratado constitutivo de la CEE (art. 1 de la Ley).

REPERCUSIÓN DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

AGUSTIN MADRID PARRA

Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Pablo de Olavide. Sevilla

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. CRISIS DEL TÍTULO VALOR.
 - III. ALTERNATIVAS EN DERECHO COMPARADO.
 - IV. EVOLUCIÓN LEGISLATIVA EN ESPAÑA.
 - V. LEY DEL MERCADO DE VALORES.
 - 1. Posición general ante las nuevas tecnologías.**
 - 2. Algunos hitos destacados.**
 - A) Constitución de valores anotados.
 - B) Registro contable.
 - C) Transmisión de valores anotados.
 - D) Constitución de derechos reales limitados sobre valores anotados.
 - E) Legitimación de los titulares de derechos sobre valores anotados.
 - F) Los mercados secundarios: hacia la total «desmaterialización» de los valores.
 - G) Las bolsas y el sistema de interconexión bursátil (mercado continuo).
 - H) El Servicio de compensación y liquidación de valores.
 - I) La deuda pública.
 - J) Mercados de futuros y opciones.
 - VI. CONCLUSIÓN
-

I. INTRODUCCIÓN

La aparición de los títulos valores se ha justificado sobre la base de la necesidad de arbitrar instrumentos jurídicos que permitiesen la transmisión ágil y rápida de derechos. El régimen ordinario de la cesión de derechos dando conocimiento al deudor constituye una rémora para la rapidez y seguridad que el tráfico mercantil requiere ⁽¹⁾. Los títulos valores han sido el gran «invento» jurídico que ha facilitado la movilización de la riqueza mediante la «movilización» de los derechos.

Frente a la proverbial complejidad relacionada con la transmisión de bienes inmuebles o la dependencia de la relación subyacente en el caso de la cesión ordinaria de derechos, la transmisión de bienes muebles mediante compraventa y tradición se presenta con un especial atractivo ⁽²⁾. En última instancia, el invento de los títulos valores no consiste en otra cosa que en una ficción: se entiende vinculado el derecho a un papel. El documento de papel es una cosa mueble. Su transmisión física es fácil y ágil. Con la legítima transmisión del título se entiende transmitido el derecho.

La incorporación del derecho al título facilita su transmisión. La autonomía del derecho incorporado proporciona seguridad jurídica en la circulación de los derechos. En la medida en que la riqueza incorporada a títulos valores es objeto de comercio, aparece su negociación en los mercados. Surge, así, por ejemplo la negociación de acciones en bolsa ⁽³⁾.

(1) Ténganse presentes a este respecto los siguientes preceptos legales: «El deudor, que antes de tener conocimiento de la cesión satisfaga al acreedor, quedará libre de la obligación.» (art. 1527 Código Civil: CC). «El deudor quedará obligado para con el nuevo acreedor en virtud de la notificación, y desde que tenga lugar no se reputará pago legítimo sino el que se hiciera a éste» (art. 347, párr. 2º Código de Comercio: CCo). «El vendedor de buena fe responderá de la existencia y legitimidad del crédito al tiempo de la venta, a no ser que se haya vendido como dudoso; pero no de la solvencia del deudor, a menos de haberse estipulado expresamente, o de que la insolvencia fuese anterior y pública.» (art. 1529, párr. 1º CC). «El crédito hipotecario puede enajenarse o cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro.» (art. 149, párr. 1º Ley Hipotecaria: LH).

(2) Vid. el inciso final del párrafo segundo del artículo 609 del Código Civil: «La propiedad y los demás derechos sobre los bienes se adquieren y transmiten por la ley, por donación, por sucesión testada e intestada, y por consecuencia de cierto contrato mediante la tradición.» (Téngase presente la denominada teoría del título y el modo.)

(3) Según la opinión más extendida, la denominación *bolsa* comenzó a usarse en la ciudad de Brujas en el siglo XV. El uso del término *bolsa* provenía de la costumbre que tenían los comerciantes extranjeros de reunirse en casa de un especulador de Brujas llamado Van der Boursen, en cuya casa había un escudo de piedra con tres bolsas esculpidas. Del mismo modo que se llamaron lonjas (de *loggia* o *soportal*) en Italia primero y en España después a las reuniones de mercaderes porque se encontraban en los soportales o *loggias* para realizar sus tratos, así se llamó bolsa a las reuniones en casa de los Van der Boursen.

Mientras los títulos valores son objeto de emisión singularizada (efectos de comercio, títulos hipotecarios como cédulas, bonos o participaciones, en su caso) y de transmisión aislada, no se presenta mayor dificultad. Los inconvenientes empiezan a surgir en la medida en que se producen emisiones masivas de títulos valores y éstos son objeto de transmisión o negociación en grandes volúmenes. Comienza entonces a hablarse de la llamada crisis del título valor.

II. CRISIS DEL TÍTULO VALOR

Como suele ser frecuente en la actividad humana, cuando una innovación se implanta y generaliza surgen las dificultades. Esto ha sido lo que ha ocurrido también con los títulos valores: su éxito ha acarreado su crisis. En particular, el éxito y las posibilidades que ofrecen los títulos al portador han llevado a su uso generalizado y a la masificación. La incorporación de un derecho a un papel, que fue el gran «invento» jurídico para facilitar la circulación de los derechos, ha pasado a convertirse en la gran dificultad para hacer operativa la transmisión de éstos. Es fácil transmitir un papel. Es compleja y difícil, sin embargo, la transmisión de cantidades inmensas de papel. Su manejo, con la celeridad que requiere el mercado, se hace prácticamente inviable. De ahí que se hable de la crisis del concepto de título valor ⁽⁴⁾.

Por otra parte, se habla específicamente de la crisis de los títulos al portador como consecuencia de la necesidad de identificar a sus titulares por variadas razones: fiscales, control administrativo de determinadas actividades, traslado de información a los titulares, etc.

La utilización masiva de los títulos valores se ha producido tanto en relación con los efectos de comercio como con los valores mobiliarios. Ha sido cada vez más frecuente el recurso a mecanismos que obviasen la necesidad del

(4) GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, p. 31; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J.: *Derecho Mercantil*, 2, Barcelona, 1997, p. 5; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, p. 35; OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 17; SÁNCHEZ CALERO, F.: «Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)», en *Reforma de la legislación mercantil*, Madrid, 1979, p. 221; idem: *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1997, p. 18.

traslado físico de los títulos ⁽⁵⁾. Especialmente, por lo que a los valores mobiliarios se refiere, se ha acudido a su depósito en las entidades de crédito, de forma que las transmisiones se realizasen mediante apuntes contables, sin movimiento físico de los títulos, a los que de esta manera se dota de naturaleza fungible. Igualmente, se ha llegado a prescindir de la presentación material de cada título a efectos de legitimación. Un certificado múltiple de una entidad de crédito ha venido a suplir el traslado de los títulos al portador pertenecientes a un accionista que necesitase acreditar su condición para asistir a una junta general.

Se ha producido una evolución que va desde la implantación del título valor nominativo a la eclosión de los títulos al portador pasando por disposiciones que establecen la fungibilidad de los títulos, así como el control de la identidad de los titulares, hasta llegar al régimen jurídico de la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta en los términos establecidos en la Ley 24/88, del Mercado de Valores.

Con independencia de formalidades añadidas al régimen de transmisión y legitimación de los títulos al portador, como puedan ser la intervención de tercero —fedatario o no— o la necesidad de acreditar la titularidad legítima, el cúmulo de papel provocó el colapso en la circulación de los títulos ⁽⁶⁾. La tradición del documento como medio ágil de transmisión y la presentación del título como único requisito de legitimación para el ejercicio de los derechos pasaron de ser la gran ventaja de los títulos —especialmente al portador— a convertirse en su gran inconveniente. Los agentes del mercado no podían ya abarcar el manejo de la ingente masa de títulos que se emitían.

(5) Por lo que a los efectos de comercio se refiere, hay que mencionar el Sistema Nacional de Compensación Electrónica, creado por Real Decreto 1369/1987, de 18 de septiembre (BOE nº 271, de 12 de noviembre). Su Reglamento fue aprobado mediante la Circular del Banco de España 8/1988, de 14 de junio, posteriormente modificada. Más recientemente se ha dictado la Circular número 1/1998, de 27 de enero, del Banco de España, a entidades miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, Reglamento del Sistema Nacional de Intercambios, Norma SNCE-007, sobre Subsistema General de Efectos de Comercio (BOE nº 36, de 11 de febrero), que se ocupa de cuestiones de seguridad en la transmisión electrónica de datos en sustitución de la circulación del papel.

(6) El Decreto de 19 de septiembre de 1936, que impuso la intervención de fedatario público en la transmisión de valores mobiliarios, supuso un importante correctivo a la funcionalidad y anonimato de los títulos al portador. Nacido como excepción, se convirtió en regla que significó una verdadera «desnaturalización» del título al portador y una auténtica «ruptura» con el sistema jurídico tradicional, en el que se insertó como pieza extraña (OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 18). Sobre la intervención de fedatarios o intermediarios financieros, vid. RAMOS GASCÓN, F. J.: *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, p. 616.

La informática se ha presentado como el medio que puede ofrecer una solución a los inconvenientes de la masificación de los títulos valores. Mediante simples pulsaciones en el teclado de un ordenador se pueden conseguir de forma rápida y sencilla los mismos fines que con los títulos valores. Las anotaciones contables mediante ordenador permiten recoger todos los datos delimitadores de los derechos y sus titulares, constituyendo un registro del que se pueden extraer aquellos datos en cualquier momento. Una anotación, igualmente, puede operar y registrar la transmisión de derechos. Así, la utilización de hecho de la informática ha venido a facilitar la superación de las dificultades que ofrece el uso masivo de títulos valores; y a su vez ha propiciado que se haya producido una evolución en la normativa reguladora de los títulos valores, que llega a suponer precisamente la superación de este importantísimo instrumento jurídico ⁽⁷⁾.

Una vez más se constata que la realidad es tozuda y acaba imponiéndose. Si el mercado de títulos necesitaba funcionar y los agentes de aquél no podían dejar de operar, resultaba inevitable encontrar soluciones alternativas a los inconvenientes de la incorporación de los derechos a documentos («materialización»). Los ordenamientos jurídicos no tienen más remedio que atender a la realidad y regularla; de lo contrario, ésta se desarrollaría al margen de aquéllos. A este respecto, hay ordenamientos que ofrecen remedios «correctores», mientras que otros los ofrecen «sustitutivos». En los primeros siguen existiendo los títulos, pero se evita o reduce su manipulación, de forma que la transmisión y el ejercicio del derecho se pueden realizar sin necesidad de entregar ni exhibir materialmente el documento. En los segundos, el título valor no existe; el derecho se instrumenta, se transmite y se ejercita prescindiendo del documento ⁽⁸⁾.

III. ALTERNATIVAS EN DERECHO COMPARADO

El germen de un sistema «corrector» se encuentra ya en el depósito administrado en una entidad bancaria, si bien obedece sólo a razones de custodia y administración ⁽⁹⁾. Se produce así la concentración y acumulación de títulos en poder de las entidades administradoras. Al ser elevado el número de títulos acumulados, su manejo se hace difícil. Surge entonces la necesidad de encontrar el medio que permita la circulación y ejercicio de los derechos sin necesi-

(7) SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1996, p. 23.

(8) OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 19.

(9) GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios*, Madrid, 1958, p. 40.

dad de movilizar el documento. Paradójicamente, es necesario proceder a la inmovilización de los títulos que habían nacido como instrumentos de movilización del crédito.

En esta dirección se inserta la figura del depósito conjunto o colectivo que surge en la práctica alemana a finales del siglo XIX ⁽¹⁰⁾. Un sistema similar se establece en Francia mediante leyes de guerra que, a partir de 1941, imponen el depósito obligatorio de las acciones al portador y que establecen una caja central de depósito y transferencia de títulos. En Italia se constituyó en 1978 Monte Titoli, que comenzó a operar en 1981. La Ley italiana de 19 de junio de 1986 reguló el sistema «corrector» que ya se venía utilizando. Se establece un régimen colectivo de depósito y administración de títulos valores, eliminándose la manipulación material de éstos al llevarse a cabo las operaciones sobre los mismos mediante anotaciones en cuenta.

En los sistemas mencionados los títulos quedan inmovilizados, operándose mediante anotaciones contables. Ahora bien, una vez que los títulos no se desplazan físicamente, están dejando de cumplir la finalidad para la que fueron creados. En consecuencia, se da un paso más hacia su desaparición. En vez de acumular gran cantidad de papel en las cámaras de los bancos o entidades de depósitos colectivos, se acude a un medio de simplificación, que no significa aún la desaparición total del título, pero sí la reducción del papel. Se trata de la utilización de títulos globales o múltiples.

La solución definitiva a los inconvenientes que presenta la incorporación de los derechos a títulos valores emitidos en grandes masas viene de la mano de los sistemas «sustitutivos», en los que se produce el abandono puro y simple del papel como instrumento de circulación y ejercicio de los derechos.

Con la finalidad de controlar los patrimonios mobiliarios a efectos de aplicación del impuesto sobre grandes fortunas, el legislador francés se propuso simplificar la situación dictando la Ley fiscal de 30 de diciembre de 1981. Esta Ley marca el camino para la desaparición en Francia de los títulos y su sustitución por anotaciones en cuenta. Al «desmaterializar» los valores mobiliarios —en la terminología francesa— el título desaparece y el «valor» se refleja en la anotación en cuenta ⁽¹¹⁾.

(10) HUECK, A., y CANARIS, C.-W.: *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988, pp. 18-23.

(11) OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 23. Sobre sistemas correctores y sistemas sustitutivos, vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, p. 39.

IV. EVOLUCIÓN LEGISLATIVA EN ESPAÑA

En España se han dictado disposiciones que responden también a los sucesivos pasos que van desde un sistema «corrector» a otro de carácter «sustitutivo». Era un sistema «corrector» el regulado en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en bolsa y de depósito de valores mobiliarios, que se dictó en cumplimiento de lo preceptuado en el artículo 24 del Decreto-Ley 12/1973, de 30 de noviembre. Se partía del hecho constatado de que en la mayoría de los casos los títulos que se negociaban en Bolsa estaban depositados en una entidad bancaria, de forma que su negociación lo que implicaba no era la entrega física al adquirente, sino el cambio de depositario, o ni siquiera esto si el depositario del transmitente continuaba siéndolo del adquirente. En consecuencia, lo que hizo el Decreto 1128/1974 fue establecer un sistema o red de depositarios de títulos y declarar la fungibilidad de los títulos incluidos en el sistema, aun siendo nominativos, de forma que sólo se movilizaban para atender los saldos resultantes de la compensación de las operaciones realizadas en cada sesión de la Bolsa. La circulación de los títulos era, pues, puramente jurídica, entendiéndose entregados cuando se verificaban las oportunas anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de Liquidación y Compensación de la Bolsa correspondiente ⁽¹²⁾.

Establecido este sistema, consistente en una especie de depósito colectivo, resulta obvio que los títulos dejan de cumplir su función. Para la transmisión del derecho no se produce la tradición física. No se exhiben para el ejercicio de los derechos. En definitiva, el instrumento de movilización (el título) nace para permanecer inmovilizado. Por tanto, si el título pierde funcionalidad, es lógico que se plantee su desaparición. En tal dirección se sitúan los siguientes pasos en nuestro ordenamiento jurídico, que se inician en el ámbito de la deuda pública.

El Real Decreto 656/1982, de 3 de abril, sobre emisión de deuda pública interior y amortizable, plantea ya la opción de formalizar la emisión de deuda pública en títulos o no. Conforme a este Real Decreto, los pagarés del Tesoro podían «materializarse en anotaciones en cuenta» en el Banco de España o en títulos «a la orden». Posteriormente, se amplía la posibilidad vista de emitir deuda pública mediante la emisión de bonos representados por anotaciones en cuenta. La Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del

(12) Sobre el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, vid. GARRIGUES, J.: *El Decreto de 25 de abril de 1974, sobre liquidación de operaciones bursátiles desde el punto de vista del Derecho mercantil* (conferencia), Madrid, 1974; y JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J.: «La experiencia de los pagarés», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1978, pp. 44-47; el Decreto 1128/1974 fue derogado por el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Estado para 1987, autorizó «al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y regular las transacciones basadas en tales anotaciones» (art. 38.4.b), y «al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la forma de instrumentación de las emisiones de deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en esta Ley» (art. 38.4.c).

El paso definitivo por el que se regula con carácter general un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado lo constituye el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril. La publicación del Real Decreto se basa en la autorización hecha por el artículo 38.4.b de la Ley 21/1986. En el preámbulo del Real Decreto se manifiesta que la actividad del Estado como emisor de títulos públicos ha convertido el título-valor en un obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil. Precisamente, la aparición de modernos sistemas informáticos contribuye a resolver las dificultades anejas al manejo material de las masas de títulos. La rapidez en el tratamiento de la información, la posibilidad de incorporar mecanismos que eviten o subsanen los errores cometidos y las facilidades de interconexión, que permiten el intercambio de datos a distancia, hacen que hoy en día el tratamiento informático permita la sustitución del viejo soporte documental por simples referencias procesables en los ordenadores.

En el artículo 1º del Real Decreto 505/1987 se recoge la extensión de la posibilidad de emitir toda clase de deuda del Estado mediante anotaciones en cuenta. Es éste un sistema «sustitutivo» de los títulos, si bien no exclusivo, ya que sigue existiendo la posibilidad de emitir deuda del Estado mediante su incorporación a títulos valores (art. 1º del Decreto). No es un sistema simplemente corrector, sino sustitutivo porque, cuando la emisión se hace mediante anotaciones en cuenta, no hay incorporación del derecho a título alguno. Se sustituye el soporte documental por un simple impulso o soporte informático ⁽¹³⁾. No es extrapolable o adaptable el régimen de los títulos valores al de la

⁽¹³⁾ El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado se configura como un procedimiento para la tenencia de valores emitidos por el Estado, en el que los adquirentes poseen derechos frente al mismo asentados en una central de anotaciones, cuya gestión es delegada por el emisor en el Banco de España. Sólo determinadas entidades (gestoras) con suficiente solvencia y capacidad operativa pueden tener cuentas bajo su titularidad abiertas en la central de anotaciones. Las restantes personas físicas y jurídicas pueden adquirir y mantener deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, en calidad de comitentes, en las entidades gestoras. Los valores anotados son negociables y transmisibles en mercado secundario. Las transmisiones se tienen por realizadas en el momento en que la central de anotaciones o, en su caso, la entidad gestora efectúa las anotaciones correspondientes (art. 8.1 del RD 505/1987).

emisión mediante anotaciones en cuenta ⁽¹⁴⁾. El nuevo sistema «supone la creación de un tratamiento jurídico propio y específico que se aleja de la tradicional doctrina del título-valor, en cuanto que lo que ahora se plantea es la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores» ⁽¹⁵⁾.

Finalmente, la regulación básica de los valores emitidos mediante anotaciones en cuenta halla su adecuado rango legal en la Ley del Mercado de Valores (LMV). La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE nº 275, de 17 de noviembre), por su parte, introduce en esta materia «novedades verdaderamente importantes», como se dice en la propia Exposición de Motivos. Se posibilita la negociación paralela de los valores de la central de anotaciones en cualquier otro mercado secundario oficial, y se prevé que la norma fundamental reguladora de la ordenación del mercado de la deuda pública en anotaciones en cuenta se plasme en el denominado «Reglamento del Mercado», que constituirá el desarrollo reglamentario de la LMV y sustituirá la normativa preexistente ⁽¹⁶⁾.

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, da el paso definitivo que consagra en nuestro ordenamiento jurídico la posibilidad de emitir valores (de cualquier clase, públicos y privados) mediante el sistema de anotaciones en cuenta. Con normas ya de rango legal se perfila el marco jurídico en el que se ha de encuadrar toda emisión y negociación de valores, estén representados por títulos o mediante anotaciones en cuenta. El artículo 5º de la LMV dice: «Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos». Cristaliza así el sistema que se había venido apuntando en las disposiciones anteriormente vistas. La opción en nuestro ordenamiento jurídico es por un sistema «sustitutivo», es decir, el mecanismo de anotaciones en cuenta excluye la emisión de todo título; no se da la incorporación de los derechos a títulos individuales o ni siquiera múltiples. Es un sistema

(14) ROJO FERNÁNDEZ DEL RÍO, A.: «El sistema español de anotaciones en cuenta», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 83-127.

(15) OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 27.

(16) Sobre la reforma de la Ley del Mercado de Valores, vid. Apartado 7.2 del Informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 1995; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 62, 1996, pp. 357-373; TAPIA HERMIDA, A. J. y SÁNCHEZ-CALLERO GUILARTE, J. (coord.): *La reforma del mercado de valores*, Cuadernos de la Revista de Derecho Mercantil, nº 4, 1996; VARIOS AUTORES: *El nuevo mercado de valores*, Colegios Notariales de España, Madrid, 1995.

completamente nuevo y distinto, basado en el soporte informático y las posibilidades que la informática y los ordenadores ofrecen ⁽¹⁷⁾.

V. LEY DEL MERCADO DE VALORES

1. Posición general ante las nuevas tecnologías

Entre los principios que destaca la Exposición de Motivos de la LMV, se señala, en el número 2, que la Ley reposa sobre el concepto de «valores» o, para mayor precisión, de «valores negociables». Junto a los «títulos-valores», la Ley introduce la importante novedad de que los valores puedan representarse mediante anotaciones en cuenta, lo que conducirá a una previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos.

Como se ha puesto de manifiesto, la «desmaterialización» o «desincorporación» de los valores era una necesidad derivada de la propia evolución de los mercados. La experiencia adquirida en el ámbito de la deuda pública permitía al legislador de 1988 extender con carácter general a todo tipo de valores la posibilidad de su representación mediante anotaciones en cuenta. Desde una consideración estrictamente literal una anotación en cuenta se puede realizar por medios manuales (mediante amanuense), medios mecánicos o electrónicos. El texto de la LMV no se pronuncia al respecto. Tampoco lo hace la Exposición de Motivos. Tan solo aparece en la Ley y en la Exposición de Motivos alguna referencia expresa a los medios electrónicos de forma aislada. Tal es, por ejemplo, el caso del artículo 49 cuando dispone que las Bolsas de Valores establecerán un sistema de interconexión bursátil integrado a través de una red informática. Son normas de desarrollo de la Ley las que se refieren de forma expresa a medios electrónicos, informáticos y telemáticos ⁽¹⁸⁾.

⁽¹⁷⁾ Desde el punto de vista jurídico se encuadra en el Derecho de las obligaciones y no en el Derecho de cosas: OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (Análisis histórico y dogmático)», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 25-27; apuntando en otra dirección, vid. BERCOVITZ, A.: «El Derecho del mercado de capitales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 29, 1988, pp. 86 y 90; vid., además, URÍA, R.: «Conclusiones», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 269.

⁽¹⁸⁾ EIT, según la abreviatura utilizada por el artículo 81 de la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (BOE nº 313, de 31 de diciembre). Entre las normas de desarrollo se ha de citar especialmente el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (BOE nº 44, de 20 de febrero; corrección de erratas en BOE nº 62, de 12 de marzo), con artículos como el 24, que se refiere al fichero informático de inscripciones, o el 47, que menciona un sistema informatizado de referencias numéricas; por su parte el artículo 77 exige que las entidades adheridas cuenten con sistemas de control y medios técnicos adecuados. Vid. también Acuerdo de 11 de marzo de 1998, de la

Pero es evidente que la existencia de las nuevas tecnologías impulsó la reforma de los mercados de valores, y que bajo el texto de la LMV subyace la opción del legislador por la configuración de nuevas vías de representación y negociación de los valores sobre la base de medios informáticos, electrónicos y telemáticos. La estructuración global de la ordenación de los mercados que pretende la LMV sólo es posible mediante el uso de nuevas tecnologías que permite la acumulación y tratamiento masivo de información conectando en tiempo real a operadores geográficamente distanciados ⁽¹⁹⁾.

La representación de valores mediante anotaciones en cuenta como instrumento ágil para facilitar la circulación de los derechos en los mercados necesariamente ha de descansar sobre la base de un registro contable llevado por avanzados medios informáticos. Lo mismo sucede con los procesos de negociación y liquidación de los valores en los mercados. Ahora bien, el hecho determinante del mercado no cierra las puertas a la utilización de medios electrónicos para la representación de valores no dirigidos, en principio, a los mercados. La LMV contempla la posibilidad de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta como una opción admisible con carácter general ⁽²⁰⁾. El legislador, pues, opta en la LMV por admitir las nuevas tecnologías, aunque sea parco en confesiones al respecto. Mantiene también la posibilidad de emitir los tradicionales títulos valores, pero se decanta a favor de los nuevos instrumentos y nuevos cauces de circulación de los valores. Incluso pronostica en la Exposición de Motivos, como se ha indicado, la «previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos». A ello contribuirán, desde luego, disposiciones posteriores que exigen necesariamente la representación de determinados valores mediante anotaciones en cuenta para su negociación en los mercados secundarios, o dicha forma de representación para todos los valores que se negocien en un determinado mercado ⁽²¹⁾. En la misma dirección apunta la disposición tran-

Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la implantación del Sistema CIFRADO/CNMV (Sistema de Intercambio de Información a través de línea telemática) (BOE nº 74, de 27 de marzo).

⁽¹⁹⁾ La aplicación de las nuevas tecnologías de la información aumenta la eficacia del mercado de valores como mecanismo que permite asignar el ahorro a la inversión con ventaja sobre los mecanismos bancarios tradicionales: ZUNZUNEGUI, F.: «Modernización financiera y reforma del mercado de valores», Expansión, 19 de octubre de 1997, p. 54.

⁽²⁰⁾ Otra cuestión es que se esté dispuesto a asumir o no el coste que evidentemente supone el mantenimiento del registro contable por un tercero.

⁽²¹⁾ Igualmente se pone de manifiesto la opción del legislador a favor de la representación de valores mediante anotaciones en cuenta con disposiciones como la contenida en el párrafo segundo del artículo 5º de la LMV, según el cual esta forma de representación es irreversible, mientras que en párrafo siguiente del mismo artículo dispone que la «representación por medio de títulos será reversible».

sitoria primera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, cuando dice: “Los valores negociables representados mediante títulos admitidos a cotización en un mercado secundario oficial podrán seguir representados de dicha forma, en tanto la normativa de desarrollo de esta Ley no imponga su representación mediante anotaciones en cuenta”.

2. Algunos hitos destacados

No se pretende hacer un estudio exhaustivo y completo de todas las cuestiones jurídicas que se suscitan en cada uno de los apartados siguientes. Se trata únicamente de poner de manifiesto aquellos aspectos relacionados con el tema que aquí nos ocupa, esto es, la incidencia, más o menos relevante, de las nuevas tecnologías en la regulación llevada a cabo por la Ley del Mercado de Valores de 1988.

A) Constitución de valores anotados

Sin entrar ahora en cuestiones relativas al concepto de «valor» y «valor negociable»⁽²²⁾, baste señalar, a los efectos que aquí interesan, el régimen jurídico básico y general de constitución de los valores anotados, que se contiene en los artículos 6 a 8 de la LMV (y arts. 6º a 11 RD 116/1992). Conforme a los artículos 6 y 8 de la LMV, son necesarios dos elementos para la constitución de los valores anotados: escritura pública e inscripción en un determinado registro contable. En algunos casos la escritura pública puede ser sustituida por la publicación de las características de la emisión en un Boletín Oficial (por ejemplo, con carácter general, la deuda pública)⁽²³⁾.

(22) Vid. al respecto ALONSO ESPINOSA, F. J.: *Mercado primario de valores negociables*, Barcelona, 1994, p. 170; CACHÓN BLANCO, J. E.: «Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores», *Revista de Derecho Mercantil*, nº 222, octubre-diciembre 1996, p. 1201; ESPINA PÉREZ, D.: *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, p. 199; MADRID PARRA, A.: «Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las leyes del mercado de valores y de disciplina e intervención de las entidades de crédito», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 36, octubre-diciembre 1989, pp. 704-708; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 115-130; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, Madrid, 1994, p. 2119; RAMOS GASCÓN, F. J.: *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, pp. 99-132.

(23) Sobre la emisión de valores negociables, vid. CACHÓN BLANCO, J. E.: «La emisión de valores negociables», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 24, diciembre 1997, pp. 159-209.

Interesa aquí poner de manifiesto una cierta relación dialéctica existente en la configuración legal del sistema de representación de valores mediante anotaciones en cuenta. Por una parte, los valores anotados se presentan como la superación de las dificultades que presenta la negociación masiva de títulos en papel. Por otro lado, el diseño de la nueva representación «desmaterializada» de derechos sobre la base de las nuevas tecnologías de la informática y la electrónica arranca de la fijación de los derechos en un señero documento en papel cual es la escritura pública. Se pone así de manifiesto que en el mundo del Derecho parece cierta la afirmación según la cual al jurista le resulta más difícil olvidar que aprender.

Ciertamente se aprende y se afrontan los nuevos retos tecnológicos. Se adopta el uso de nuevas técnicas y nuevos instrumentos que facilitan las relaciones económicas y sociales. El Derecho no puede mantenerse de espaldas a la realidad, que supone avance y desarrollo. Las nuevas tecnologías pueden ayudar en las transacciones económicas. En la medida en que son útiles, los agentes económicos las utilizan. Y en la medida que se utilizan, el Derecho ha de dar respuesta a la necesidad de regular los intereses en presencia.

Cuando el legislador da el paso hacia la regulación, no obstante, lo hace de forma comedida, prudente. No lleva a cabo una ruptura total, pero acepta los nuevos medios tecnológicos. Los cambios adoptados en el ordenamiento jurídico pueden resultar para unos excesivos, mientras para otros pueden parecer demasiado tímidos. Todo es cuestión del «color del cristal con el que se mira». Es decir, la opinión de cada cual depende de la proyección de los propios criterios.

Lo cierto es que la LMV regula una nueva forma de representación «desmaterializada» de valores que descansa, aparentemente, sólo sobre «viejas» instituciones: la escritura pública y la anotación contable, como forma de representación «tabular» frente a la «cartular»⁽²⁴⁾. Con la escritura pública (o la publicación de las características de una emisión en un Boletín Oficial) parece que se quiere asegurar el establecimiento exacto de los derechos y obligaciones de las partes relacionadas con los nuevos valores. Tan solo mediante la modificación de la escritura pública será posible introducir un cambio en la configuración inicial de los valores emitidos. Establecida «la imagen estable» de los valores, se propicia su fácil transmisión (o constitución de otros derechos) acudiendo a las técnicas contables.

Pero no es suficiente la sustitución de la incorporación a un «título mueble» por la representación mediante una anotación contable. Ciertamente tal sustitución

(24) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1997, p. 21.

ción sola supone ya un elemento de simplificación que agiliza la circulación de los valores. El avance importante no está tanto en acudir a un sistema tabular de registro contable, cuanto en el hecho de la llevanza de dicho registro por medios informáticos y electrónicos. Desde un punto de vista estrictamente jurídico se puede afirmar que la gran novedad reside en el paso desde la «incorporación» en los títulos valores a la «desmaterialización» en las anotaciones en cuenta. En relación con los valores anotados, desde la perspectiva de la dogmática jurídica, habrá que acudir a principios registrales y contables. La informática, y en general las nuevas tecnologías, no son conceptos jurídicos. Cuando se habla de registro informático, ciertamente la informática reviste un carácter adjetivo⁽²⁵⁾. Pero hay ocasiones, como ésta, en que lo adjetivo adquiere un carácter esencial. Algo podría mejorar la situación de los mercados de valores con la simple llevanza manual de un registro contable, pero desde luego no sería posible la eficacia que los agentes económicos demandan en los mercados de valores si no fuese sobre la base de la utilización de nuevas tecnologías como la electrónica, la informática o la telemática.

Conforme al artículo 8 de la LMV, los «valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable». Con la sola escritura pública los valores anotados no han nacido para el mundo del Derecho. Es necesaria una operación material: la inscripción. También se acude aquí a un «viejo» concepto registral. Pero frente a la actuación del amanuense, que con frecuencia necesitaría largo tiempo para llevar a cabo una inscripción, aquí se trata de procesos informatizados. Se busca también seguridad jurídica. El nuevo valor existe desde el momento en que queda inscrito a nombre de su titular en el registro contable informático⁽²⁶⁾.

(25) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, p. 133.

(26) También la transmisión de los valores anotados dependerá de la inscripción; pero ésta pudiera en algún caso no ser constitutiva (PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, Madrid, 1994, p. 2121). Para el nacimiento de los valores, sin embargo, la inscripción sí tiene valor constitutivo. En contra, manifiesta el valor declarativo de la primera inscripción SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1997, p. 23. Ciertamente, igual que en la emisión de títulos valores, el derecho puede existir antes de su incorporación al título; también tratándose de valores anotados, el derecho puede existir antes del nacimiento del valor. Pero lo que existe antes es el derecho, no el valor. El valor anotado mismo sólo existe cuando se produce la inscripción. De lo contrario se estaría afirmando la existencia de algo aún no existente: la anotación en cuenta aún no practicada en su primera inscripción originaria.

B) Registro contable

El «sistema de anotaciones en cuenta constituye el sistema moderno, informático, irreversible y preferido por el ordenamiento jurídico para la representación» de los valores⁽²⁷⁾. El sistema «descansa» en el registro contable en el que están inscritos los valores. La regulación del registro contable se encuentra en el artículo 7 de la LMV y 29 a 54 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. No se trata aquí de hacer un examen completo de dicha regulación⁽²⁸⁾.

La LMV no exige expresamente que el registro contable haya de estar informatizado. Incluso las normas de desarrollo, que sí se refieren a los medios informáticos, no establecen de forma directa, como requisito expreso, que el registro haya de ser informático. La llevanza del registro contable por medios informáticos se da por supuesto. Las normas no establecen la utilización de ninguna concreta tecnología. Esto permite que toda nueva tecnología pueda ser utilizada en la medida que favorezca la finalidad pretendida por la Ley, a saber: la fácil constitución «desmaterializada» de valores, y su ágil transmisión y liquidación en los mercados. Dado por sentado el principio básico, lo que hacen las normas de desarrollo es mencionar reglas concretas referidas a determinadas cuestiones.

Así, en relación con el libro diario de inscripciones, el artículo 24 del RD 116/1992 establece que la entidad encargada o adherida «llevará un libro o fichero informático de inscripciones en el que anotará diariamente, por orden cronológico, referencia suficiente de todas y cada una de las practicadas en cualquiera de los registros a su cargo, asignándoles un número correlativo». Por su parte, el artículo 47, refiriéndose a la llevanza del registro contable, dispone que el registro de los valores integrados en una emisión reflejará, en todo momento, el saldo de los pertenecientes a cada titular, con los desgloses que sean procedentes. Dichos saldos se han de expresar «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. En caso de desglose, tales referencias numéricas identificarán también el concreto tipo de derecho real limitado o gravamen y su titular o, en su caso, cotitulares».

(27) SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1997, p. 23.

(28) Vid. a tal fin MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 81-114. Vid. también la Res. de la DGRN de 3 de febrero de 1999, sobre inscripción de entidades encargadas de la llevanza del registro contable de determinados valores anotados.

El artículo 7 de la LMV, y las normas de desarrollo, contemplan una doble posibilidad a la hora de establecer la regulación del registro contable de valores anotados: 1. «Cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales». 2. «Cuando se trate de valores admitidos o negociados en las Bolsas de Valores». Queda, pues, un tercer supuesto, que es el de los valores negociados en mercados no bursátiles, como, por ejemplo, el de la deuda pública. En este tercer supuesto se aplicarán las normas propias del concreto mercado de que se trate.

En el caso de valores admitidos a negociación en Bolsa se establece un sistema de «doble escalón» en la llevanza del registro contable, con intervención del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y las entidades adheridas a éste. Parece que el supuesto normal de emisión de valores anotados en un registro contable debería ser el de aquellos destinados a su negociación en los mercados. El volumen de actividad negociadora así lo demanda⁽²⁹⁾. No obstante, se pone también aquí de manifiesto la opción del legislador por extender el nuevo sistema incluso a supuestos en los que en sentido estricto no sería necesario. El sistema de anotación en cuenta se contempla también para los valores que no son objeto de negociación en los mercados, si bien en este supuesto no se trata de un sistema mixto de registro, sino sencillo: sólo lo lleva la entidad encargada. Por si cupiese la posibilidad de pensar que en este caso, dada la falta de negociación de los valores en un mercado, el registro contable pudiera ser llevado a mano sobre papel (cosa materialmente posible), el RD 116/1992 se ocupa expresamente de imponer en su artículo 47 que el sistema de registro de valores no negociados en mercados secundarios oficiales ha de ser informatizado.

Se constata una *vis atractiva* del sistema demandado por los mercados, de forma que, a pesar de no ser absolutamente necesario, se extiende la posibilidad de su uso también para los supuestos en que los valores, si bien susceptibles de negociación, no están de hecho admitidos a cotización en un mercado secundario. Cierto es que no se está imponiendo nada *contra naturam*. Al contrario se permite, no se impone, utilizar un sistema de representación de valores que tiene objetivas ventajas que facilitan y simplifican tanto el proceso de emisión como el de gestión posterior.

C) Transmisión de valores anotados

La LMV regula, en los párrafos 1º y 2º de su artículo 9º, la transmisión plena de la titularidad de los valores en los siguientes términos:

⁽²⁹⁾ El sistema de anotaciones en cuenta está destinado a ser el que englobe el gran volumen de valores que circulan en los mercados. Vid. URÍA, R.: «Conclusiones», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 275.

«La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.»

Como se deriva de la propia naturaleza de esta modalidad de valores, no cabe hablar de tradición, ya que no existe cosa física que entregar. Sin embargo, en la dicción del artículo 9º, párrafo 1º transcrito, de la LMV, se aprecia cómo el legislador se sitúa dentro del esquema tradicional del artículo 609 del Código Civil, esto es, de la teoría del título y modo. Respecto al primero nada dice, ya que ninguna variante requiere la naturaleza de los valores anotados. Parece obvio que es necesario un acto o negocio causal de la transmisión. En relación con el segundo elemento, esto es, el modo, sí que se pronuncia el legislador. Si se quiere mantener el esquema del título y el modo, parece que se impone la necesidad de especificar en qué ha de consistir el modo en la transmisión de un valor anotado, que no es susceptible de entrega física. De ahí que el artículo 9º de la LMV establezca en qué consiste el modo en este caso. Lo dice con una especie de circunloquio, trayendo a colación el régimen de transmisión de los títulos valores. Así, dispone que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. Es decir, la inscripción (apunte contable) equivale a la entrega de los títulos.

Para la transmisión de los títulos (excepción hecha de los supuestos específicos de donación o transmisión *mortis causa*) su tradición es requisito necesario, suficiente si son al portador, y necesitada de alguna formalidad adicional si son nominativos directos o a la orden. En el caso de valores anotados, la transmisión se produce mediante una anotación contable. Es un apunte contable mediante el que se hace constar que un valor pasa a pertenecer a un nuevo titular. Introducido el dato en un ordenador, se ha producido la transmisión. Se refunde así, en un solo acto, el dato equivalente a la entrega (en cuanto medio de hacer patente y visible la transmisión) y la identificación del titular. Puesto que en el sistema de anotación no hay una cosa que al ser poseída permita señalar a su tenedor como titular aparente, la constancia de quién sea el titular ha de venir necesariamente dada por el hecho de introducir en la inscripción de la transmisión un dato identificador del nuevo titular. En la anotación, pues, ha de constar la identidad de éste⁽³⁰⁾.

⁽³⁰⁾ El segundo párrafo del artículo 9º de la LMV confirma el planteamiento anteriormente hecho, en el sentido de que la inscripción de la transferencia contable equivale al modo o tradición en la transmisión de los títulos. El negocio causal, en su caso, de la transmisión produce efectos sólo entre las partes. Éstas resultan obligadas en los términos del contrato que

El requisito jurídico relevante para la transmisión de los valores anotados es la anotación contable. La transferencia no es física, sino ficta, esto es, contable. La misma tiene lugar en el momento en que se produce la inscripción electrónica en el registro contable correspondiente. La inscripción equivale a la *traditio*, y desde el momento que tiene lugar se produce el efecto de oposición a terceros⁽³¹⁾. Por tanto, la transmisión del valor tiene lugar con la inscripción cuando ésta equivale a una necesaria tradición para que se produzca la transmisión. Si no hay necesidad de *traditio* para la transmisión, ésta se produce al margen del registro contable, aunque la inscripción electrónica será necesaria para la oposición a terceros. Es el caso de las donaciones o transmisiones *mortis causa*⁽³²⁾.

Por otro lado, el grado de automatización de la operación de transmisión de valores anotados variará en función de que la misma tenga lugar en un mercado secundario o no. En el primer caso, se puede producir todo el proceso de transmisión de los valores sin utilización alguna de papel. Son los supuestos más sofisticados en que la orden de compra o venta de los valores se efectúa por medios electrónicos, de forma que llega al miembro del mercado para su mera validación, también electrónica, y subsiguiente ejecución en el mercado electrónico de que se trate. A continuación tendrán lugar las pertinentes inscripciones electrónicas en el registro contable. Si el ordenante carece de los medios electrónicos necesarios, la orden de compra o venta se puede producir por teléfono o mediante su plasmación en papel. Puede ser sólo por teléfono, si existen establecidas suficientes medidas de control, o se requerirá la confirmación escrita en papel⁽³³⁾. A partir de ahí, continúa el proceso electrónico de transmisión señalado.

celebren. En el caso de los títulos, la tradición basada en el negocio causal hace que se adquiera la propiedad de los documentos y con ella la titularidad de los derechos, resultando desde ese momento oponible a terceros. En el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, en coherencia con la afirmación del párrafo primero del artículo 9º de que la inscripción de la transmisión produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, el párrafo segundo declara que, desde ese momento de la inscripción, la transmisión, esto es, la adquisición de la titularidad del derecho, es oponible a terceros. Conforme a los principios generales del Derecho (vid. art. 6º.4 CC), y de la contratación en particular, a tenor del párrafo tercero del artículo 9º de la LMV, es requisito necesario que el adquirente opere siempre de buena fe.

(31) Sobre la *traditio ficta*, vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Pamplona, 1997, pp. 218-222.

(32) Vid. MADRID PARRA, A.: «Contratación electrónica», en *Estudios jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Madrid, 1996, p. 2929.

(33) Necesaria en todo caso la confirmación por «cualquier medio escrito, tales como télex, fax u otros similares» (correo electrónico) a tenor de lo dispuesto en el artículo 8.3 del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios (BOE nº 121, de 21 de mayo).

Si se producen acuerdos⁽³⁴⁾ de transmisión de valores anotados al margen del mercado, bien de valores cotizados (art. 38 RD 116/1992), bien porque no están admitidos a cotización (art. 50 RD 116/1992), entonces el proceso de transmisión carece de automatización y la necesaria inscripción electrónica depende de la existencia de documentos que acrediten la existencia del negocio traslativo. «Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las Entidades encargadas, en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de valores acreditativa del acto o contrato traslativo.» (art. 50.1 RD 116/1992, aplicable también por remisión en el supuesto del art. 38). El precepto transcrito parece entender por «documento» aquel que está plasmado en papel. No obstante, habría que estar abiertos a posibles documentos cuyo soporte no tenga por qué ser necesariamente el papel. Podría ser otro tipo de soporte (electrónico, digital, óptico) que proporcionan, o puedan en el futuro proporcionar, las nuevas tecnologías. La informática está ya permitiendo la existencia de documentos que no están en papel. Se están expandiendo en el ámbito del sector privado. En el sector público están apareciendo normas que los admiten también⁽³⁵⁾.

En relación con los documentos privados, no sólo se admiten los expedidos por una Sociedad o Agencia de valores, el párrafo siguiente del citado artículo 50 establece que la entidad debe proceder también a inscribir «en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción.» Es, pues, una formulación amplia que permite proceder a la inscripción electrónica de la transmisión en cuanto haya constancia, por cualquier medio, del consentimiento de las partes interesadas. Se podrá tratar de cualquier documento privado. Igualmente, habrá que interpretar que bastará cualquier medio o soporte en el que se ponga de manifiesto el consentimiento de los interesados. Por tanto, la entidad encargada del registro podrá también proceder a la inscripción si por medios electrónicos fidedignos le consta el consentimiento de las partes⁽³⁶⁾.

(34) O transmisiones *mortis causa*.

(35) Vid. MADRID PARRA, A.: «Provisions under the Spanish Legal System in which the Possibility to Make Use of EDI or Other Electronic Means is Considered», *The EDI Law Review*, 1996-3, pp. 99-106.

(36) No obstante, el tenor literal del número 4 del artículo 50 del RD 116/1992 parece apuntar hacia el documento en papel cuando dispone que las entidades deberán procurarse *siempre* «la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos de los actos, contratos y notificaciones». Una interpretación «extensiva» puede llevar a considerar el término «documentos» en un sentido amplio, que incluya también los que no tengan el papel como soporte.

D) Constitución de derechos reales limitados sobre valores anotados

No sólo se ocupa la LMV de la transmisión plena de los valores representados mediante anotaciones en cuenta. También contempla en su artículo 10 las transmisiones limitadas o en concepto distinto al de «dueño», en los siguientes términos:

«La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción.»

Se pueden, pues, constituir usufructo o prenda sobre valores anotados. Tales derechos reales versan no sólo sobre cosas, sino que también pueden recaer sobre derechos (cfr. arts. 469 y 1872, párr. 2º, CC; art. 67 a 72 Ley de Sociedades Anónimas: LSA). El usufructuario tiene derecho a disfrutar los bienes ajenos con la obligación de conservar su forma y sustancia (art. 467 CC). Tal derecho puede implicar o no la posesión de la cosa. Obviamente, no es posible cuando el usufructo recae sobre un derecho (art. 469 *in fine* CC). En tal caso el usufructuario puede percibir todos los frutos de los bienes usufructuados, como dispone el artículo 471 del Código Civil, sin necesidad de tener la posesión de «la cosa».

Ahora bien, cuando se trata de la prenda, derecho real de garantía, pertenece a la esencia o naturaleza de la institución pignoratícia que el acreedor tenga la posesión, si no inmediata al menos mediata, de forma que en caso de incumplimiento por parte del deudor sea posible la ejecución de la garantía (art. 1863 CC). Como difícilmente se puede hablar de posesión en el caso de valores representados mediante anotaciones en cuenta, cuando ni siquiera existe un papel que incorpore el derecho y que pueda ser objeto de posesión, y tras el criterio restrictivo que parece contenerse en la sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985⁽³⁷⁾, resulta necesaria y clarificadora la disposición

(37) Vid. los comentarios a dicha sentencia de BARBA DE VEGA, J.: «Comentario», en Cuadernos Civitas de jurisprudencia Civil, nº 10, 1986, p. 3363; EIZAGUIRRE, J. Mº de: «Las imposiciones a plazo objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores», Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 25, 1987, p. 179; vid. también DÍAZ MORENO, A.: «La prenda de anotaciones en cuenta», Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, nº 603, marzo-abril 1991, p. 355; MUÑOZ CERVERA, M.: «Prenda de valores públicos representados mediante anotaciones en cuenta», en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, t. II, vol. 1, Madrid, 1996, p. 723; PRÍES PICARDO, A.: «Prenda sobre valores privados representados mediante anotaciones en cuenta. Especial consideración sobre los valores cotizados en Bolsa», en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, t. II, vol. 1, Madrid, 1996, p. 671.

diáfana y expresa del artículo 10 de la LMV. Este precepto no sólo reconoce la posibilidad de constituir «derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta», sino que además soluciona la dificultad que implica la imposibilidad de poseer físicamente un valor anotado disponiendo que la «inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título». De esta manera el legislador expresamente menciona la prenda como derecho real limitado que puede constituirse sobre los valores anotados; y además soluciona la dificultad de la posesión aplicando el mismo criterio que en el caso de la transmisión plena de los valores anotados. Igual que en el artículo 9 dispone que la inscripción produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, aquí el artículo 10 establece la equivalencia entre inscripción y desplazamiento posesorio del título.

Puesto que en la constitución de derechos reales es fundamental la eficacia frente a terceros, la LMV declara que aquéllos serán oponibles a terceros desde el momento en que se practica la correspondiente inscripción. Se aplica así el mismo criterio tanto en el caso de transmisión plena como limitada (arts. 9 y 10 LMV). En la medida en que la tradición sea esencial para la constitución de derechos reales sobre valores representados mediante títulos, la inscripción en el registro contable tendrá valor constitutivo de dichos derechos reales si los valores están representados mediante anotaciones en cuenta.

Las partes pueden obligarse a constituir un determinado derecho real sobre valores anotados; pero éste no nacerá con eficacia *erga omnes* mientras la inscripción electrónica en el registro contable informatizado no se haya producido. Tanto si los valores cotizan en bolsa como si no están admitidos en un mercado secundario, la base documental para que la entidad encargada proceda a la inscripción del derecho real limitado o gravamen de que se trate es la misma que se ha comentado en apartado anterior y que se recoge en el artículo 50 del RD 116/1992⁽³⁸⁾.

⁽³⁸⁾ En el caso de valores anotados que cotizan en bolsa el artículo 39 del RD 116/1992 remite a los artículos 50 y 51. Tratándose de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario, el artículo 51 remite al 50, y dispone que la «cancelación de derechos reales limitados requerirá la constancia del consentimiento de su titular o la acreditación del hecho determinante de su extinción y, en su caso, la restitución de los certificados expedidos». Salvo en el último supuesto, en el que los certificados de legitimación son documentos en soporte de papel (aunque expresamente no se diga así, su regulación apunta a que tal hecho se da por supuesto), en los otros dos casos del texto transcrito no habría que excluir la posibilidad de que el consentimiento o acreditación se hiciese por medios electrónicos. Así se ha reconocido expresamente en la constitución de la prenda sobre valores anotados y cotizados para prestar garantía en relación con un mercado secundario por la disposición adicional sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, que en su apartado b), contempla la posibilidad de constituir la prenda mediante manifestación unilateral del titular registral, “incluso realizada por medios telemáticos”.

E) Legitimación de los titulares de derechos sobre valores anotados

El artículo 11 de la LMV establece una presunción de legitimación a favor del titular que aparece en el registro contable. El primer párrafo del mencionado artículo dispone: «La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta⁽³⁹⁾.» Frente a la legitimación cartular por la posesión, propia de los valores representados mediante títulos, se opta, en el caso de los valores anotados en cuenta, por la legitimación registral, de forma similar a como sucede en el registro de la propiedad⁽⁴⁰⁾. Sobre la base del principio registral de tracto sucesivo (art. 16.3 RD 116/1992), quien aparece en el registro contable informatizado como último titular es considerado «propietario» legítimo del valor representado mediante anotación en cuenta, es decir, titular de dicho valor y, por tanto, de los derechos, y posibles obligaciones, inherentes al mismo.

La legitimación, pues, se predica de la persona que aparece como titular registral, sobre la base de la correspondiente inscripción electrónica en el registro contable. Sin embargo, la acreditación de dicha legitimación se instrumenta, no por medios electrónicos, sino mediante un certificado en papel. El artículo 12 de la LMV establece: «La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con sus propios asientos.»

Aunque expresamente no se diga que el soporte de los certificados de legitimación haya de ser el papel, se da por supuesto a tenor del conjunto de su regulación jurídica y su función económica. Así, cuando se habla en el artículo 12 de la LMV y en el artículo 21 del RD 116/1992 de la restitución de los certificados, parece obvio que se está apuntando hacia un documento en papel. Se acude de nuevo aquí al papel para instrumentar un medio acreditativo o probatorio de la existencia de un derecho relativo a valores anotados, cuya

(39) Se reproduce el texto de la LMV en el artículo 15 del RD 116/1992.

(40) Sobre el sentido figurado de la legitimación «tabular» y el paralelismo entre el registro contable de valores anotados y el de la propiedad (art. 38 LH), vid. SANTOS MARTÍNEZ, V.: «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta», en *Derecho de sociedades anónimas*, t. II, *Capital y acciones*, Madrid, 1994, p. 456 y ss. Vid. también POLO, E.: «Prólogo», en ESPINA, D.: *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, p. 22.

titularidad se ostenta. Se todas formas, se ha de señalar que el transcrito párrafo primero del artículo 12 de la LMV no está redactado en términos excluyentes. No establece los certificados como único medio de acreditar la legitimación que confiere la titularidad registral. Dice que se «podrá» acreditar. De forma que no excluye otros medios de acreditación. De hecho la entidad encargada del registro contable podría emitir un certificado electrónico, autenticado con firma electrónica.

En todo caso no parece que, en términos relativos, tenga especial relevancia la emisión de certificados en comparación con el volumen de negociación de los valores anotados. Como ya se ha señalado, éstos están llamados a su negociación en mercados secundarios. En dichos mercados las operaciones se llevan a cabo a través de los miembros del mercado. Éstos garantizan la titularidad de los valores objeto de negociación. La constancia de dicha titularidad proviene directamente de la constatación en el registro contable correspondiente, de forma que resulta innecesario el trasiego de certificados para acreditar la titularidad de los valores⁽⁴¹⁾. Si tal tuviera que ser, nada se habría avanzado, pues a la postre todo hubiera quedado reducido a sustituir los títulos valores por los certificados de legitimación. Para alejar esa tentación, el párrafo segundo del artículo 12 de la LMV dispone de forma tajante que serán «nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados».

La virtualidad de los certificados de legitimación se desarrolla en ámbitos ajenos a los mercados secundarios. Pueden resultar útiles para el ejercicio de ciertos derechos y para la constitución de derechos reales limitados, como la prenda. En definitiva, se tratará de operaciones directamente pactadas entre las partes, al margen del mercado⁽⁴²⁾.

(41) Vid. art. 21.3 RD 116/1992, de 14 de febrero. De donde se deduce que habitualmente en los mercados se negocia sin proceder a la previa acreditación de titularidades mediante certificados. Tan sólo cuando un miembro del mercado tiene constancia de la existencia de un certificado vigente, ha de hacerse con éste o abstenerse de ejecutar orden de venta alguna.

(42) Para un examen más detenido sobre la materia, vid. MADRID PARRA, A.: «La legitimación en los valores anotados», en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Valladolid, 1998, pp. 799-825; en particular las tres últimas páginas para el régimen especial de resguardos y certificaciones en el caso de la deuda pública anotada. La posibilidad de emitir otro tipo de certificaciones que acrediten la existencia de derechos sobre valores anotados ha sido reconocida por el párrafo segundo del artículo 18.1 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, introducido por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre.

F) Los mercados secundarios: hacia la total «desmaterialización» de los valores

En relación con la negociación de valores anotados, la informática ha tenido un fuerte impacto en los mercados secundarios⁽⁴³⁾, que ha propiciado su desarrollo, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. Tal desarrollo descansa en los instrumentos informáticos y telemáticos aportados por las nuevas tecnologías. Entre otras razones que se pueden aducir, parece que la especificidad de estos mercados, en los que el objeto de negociación está perfectamente definido y estandarizado, así como el gran volumen de negociación, han propiciado que haya sido este ámbito de la contratación uno de los que en primer lugar se han visto beneficiados por las facilidades que las nuevas técnicas proporcionan.

Lo que ha hecho la LMV ha sido proporcionar instrumentos jurídicos que permitan y propicien la negociación y liquidación de valores por medios electrónicos⁽⁴⁴⁾. Como se ha indicado más arriba, para la contratación de valores anotados en los mercados secundarios no es necesaria la expedición de certificados de legitimación. Existen ya instrumentos y estructuras jurídicas suficientes para permitir la existencia exclusivamente «virtual» de valores, que pueden

(43) Conforme al artículo 31 de la LMV, tienen la consideración de mercados secundarios oficiales de valores:

- 1) Las Bolsas de Valores.
- 2) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta.
- 3) Los Mercados de Futuros y Opciones.
- 4) Cualquiera otros de ámbito estatal, que se autoricen conforme a la LMV.

(44) Para evitar el colapso del mercado que acarrearía la necesidad de manejar masas ingentes de títulos, se acude a soluciones informáticas. Los sistemas informáticos facilitan la transmisión de los valores. No es ya necesaria la incorporación del derecho a un soporte documental en papel. Basta una anotación contable informatizada. El papel da paso al soporte informático. Se produce así una ruptura con el ya tradicional concepto de título valor. Se consigue la información sobre el titular de los valores, que no proporciona por sí mismo el título al portador. La superación de la cuestión del anonimato no obstaculiza la circulación de los valores. Al contrario, el mecanismo de la anotación en cuenta proporciona gran celeridad y seguridad a dicha circulación. No hay que proceder a la *traditio* de títulos. Basta con dar la orden a través de un ordenador. La distancia no importa. Se «revolucionan» así, una vez más, el mecanismo de la transmisión de los derechos.

Nuestro ordenamiento jurídico da acogida al nuevo sistema de valores representados mediante anotaciones en cuenta, incluso de los valores que representan derechos de participación en sociedades como las acciones. No se elimina el tradicional medio de representación mediante títulos. Se sigue admitiendo el papel porque no se trata de prohibir en términos absolutos, sino de abrir cauces a las nuevas demandas del tráfico mercantil, como es misión tradicionalmente cumplida por esta área del Derecho. Pero la vieja transmisión por la simple tradición cede el paso a la casi imperceptible transmisión por mera anotación contable en soporte informático.

ser objeto de transmisión electrónica, sin que sea necesaria su plasmación en un documento en papel. Se puede llegar a la total «desmaterialización» de los valores desde el momento que se constituyen mediante una inscripción electrónica y se negocian en un mercado donde no existe «papel»⁽⁴⁵⁾. Pero no sólo la contratación es electrónica, también la liquidación lo es. En todo el proceso nada hay palpable o tangible. Sin embargo, todo está controlado por ordenadores utilizando sistemas de seguridad⁽⁴⁶⁾. Incluso se contempla en la regulación de la emisión de valores el hecho de la publicidad para la colocación de los mismos por medios telemáticos (art. 23.2 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, según redacción dada por Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre).

El gran volumen de negociación de valores requiere sistemas tecnológicos y medios jurídicos que permitan la existencia desmaterializada de valores y su contratación electrónica. Esta realidad existente ya en los mercados se va extendiendo. Ya no son únicamente los operadores relacionados con el mercado quienes utilizan medios electrónicos. Cada vez son más los clientes que disponen de estos medios, de forma que, como ya se indicó, es posible dar una orden de compra o venta de valores por vía electrónica y constatar, por el mismo cauce, que se ha adeudado o abonado en una cuenta bancaria el importe de la operación, así como comprobar el saldo de valores en la correspondiente cuenta⁽⁴⁷⁾. Se llega así a la total desmaterialización tanto en la representación de los valores como en su negociación y liquidación⁽⁴⁸⁾.

(45) Aunque aún se siga utilizando la expresión en la jerga de los operadores en los mercados.

(46) Tema este especialmente relevante en el que se invierten gran cantidad de recursos. Téngase presente a este respecto, que entre los requisitos que se han de reunir para que proceda la autorización administrativa de una empresa de servicios de inversión, se encuentra el contar “con mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y de procedimientos de control interno adecuados” (art. 67.2.j) de la L.M.V. según redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre.

(47) Sobre las relaciones entre entidades financieras y clientes, vid. TAPIA HERMIDA, A. J.: «Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores», en *Contratos bancarios y parabancarios* (dir. U. Nieto Carol), Valladolid, 1998, pp. 1003-1059.

(48) Sobre el presupuesto de la desmaterialización de las operaciones en las relaciones entre clientes y entidades que operan en los mercados financieros se asientan normas del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, como las siguientes:

Art. 7.3: «El registro de operaciones deberá llevarse por medios informáticos, asignando a la información contenida en él las claves o códigos adecuados para identificar de forma inequívoca su contenido según los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine. Con la periodicidad que ésta establezca, se realizará una impresión en papel que quedará

G) Las bolsas y el sistema de interconexión bursátil (mercado continuo)

Las bolsas de valores tienen la exclusiva para la negociación de acciones, obligaciones convertibles y demás valores que otorguen derecho a su adquisición o suscripción. También pueden negociarse en las bolsas valores de renta fija, pero en este caso no tienen la exclusiva y compiten con otros mercados, como el AIAF o el de deuda pública anotada cuyo régimen bursátil fue autorizado por Orden de 16 de enero de 1992.

Tradicionalmente la bolsa se ha identificado con el parque, esto es, el edificio donde en corros se procedía a la negociación a viva voz. En la actualidad esta práctica se va reduciendo. La negociación más relevante es la que se lleva a cabo por medios electrónicos. El mercado pasa a descansar en un sistema electrónico más que un parque. El hecho de la negociación informatizada lleva a la integración de los mercados y a la eliminación progresiva de las barreras existentes entre los mercados normalizados, como la bolsa, y los que no tienen tal consideración (*over the counter*: OTC). En la medida en que la negociación en los mercados tanto bursátiles como extrabursátiles se lleva a cabo mediante sistemas electrónicos se facilitan las relaciones entre unos y otros.

En todo caso, las acciones, que sólo pueden ser objeto de negociación en bolsa, y las obligaciones, cuando hayan de ser objeto de cotización en un mercado secundario oficial, han de estar representadas mediante anotaciones en cuenta (disp. adic. 1ª 5 LSA)⁽⁴⁹⁾.

De hecho, la LMV no sólo propicia la contratación electrónica bursátil, sino que instaura un sistema de contratación electrónica interbursátil. Por supuesto, los valores objeto de negociación de dicho sistema han de estar repre-

debidamente diligenciada por persona habilitada a tal fin por la entidad.» Se constata también que se sigue «dejando un pie» sobre la seguridad que aún ofrece el papel. Una vez más, pues, se constata que los cambios no son bruscos ni absolutos.

Art. 8.2.c): Al regular el archivo de justificantes de órdenes recibidas por los intermediarios financieros, determina que el mismo estará formado por el «registro magnético correspondiente en el caso de transmisión electrónica».

Para una interpretación flexible y abierta —que propugna la admisión de los medios informáticos— de normas relativas a la exigencia de papel dirigidas a la protección en la clientela en el ámbito del mercado de valores, vid. AZOFRA VEGAS, F.: «La contratación electrónica bancaria», Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 68, octubre-diciembre 1997, pp. 1090-1093.

⁽⁴⁹⁾ Téngase presente el artículo 29 del RD 116/1992 que dispone: «La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta de acuerdo con lo previsto en este capítulo será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa.»

sentados mediante anotaciones en cuenta. Conforme al artículo 49 de la LMV, el sistema de interconexión bursátil (conocido como mercado continuo) ha de estar integrado a través de una red informática; en él se negociarán aquellos valores que acuerde la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de entre los que estén previamente admitidos a negociación en, al menos, dos bolsas. La gestión del sistema de interconexión bursátil corresponde a la Sociedad de Bolsas (art. 50 LMV).

Son objeto de negociación en el mercado continuo valores de elevada liquidez, esto es, con frecuente e importante volumen de negociación⁽⁵⁰⁾. Es un sistema de contratación que permite la realización de operaciones durante un período prolongado de tiempo mediante la interconexión de los distintos operadores por medio de ordenador⁽⁵¹⁾. El mercado continuo comenzó a operar el 24 de abril de 1989 sobre la base de un sistema informático adquirido a la bolsa de Toronto, conocido como CATS⁽⁵²⁾. El sistema tenía limitaciones que hacían inviable, por ejemplo, la contratación de pequeñas cantidades de acciones, ya que se producían retrasos⁽⁵³⁾. A partir de la experiencia, se ha ido avanzado tanto en la mejora del sistema informático como en el diseño de condiciones

(50) La contratación en el mercado continuo estableció en marzo de 1998 un récord de contratación mensual al sumar 4,33 billones de pesetas, lo que supone un incremento del 21% sobre el volumen negociado el mes anterior, y un 161% más que en marzo del año anterior. La contratación media diaria sobrepasó por primera vez los 200.000 millones de pesetas (206.254), cuando en el mes anterior se situó en 178.894 millones. El día 25 de marzo de 1998 se registró récord histórico diario de contratación con un volumen de 285.904 millones. Cfr. Gaceta de los Negocios, 2 de abril de 1998, p. 22.

(51) Cfr. NIETO CAROL, U.: «Operaciones al contado y a plazo. Sistemas de contratación», en *El Derecho de Mercado Financiero* (dir. A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas y Sánchez), t. II, vol. 2, Madrid, 1994, p. 534. El concreto procedimiento material de contratación está basado en el manejo de un ordenador por el operador utilizando la correspondiente aplicación informática. Las órdenes que los miembros del mercado trasladan al sistema de interconexión bursátil para su ejecución han de identificar el valor a contratar, la cantidad, el precio, si se trata de compra o de venta, y la clase de orden. El sistema de contratación continuada exige un flujo de órdenes permanente que permita mantener la actividad. El modelo de contratación electrónica permite encadenar, a través de procesadores de comunicaciones, las órdenes generadas bien desde las sucursales de las sociedades miembros, bien desde aquellas entidades no miembros hasta un operador del sistema, que las valida para su posterior ejecución (cfr. GARCÍA-VAQUERO, V., y GUTIÉRREZ, F.: «Cambios técnicos y en la estructura del mercado bursátil», Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española, nº 34, 1991, p. 54).

(52) Computer Assisted Trading System.

(53) De ahí que el mercado se dividiese en el de lotes, el de picos y el de términos especiales.

especiales de contratación para determinados tipos de valores o clases de operaciones⁽⁵⁴⁾.

Junto a la estandarización, la contratación se basa en unos principios, conforme a los cuales opera la correspondiente aplicación informática, de modo que el cruce de la oferta y la demanda se produce atendiendo al mejor precio, y en igualdad de condiciones a la prioridad en la introducción de la orden en el sistema. Al casar una propuesta u orden con otra en el sistema informatizado del mercado continuo queda perfeccionado el contrato de compraventa de los correspondiente valores⁽⁵⁵⁾.

H) El Servicio de compensación y liquidación de valores

Tradicionalmente, al estar representados todos los valores por medio de títulos, la liquidación implicaba el traslado físico de éstos (art. 63 Reglamento de bolsas). El incremento en el volumen de títulos negociados llevó a la necesidad de arbitrar algún sistema que permitiese una liquidación más ágil sin tener que manejar cantidades ingentes de papel. A tal fin se implantó un sistema de liquidación y compensación de operaciones de bolsa, regulado por el Decreto de 25 de abril de 1974 y la Orden de 20 de mayo de 1974.

Con la LMV se avanza hacia la desaparición de los títulos físicos. El legislador opta por la representación mediante anotaciones en cuenta utilizando medios informáticos. Coherentemente, se da también el paso hacia la liquidación y compensación de valores sirviéndose igualmente de las nuevas tecnologías en el campo de la informática y la telemática. Así el artículo 54 de la LMV determina la creación del Servicio de compensación y liquidación de valores, entre cuyas funciones se encuentran la llevanza del registro contable de los valores anotados que cotizan en bolsa y la gestión, en exclusiva, de la

(54) Así, se ha planteado el sistema *fixing* para la negociación de acciones correspondientes a sociedades cuyos valores tienen un bajo volumen de negociación en el mercado continuo. Para estos valores se recorta el tiempo de contratación y se cruzan operaciones sólo dos veces al día. Por otro lado, se plantea el sistema de bloques para los grandes inversores institucionales que realizan operaciones sobre grandes paquetes de acciones. Se pretende competir con otros mercados europeos donde existe el sistema de bloques. En este mercado de bloques se divide entre las operaciones realizadas a precio ya convenido y aquellas en las que no existe tal convenio previo.

(55) Vid. MADRID PARRA, A.: «Contratación electrónica», en *Estudios jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Madrid, 1996, pp. 2935-2936. AZOFRA constata que el mercado de valores «constituye sin lugar a dudas el ámbito jurídico en el que más rápido han sabido las normas adaptarse a la realidad de contratación electrónica» (AZOFRA VEGAS, F.: «La contratación electrónica bancaria», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 68, octubre-diciembre 1997, p. 1090).

compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores ⁽⁵⁶⁾.

El desarrollo reglamentario de esta materia se encuentra en el Título III del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. El artículo 65 de este Real Decreto dispone que el Servicio de compensación y liquidación de valores 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. El artículo 29 del mismo Real Decreto especifica que la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en bolsa corresponderá al Servicio de compensación y liquidación de valores, a cuyo cargo estará el registro central, y a las entidades adheridas al mismo ⁽⁵⁷⁾.

Junto a la llevanza del registro contable, el artículo 66.1 del RD 116/1992 reserva en exclusiva al Servicio la compensación de valores y efectivo de la negociación en las bolsas ⁽⁵⁸⁾. El artículo 55 del RD 116/1992 determina que la liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar por compensación multilateral, a través del Servicio de compensación y liquidación de valores, de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que como consecuencia de dichas operaciones correspondan a cada una de las entidades adheridas ⁽⁵⁹⁾.

Conforme al artículo 56 del RD 116/1992, entre los principios que imperan en el sistema de liquidación y compensación se encuentran el de universalidad, en cuanto que el sistema es único, admitiendo el menor número posible de

⁽⁵⁶⁾ Sin embargo, respecto de los valores admitidos a negociación en una única bolsa de valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueden disponer 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.

⁽⁵⁷⁾ Vid. CACHÓN BLANCO, J.E.: «Nueva regulación del mercado continuo o sistema de interconexión bursátil», *Actualidad del Mercado Financiero*, nº 7, julio 1993, pp. 29-37; idem: «Modificación del ‘Sistema de Interconexión Bursátil’ o Mercado continuo, por Circular de la Sociedad de Bolsas 2/1994, de 27 de enero», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 53, enero-marzo 1994, pp. 246-249; NIETO CAROL, U.: «Sistema de liquidación y compensación de operaciones bursátiles», en *El Derecho del Mercado Financiero* (dir. A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas y Sánchez), t. II, vol. 2, Madrid, 1994, p. 563.

⁽⁵⁸⁾ Sin perjuicio de la posible intervención de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia respecto de los valores admitidos a negociación en una única bolsa de valores.

⁽⁵⁹⁾ Así se recoge también en el Reglamento de organización y funcionamiento del Servicio de compensación y liquidación de valores, de 28 de abril de 1992.

especialidades en función de las diferentes categorías de valores, y el principio de entrega contra pago, de forma que las transferencias de valores y efectivo resultantes de la liquidación se han de practicar de modo simultáneo. El volumen de transacciones que han de ser objeto de compensación y liquidación requiere que se cuente con suficientes medios técnicos para procesar la información y realizar las operaciones consiguientes. De hecho la disposición transitoria quinta del RD 116/1992 encomendaba a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la verificación de que el Servicio de compensación y liquidación de valores disponía de los medios idóneos para el correcto desempeño de las tareas de compensación y liquidación. Ciertamente, sólo disponiendo de medios informáticos adecuados es posible la llevanza del registro y la realización de la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre valores con la celeridad que el mercado demanda.

De hecho, el sistema diseñado para el Servicio de compensación y liquidación de valores responde a los siguientes criterios⁽⁶⁰⁾:

a) Conexión electrónica de las entidades participantes para transmitirse mutuamente información precisa por medio de una red de comunicaciones que una a miembros del mercado, entidades adheridas, rectoras de las Bolsas y el propio Servicio.

b) Centralización en el Servicio de compensación y liquidación de valores de los registros contables de valores representados mediante anotaciones en cuenta⁽⁶¹⁾.

c) Circulación de información en tiempo real.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. ORTEGA, R.: «El mercado de renta variable y las perspectivas de la Bolsa española», Papeles de Economía Española, nº 49, 1991, p. 111.

⁽⁶¹⁾ Para el debate sobre «registro central» / «registros periféricos», o «bolsa central» / «bolsas periféricas», vid. ORTEGA, R.: «La Bolsa española: del intervencionismo a la reforma», Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española, nº 34, 1991, pp. 32-33. Vid. DÍAZ MORENO, A., y PRÍES PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, coord. G. J. Jiménez Sánchez, Madrid, 1992, p. 315, donde se dice: «Un sistema combinado o mixto con existencia de un registro central y de otros conectados con él parece, desde el punto de vista de la eficacia, más adecuado». Vid. también ROJO FERNÁNDEZ DEL RÍO, A.: «El sistema español de anotaciones en cuenta», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 99-101. Sobre los problemas operativos que puedan presentarse en la coordinación de los registros contables central y de las entidades adheridas, vid. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F.: «Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos», *Derecho de los Negocios*, nº 26, noviembre 1992, pp. 6-21.

d) Compaginar la flexibilidad en el tratamiento de la información con la seguridad y la confidencialidad, mediante el control de acceso y manejo de dicha información.

l) La deuda pública

Conforme al artículo 55 de la LMV, el mercado de deuda pública tiene por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, por el Banco Central Europeo, por los Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea o por las Comunidades Autónomas, así como, siempre que lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda, a solicitud del emisor, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas, en los supuestos reglamentariamente establecidos. El régimen reglamentario del mercado de deuda pública, sin embargo, es anterior a la LMV, si bien en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores se prevé la elaboración de un reglamento del mercado de deuda pública. Mientras tanto su régimen jurídico se contiene en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, varias veces modificado, y en la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y por la que se delegan determinadas competencias en el Director general del Tesoro y política financiera, que también ha sido objeto de sucesivas modificaciones.

Los titulares de cuentas en la Central de anotaciones (gestionada por el Banco de España) pueden realizar operaciones de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta de su propia cartera a través de dicha Central siempre que tales operaciones estén admitidas⁽⁶²⁾. Las operaciones han de ser ordenadas, realizadas y liquidadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) del Banco de España (art. 3 Orden de 19 de mayo de 1987, según redacción dada por Orden de 31 de octubre de 1991)⁽⁶³⁾. A partir del día 1

(62) La transmisión de los valores se tiene por realizada una vez que la entidad gestora actualice sus registros de saldos y comunique, en las condiciones previstas en las normas de funcionamiento de la Central de anotaciones, los saldos de sus comitentes resultantes tras la actualización de los registros (art. 8.1 RD 505/1987, de 3 de abril; art. 10.10 Orden de 19 de mayo de 1987).

(63) El artículo 7 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril (según redacción dada por RD 1009/1991, de 21 de junio), contempla un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las bolsas de valores. Los saldos incluidos en este régimen específico se mantienen desglosados en las cuentas de los miembros de tal régimen en la Central de anotaciones.

de enero de 1999 el STMD pasó a denominarse Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE), según se dispuso en la Circular del Banco de España número 11/1998, de 23 de diciembre, a entidades de crédito, sobre actualización de normativa del STMD (B.O.E. del 30).

La deuda pública anotada constituye el precedente en la desmaterialización de valores que luego la LMV extendió con carácter general. Como su mismo nombre indica, en el mercado de deuda pública en anotaciones no se emiten títulos. Los valores están representados mediante anotaciones en cuenta. Tanto la emisión de los valores, como su negociación y liquidación se basan en una contabilidad informatizada. La consideración positiva de la experiencia llevó a su plasmación, ya con carácter general, en la LMV.

J) Mercados de futuros y opciones

Los artículos 31 y 59 de la LMV facultaban al Gobierno para que, a propuesta de la CNMV, regulase la organización y funcionamiento de otros mercados secundarios oficiales de valores distintos de las bolsas y el mercado de deuda pública anotada. El artículo 59 disponía que dicha regulación debía adaptarse a los principios contenidos en la LMV cuando regula precisamente las bolsas de valores y el mercado de deuda pública. Sobre esta base se regularon los mercados de futuros y opciones⁽⁶⁴⁾.

La creación en España de los mercados de futuros y opciones financieros se produjo en septiembre de 1989. El Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe favorable del Banco de España, autorizó la creación de los mercados de futuros y opciones. El 8 de noviembre del mismo año, OM Ibérica, S.A., inició la contratación de opciones; y el 16 de marzo de 1990 MEFF, S.A., comenzó la contratación de futuros en el MEFF (Mercado de Futuros Financieros) de Barcelona.

Previamente, antes de la plena entrada en vigor de la LMV, se habían admitido ya operaciones de futuros y opciones sobre la base de contratos normalizados cuyo objeto era deuda pública anotada. Su regulación se contenía en la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989, luego derogada y sustituida por la de 29 de octubre de 1997.

Con posterioridad, y al amparo del artículo 77 de la LMV, modificado por la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990, el Ministro de Economía y Hacienda autorizó la negociación en los mercados

⁽⁶⁴⁾ Vid. MADRID PARRA, A.: *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Madrid, 1994.

de futuros y opciones ya existentes de contratos relativos al tipo de interés de los depósitos interbancarios en pesetas a tres meses, ampliándose así la gama de contratos negociados en tales mercados no oficiales.

El desarrollo de estos mercados llevó al Gobierno a regularlos ya con carácter general, reconociéndoles carácter oficial. Tal regulación se llevó a cabo, de acuerdo con los artículos 31 y 59 de la LMV, mediante el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre. Este Real Decreto contemplaba sólo los mercados de opciones y futuros financieros. Posteriormente, fue modificado para incluir también los mercados de futuros y opciones sobre cítricos. Esta modificación se llevó a cabo mediante el Real Decreto 695/1995, de 28 de abril.

La autorización para la creación de mercados de futuros y opciones de carácter oficial corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda (arts. 2 y 21 RD 1814/1991). Se han autorizado tres mercados de futuros y opciones mediante las siguientes órdenes ministeriales:

- Orden de 8 de julio de 1992, por la que se autoriza el mercado de «MEFF, sociedad rectora de productos financieros derivados de renta fija, sociedad anónima», con el carácter de mercado secundario oficial. Este mercado está ubicado en Barcelona.
- Orden de 8 de julio de 1992, por la que se autoriza el mercado de «MEFF, sociedad rectora de productos financieros derivados de renta variable, sociedad anónima», con el carácter de mercado secundario oficial. Este mercado está ubicado en Madrid⁽⁶⁵⁾.
- Orden de 14 de julio de 1995, por la que se autoriza el mercado de «FC & M, sociedad rectora del mercado de futuros y opciones sobre cítricos, sociedad anónima», con el carácter de mercado secundario oficial. Este mercado está ubicado en Valencia.

Cada mercado está regido y administrado por una sociedad anónima, denominada sociedad rectora, que tiene como objeto exclusivo el desarrollo de las funciones rectoras del mercado, actuando como contraparte en los contratos

⁽⁶⁵⁾ MEFF, Sociedad holding de productos financieros derivados, es la sociedad matriz de la sociedad rectora del mercado de futuros y opciones de renta fija, MEFF, Sociedad rectora de productos financieros derivados de renta fija, y de la sociedad rectora del mercado de futuros y opciones de renta variable, MEFF, Sociedad rectora de productos financieros derivados de renta variable. Dentro del proceso de concentración de los mercados financieros europeos ante la llegada de la moneda única, los mercados de derivados españoles y franceses (MEFF y MATIF —Marché à Terme d'Instruments Financiers— y MONEP —Marché des Options Negociables de Paris—) han firmado un protocolo para la creación de una alianza denominada Euro Globex, mediante el cual los miembros de cada uno de estos mercados tendrán acceso a los contratos negociados por los demás mediante la interconexión de sus respectivas plataformas electrónicas de negociación (cfr. El País, 28 de junio de 1998, p. 28/Negocios).

que se negocian en el mercado. Ha de ordenar la contratación, registrar las operaciones realizadas y gestionar la compensación y liquidación de los contratos. No tiene la condición de miembro del mercado, si bien es la titular de los medios precisos para el funcionamiento de éste (art. 7 RD 1814/1991). A diferencia de la bolsa, asume el funcionamiento de la contratación y de la liquidación de las operaciones. Como instrumento de garantía y para facilitar la compensación y liquidación, la sociedad rectora se interpone entre los contratantes, actuando como comprador frente al miembro vendedor, y como vendedor frente al miembro comprador.

Los mercados de futuros y opciones han adquirido carta de naturaleza con tanto legal en el propio seno de la LMV tras la nueva redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, a los artículos 31 y 59.

Sin entrar ahora en el debate doctrinal acerca de su posible calificación o no como valores⁽⁶⁶⁾, el hecho es que los contratos de futuros y opciones negociados en estos mercados han de estar representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente sociedad rectora (art. 59 de la LMV). Se les aplica el régimen jurídico general previsto para las anotaciones en cuenta que se contiene en los artículos 5 a 12 de la LMV (arts. 1.5 y 20.1 RD 1814/1991). Hay, pues, una total desmaterialización de los concretos contratos celebrados. Sin embargo, en términos generales, la «desincorporación» no es absoluta. Hay una «incorporación por referencia». Al negociar (celebrar, perfeccionar) un concreto contrato, simplemente se produce una anotación contable, al modo como tiene lugar la transmisión de un valor anotado mediante la inscripción en el correspondiente registro contable.

Pero en los mercados de futuros y opciones no se «transmiten» los contratos, sino que se «perfeccionan» contratos, que pueden ser de signo contrario,

⁽⁶⁶⁾ En todo caso son instrumentos financieros que quedan incluidos en el nuevo texto que se añade al artículo 2º de la LMV, de forma que el ámbito de aplicación de esta ley no se circunscribe ya sólo a los valores negociables en sentido (más o menos) estricto, sino que abarca también otros instrumentos financieros, especialmente si son objeto de negociación en un mercado secundario. Vid. Proyecto de Reforma de 1997, BOCG Cong. Diput. 12-2-97, Serie A, nº 29-1, que contenía un texto más limitado referido sólo a los instrumentos financieros objeto de negociación en los mercados secundarios, y la propia Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En relación con los contratos de futuros y opciones, es más apropiado hablar de instrumentos financieros que de valores negociables (vid. CACHÓN BLANCO, J. E.: «Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores», Revista de Derecho Mercantil, nº 222, octubre-diciembre 1996, p. 1245; CACHÓN BLANCO, J. E.: «Valores negociables e instrumentos financieros», en *La reforma del mercado de valores* (coord. A. J. Tapia Hermida y J. Sánchez-Calero Guilarte), Cuadernos de la Revista de Derecho Mercantil, nº 4, 1996, pp. 9-40).

con lo que sus consecuencias económicas se compensan y «anulan». Al celebrar un determinado contrato sólo se pacta el precio, todas las demás condiciones están predeterminadas. Las condiciones generales de cada tipo de contrato están previamente establecidas y supervisadas por la administración⁽⁶⁷⁾. Cuando se negocia un contrato, no se produce una incorporación en el sentido que se predica de los títulos valores, pero sí una incorporación por remisión de las condiciones generales del tipo de contrato pactado. Se trata de un supuesto similar a la remisión o incorporación de la escritura pública (de emisión en su caso) que exige el artículo 6º de la LMV para la constitución de valores representados mediante anotaciones en cuenta⁽⁶⁸⁾.

Por supuesto, en estos mercados tanto la contratación como la compensación y liquidación están totalmente informatizadas. Los miembros del mercado, a través de sus operadores, introducen las órdenes en el sistema informático, donde se cruzan y casan. La importancia del mercado, pues, se ve desplazada de un lugar físico a un sistema informático. Lo relevante no es ya la coincidencia en una plaza o sede, sino la concurrencia en un mercado «virtual», esto es, electrónico, donde, gracias a la telemática, se realizan las operaciones desde terminales del sistema distantes geográficamente entre sí.

VI. CONCLUSIÓN

Parece inevitable que el Derecho en general, y la regulación jurídica de los mercados de valores en particular, ha de tener presente la realidad de las nuevas tecnologías que se imponen en el desarrollo de la actividad económica y social. La legislación sobre mercados de valores así lo ha hecho, y deberá continuar en esa misma dirección para no quedar al margen del rápido proceso evolutivo que se está produciendo en el sistema financiero, por mor, entre otras razones, de la

(67) Las condiciones generales o modelos de contrato, que forman parte del reglamento del mercado como anexos, deben determinar el valor subyacente, nominal, vencimiento, garantías, forma de fijación del precio de liquidación y la fecha de liquidación. Una vez autorizado, el reglamento tiene la naturaleza de norma de ordenación y disciplina del mercado. Su modificación requiere autorización ministerial, salvo en lo relativo a la modificación de las condiciones generales recogidas en cada modelo de contrato, cuya competencia corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de la facultad de avocación por parte del Ministro de Economía y Hacienda (arts. 4 y 5 RD 1814/1991).

(68) Aunque en el caso de los futuros y opciones no hay un acto o proceso formal de emisión de un determinado número de valores o contratos. Se produce un «diseño» del producto y se pone en el mercado. Los proyectos de contratos aprobados por la administración surten «los efectos de la escritura mencionada en el artículo 6º de la Ley del Mercado de Valores» (art. 3.2.h del Real Decreto 1814/1991). Pero los contratos nacen cuando y en la medida en que se perfeccionan mediante su negociación en el mercado.

aplicación de esas tecnologías al desarrollo de todos los sectores de la actividad económica.

El reconocimiento y regulación por el Derecho de esa nueva realidad no tienen por qué implicar rupturas traumáticas en el seno de nuestro ordenamiento jurídico. La prudencia en los cambios hace que las novedades jurídicas no hayan implicado «tirar por la borda» instituciones acrisoladas que han dado positivos resultados. Es más, su adaptación a nuevas situaciones ha resultado útil. Por tanto, la inteligencia, junto con la referida prudencia, ha de llevar a nuevas estructuras jurídicas, que, partiendo de la propia tradición jurídica, den respuesta a los nuevos retos que el siglo que se avecina irá planteando.

NUEVA LEGISLACIÓN DEL MERCADO DE VALORES ⁽¹⁾ (OBSERVACIONES PRELIMINARES AL ANTEPROYECTO DE 1985)

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS
Catedrático de Derecho Mercantil

Las observaciones que me propongo someter a la consideración de todos son de carácter muy elemental y para la mayoría resultarán doblemente insuficientes. Pero, por su misma simplicidad, deben preceder a cualquier otro análisis sobre el contenido de la futura Ley del Mercado de Valores y aún cabría añadir que su carácter preliminar aconseja formularlas ahora, cuando el proceso de maduración legislativa ofrece todavía la oportunidad de colaborar a la mejora de un texto cuya transcendencia no ha de pasar desapercibida para nadie. Por eso confío en que se me permitirá insistir desde el primer momento en que, aun cuando algunas de estas observaciones van a manifestar cierto talante crítico, más allá de las apariencias que pueda sugerir este modo de expresión, el propósito que guía todos los planteamientos viene orientado a procurar un mayor grado de elaboración normativa para lo que ahora es un

(1) El tema de los precedentes de nuestra primera Ley del Mercado de valores, cuyo décimo aniversario celebramos, ha merecido una atención escasa. Existen, como es sabido, algunos comentarios a los textos inmediatamente anteriores a su promulgación; pero los ensayos legislativos iniciales carecen prácticamente de bibliografía, aunque naturalmente no falta alguna referencia ocasional sobre el tratamiento dado a algún tema concreto (cfr., por ejemplo, ZURITA, “El régimen español sobre *insider trading* y la propuesta de Directiva comunitaria” en *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pp. 1256-1259). Esta es la razón que me ha movido a desempolvar este viejo trabajo, que debía haber visto la luz en el libro que iba a agrupar las ponencias de las VIII Jornadas sobre Fe Pública mercantil, hasta ahora no publicadas. Se conserva la rotulación y contenido original, sin otras modificaciones que las necesarias para corregir alguna locución o alguna errata.

borrador evidente encomiable, pero que aún deja bastante que desear desde el punto de vista de la técnica de la legislación. Es sobre todo en torno a esos aspectos formales y de estructuración general del Anteproyecto donde pretende situarse esta intervención, que se mantendrá consecuentemente dentro de un tono preferentemente jurídico. La repercusión económica de la normativa proyectada y el estudio analítico de su contenido exigirán seguramente mayor tiempo del que ahora puedo dedicarle y, desde luego, una especialización distinta de la que yo puedo ofrecer.

Entrando ya en el tratamiento del tema, en los límites que han quedado expuestos, conviene preguntarse, primero de todo, si es necesaria y oportuna una regulación del mercado de valores y, en segundo lugar —supuesta la contestación afirmativa de la interrogación anterior— si el camino más adecuado para formularla es el que ahora pretende seguirse entre nosotros.

La conveniencia de regular los mercados de valores no parece demasiado dudosa y aún me atrevería a afirmar que no lo ha sido nunca. Si algo ha caracterizado históricamente a este tipo de mercados es precisamente el hecho de venir configurados desde antiguo como organizaciones mercantiles dotadas de un *ordenamiento estable*, importando mucho menos a estos efectos que el mecanismo seguido para articular dicha ordenación gravite sobre el sistema de *self-regulation*, propio de las primeras Bolsas de Valores y aún característico de las privadas anglosajonas, o se decante hacia un sistema de regulación *ad extra* de procedencia estatal, tal como ha venido sucediendo tradicionalmente en los sistemas latinos. Es digno de meditación, por lo demás, que, frente a lo que a primera vista pudiera sugerir la anterior dicotomía, la realidad es que los sistemas de autogobierno han propiciado por lo general —dentro de su reconocida flexibilidad— una regulación de mercado más completa y rigurosa que la comúnmente ofrecida por las ordenaciones estatales. Para limitarnos a ejemplos sobradamente conocidos bastaría decir que la disciplina del mercado articulada por organismos particulares, como puede ser el *Pannel* londinense, resulta tan cuidadosa que sólo resiste la comparación con experiencias de ordenaciones impuestas desde fuera si nos referimos a hipótesis de control externo gestionadas por agencias independientes, que en el fondo ofrecen alternativas que descansan sobre parecida mentalidad e idéntica tradición jurídica. La *Securities Exchange Commission* estadounidense sigue siendo al respecto el prototipo de esta segunda orientación, a cuya imagen y semejanza han ido apareciendo en todas partes órganos de vigilancia y disciplina que nuestro Anteproyecto arti-

cula ahora en torno a la “Comisión Nacional del Mercado de Valores” (Tít. IV, arts. 40 y ss). Estimo, en resumen, que esta sumaria consideración puede ser suficiente para comprobar que, desde sus orígenes hasta nuestros días, y cualquiera que sea el sistema bursátil prevaleciente en cada país, los mercados en cuestión han sido objeto permanente de una ordenación jurídica específica.

Pero creo que aún conviene detenerse algo más en esta idea de la especificidad de la regulación, no sólo porque puede ilustrarnos acerca de los mecanismos adecuados para establecerla, sino sobre todo porque en el concreto foro que ahora nos encontramos va a mostrarnos además la íntima relación existente entre la referida disciplina y la rica aportación que a este respecto ha supuesto la propia ordenación y actividad profesional de los estamentos representativos de la correduría mercantil. Especialistas tan poco sospechosos como el alemán EHRENBURG, uno de los autores que se ha ocupado con más detenimiento del origen y desarrollo de la institución bursátil, se ha referido a este papel de los *Maklers* e intermediarios en la génesis de la Bolsa en Brujas allá por el siglo XIV. En la centuria anterior había sancionado Jaime I entre nosotros la figura de los “corredores de oreja” que en el siglo XV traficaban en la Lonja de Barcelona con modalidades incipientes de valores como eran los “censales” y “violarios”. Y cuando se afianza definitivamente la Bolsa moderna, en la Holanda del siglo XVII, la articulación de un mercado floreciente para las acciones de sus compañías coloniales viene precedida por la promulgación de nuevas ordenanzas, alguna de las cuales, como el Reglamento de los Corredores Jurados de la Bolsa de Amsterdam del año 1613, ha sacado del olvido TORRENTE FORTUÑO en su tesis doctoral sobre José de la Vega que tuvo la fortuna de patrocinar, más que dirigir en todas sus etapas.

Esta vinculación entre las distintas modalidades del tráfico económico y el estatuto de sus protagonistas —que tan claro se ve en las Bolsas— es algo sobradamente conocido y que engarza con la orientación subjetiva que preside el sistema del ordenamiento comercial hasta bien entrada la Edad Moderna. En cambio no parece haberse comprendido tan bien otro dato de la evolución jurídica de los mercados bursátiles que ahora me parece de no menor interés. Como el movimiento de progresiva objetivación que van a experimentar desde entonces todas las instituciones mercantiles (movimiento que precede y alimenta la Codificación) no logra liquidar completamente la herencia de aquellos ordenamientos profesionales, nos encontramos con el hecho, aparentemente paradójico, de que los Códigos de comercio del siglo XIX —entre los cuales los dos españoles no son tampoco la excepción— se ocupan poco o nada de las Bolsas y bastante más de los Corredores y Agentes. Por ahí empieza a descubrirse un primer elemento de explicación para un fenómeno que, según anticipaba, es

oportuno destacar. Me refiero al hecho de que la regulación de los mercados de valores, materia total o parcialmente ignorada por los Códigos y en consecuencia “desaforada”, tiene que abordarse a continuación con el auxilio de *leyes especiales*. A ese peculiar sistema de tratamiento normativo colaborarán otros factores no menos importantes, entre los cuales he tenido ocasión de referirme en otro lugar al más significativo y que, con toda seguridad, ha sido el principal responsable de ese postergamiento de la disciplina bursátil por los Códigos mercantiles decimonónicos. Me refiero a la mezcla de aspectos públicos y privados que concurren en la regulación de la materia, los cuales, al modificar los principios inspiradores de la autonomía contractual e imponer la concurrencia de intervenciones y autorizaciones en los intereses de los particulares, aconsejan confiar su tratamiento detallado a una normativa propia, producida en buena parte al margen de los grandes cuerpos legales de la época y en no escasa medida superadora de la clásica distinción entre lo público y lo privado.

Es casi innecesario añadir hasta qué punto esa dimensión jurídico pública ha venido cobrando creciente protagonismo al difundirse el tráfico mobiliario y popularizarse la inversión bursátil. Aquellas intervenciones originales, reclamadas por la propia naturaleza de las cosas y que según una categoría familiar a la reciente doctrina alemana podríamos denominar *Marktkonform* (es decir, acordes con un mercado, cuyo natural funcionamiento tratan de preservar frente a posibles desviaciones), se han ido completando con otras medidas de superior *alcance configurador*, que en ocasiones pueden llegar a corregir esa lógica inmanente del mercado en aras de los intereses superiores de la economía nacional o de la política social de nuestro tiempo. Por este lado se advierte un nuevo factor de robustecimiento de la dimensión jurídico-pública de los mercados de capitales que tanto ha contribuido en los últimos años a incrementar el catálogo normativo que regula la materia. Junto a todos estos factores, el relativismo de las fronteras en el mundo de los negocios y la ósmosis normativa propiciada por las exigencias de armonización jurídica en el seno del Mercado Común ofrecen el último hito de una evolución secular que está desembocando en la promulgación de disposiciones similares en numerosos países europeos. En ese marco general de reforma bursátil es en el que conviene situar este borrador español de septiembre de 1985, producido ya con algún retraso desde que se formulan las primeras recomendaciones —en general atinadas— que para la renovación del Mercado de Valores formuló el año 1978 la Comisión de expertos nombrada al efecto por Orden ministerial de 4 de agosto del año anterior. En verdad creo yo que el mayor problema que de entrada nos depara este Anteproyecto no deriva tanto de un retraso que realmente solo es parcial (si recordamos que por el camino se ha producido la llamada “reforma de la Bolsa por decreto”), cuanto del hecho ciertamente delicado de que esta nueva

“reforma por Ley”, jurídicamente más correcta, sigue ignorando algunas de aquellas recomendaciones y viene a superponerse en poco tiempo a modificaciones sectoriales recientemente realizadas (cotización, folleto y publicidad, órdenes de bolsa, OPAs, sociedades entre operadores bursátiles, etc.) que el nuevo texto no deroga expresamente, como tampoco lo hace con los preceptos del Reglamento general de 1967 ni del viejo Código de comercio en los concretos puntos que resultan afectados, y cuya vigencia o inaplicabilidad vuelve a confiarse así al socorrido procedimiento de identificar contradicciones normativas que incrementarán una vez más defectos de coordinación que he denunciado en otras ocasiones y que se están convirtiendo ya en una perversión crónica del ordenamiento bursátil.

A pesar de todo me parece que las consideraciones que llevamos avanzadas militan en favor de esa reforma por ley, que, en mi opinión, sería muy bienvenida si se eliminan aquellos defectos y se tuviera la decisión de abordar una regulación global del Mercado de Valores organizada auténticamente de nueva planta. En algunos aspectos, el Anteproyecto que estamos considerando parece sensible a esas necesidades de innovación y por ello resulta digno de elogio que se ocupe del sistema de creación de las Bolsas, de disciplinar materias como el *insider trading* o establecer órganos de control, cuya necesidad —con diferente alcance en los tres casos mencionados— se venía acusando claramente entre nosotros. Dadas las razones ya expuestas, y contando con la tradición secular de la materia, tampoco hay inconveniente en admitir que esas importantes reformas se encomienden a la promulgación de una Ley especial. Mayores dudas suscita, sin embargo, la estructuración general del texto normativo, la articulación técnica de sus disposiciones y la selección de las materias que deben integrar su contenido. Veamos someramente estos puntos, siguiendo por razones de claridad la propia sistemática del Anteproyecto, compuesto de 94 artículos distribuidos entre siete diferentes títulos, a los que siguen dos Disposiciones Finales, seis Transitorias y una Derogatoria, ya aludidas en parte y sobre las que será preciso volver.

El texto que nos ocupa, según la rotulación que luce en el frontispicio, proyecta su disciplina “sobre el Mercado de Valores”. Si la fórmula empleada fuera correcta (ya que —como veremos— no lo es del todo) se podría asegurar que el campo de aplicación de la nueva ley, la determinación de las materias que deberían integrar la regulación proyectada y, hasta, si se me apura un poco, el orden en que habrían de abordarse tales asuntos no debería dar motivo para

especiales comentarios, ni seguramente produciría ninguna inquietud al intérprete o a los órganos encargados de su puesta en práctica. Me parece, sin embargo, que en nuestro caso la cuestión no es tan sencilla; y, teniendo en cuenta la orientación sancionadora que en tantos puntos manifiesta el Anteproyecto, no es posible ocultar alguna preocupación al respecto. Porque de todos es sabido que la seguridad jurídica reclama que la imposición de sanciones vaya precedida de una cuidadosa definición de las figuras penales o las contravenciones administrativas que van a desencadenar su aplicación, sin entrar ahora en temas aún más delicados, como pueden ser el de la intencionalidad inherente a esas conductas punibles, la relación de causalidad exigida para sancionarlas o los problemas de prueba vinculados a la imposición de esas sanciones. Sobre todo ello manifiesta nuestro Anteproyecto suficiente grado de incertidumbre como para hacernos suponer que inclusive puede dejar en entredicho el efectivo funcionamiento de tan conspicuo aparato represor. Puesto que ya he advertido que no me interesa ahondar en la crítica del texto legal, sino que prefiero contribuir al posible mejoramiento de la normativa proyectada, ahora debo de limitarme a sugerir cuál es, a mi juicio, la explicación de este inadecuado proceder legislativo. Y para no entretener demasiado su atención con estos temas académicos creo que podríamos resumir la clave de ese fenómeno en el hecho de que se han tomado nociones extraídas del tráfico mercantil —unas veces jurídicas, otras incluso puramente económicas— para superponer sobre ellas un catálogo de sanciones, con olvido de que lo que es bueno para la Ciencia económica no siempre vale sin más para el Derecho y que, aún dentro de éste, hay conceptos que pueden ser perfectamente útiles para ordenar relaciones entre particulares propias del Derecho privado, pero que se convierten en nociones auténticamente perturbadoras cuando se las saca de ese ámbito para pedirle otras funciones que no están en condiciones de proporcionar. Baste recordar a este respecto que las normas civiles y mercantiles operan con *supuestos de hecho* cuya consecuencia jurídica natural es la ineficacia de los actos contrarios apoyada suplementariamente —cuando ello es posible— por deberes de resarcimiento que aseguren un cumplimiento específico o por equivalencia. De diferente modo, las normas penales —ya lo sean *stricto sensu*, ya provengan de reglas administrativas— operan con *tipos delictivos* y dan lugar a la imposición de sanciones previamente definidas y por lo general bien graduadas, no sólo en atención a las circunstancias del acto (atenuantes o agravantes), sino también en función de la voluntariedad del agente (simple culpa o dolo, ya sea dolo causante, o sencillamente eventual). Me parece que todo esto no está bien dibujado y distinguido en el Anteproyecto que comentamos y creo sinceramente que es materia necesitada de una revisión cuidadosa con ayuda de los especialistas. Por lo demás, entre los variados asuntos que han venido a albergarse en este proyecto de Ley,

hay materias en las que esta tipificación penal puede ser relativamente sencilla, mientras que en otras dicha pretensión resultará bastante más difícil de alcanzar. Sorprende en este sentido que figuras como el “uso de información privilegiada” o la más clásica de la manipulación de cotizaciones, con larga tradición en el empleo de soluciones de tipo penal, se regulan en nuestro Anteproyecto sin esa referencia inmediata a sanciones concretas (aunque la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene facultades para hacer públicas actuaciones incorrectas y hasta “para darles el curso legal oportuno”); mientras se enumeran puntualmente esas sanciones para otras materias, en alguna de las cuales, sin mengua de un posible tratamiento represivo, importaba bastante más asegurar la igualdad de tratamiento que reclaman aquellas leyes substantivas (y aquí sí puede decirse que tanto jurídicas como económicas) sobre las que reposa el buen funcionamiento del mercado. Tal podría ser el caso, v. g., de las exigencias respectivamente impuestas por el Anteproyecto a emisiones oficiales y privadas. Todos los conocedores del sector saben por experiencia hasta qué punto una legislación fiscal discriminatoria ha alimentado la demanda de determinados valores en detrimento de otros tan necesitados o más de esos estímulos. Y desde esta memoria, aún fresca para la mayoría, es lícito cuestionarse si un tratamiento legislativo que da mayores facilidades a una financiación estatal que sigue haciendo crecer el déficit público representa el camino más adecuado para una reforma sana de nuestro Mercado de Valores. Para concluir con estas consideraciones, ajenas al cometido que nos impusimos, pero hacia las que insensiblemente nos ha ido haciendo derivar la proliferación de normas sancionadoras que arbitra el Anteproyecto, quisiera brevemente llamar la atención acerca de otras medidas alternativas que el referido texto no ignora, aunque quizás podrían haberse desarrollado más adecuadamente. Me refiero a mecanismos como prohibiciones de operar en Bolsa, suspensión o exclusión de la cotización, rescisión de contratos, etc. que aparecen ocasionalmente aquí o allá y que quizás pudieran emplearse en otros supuestos. En todo caso, si tras la revisión oportuna decidiera mantenerse el actual aparato sancionador, considero más prudente, desde el punto de vista de la técnica legislativa, no mezclar su tratamiento con la disciplina más específicamente mercantil, reservando un apartado final para las disposiciones penales. Se podría entonces sintetizar sanciones que se repiten, indicando los fenómenos a que se aplican; y sería más cómodo puntualizar, de paso, en qué circunstancias y con qué intencionalidad la violación de normas (que en honor al uso seguiremos llamando substantivas) pueden llegar a transformarse en figuras penales, cuya sanción debe graduarse adecuadamente sin intentar confiarla —como en ocasiones hace nuestro Anteproyecto— al reenvío a otras disposiciones o normas.

Estas reservas, la ya señalada de insuficiente precisión de la cláusula derogatoria, las frecuentes referencias a que la regulación establecida tiene un dominio hipotético o virtual —expresado en el abundante empleo de la fórmula “en su caso” y, en definitiva, la excesiva proliferación de remisiones a otras normas o “estatutos jurídicos especiales” que no se concretan, están poniendo de relieve el alejamiento del empeño hacia auténticos replanteamientos generales del sector, o (lo que sería más grave) cierta dejación en el esfuerzo para identificar posibles colisiones con otros preceptos preexistentes, cuyo ulterior alcance, como también el de la propia ley que en tales condiciones venga a promulgarse, puede llegar a suscitar fundadas dudas respecto de su específico campo de aplicación. No voy a detenerme en otros aspectos, como puede ser la generosa disposición del texto legislativo a dejar cuestiones, a veces importantes, en un cierto vacío mediante su desplazamiento a desarrollos reglamentarios que se aluden una y otra vez. Y no voy a detenerme en ello porque el punto a que habíamos llegado, es decir, las dudas respecto del campo de aplicación de la futura normativa, nos permite retomar las preguntas que habíamos dejado formuladas y, entre ellas, la primera referente a si estamos o no ante una verdadera Ley reguladora del Mercado de Valores.

La pregunta nos ofrece por cierto un claro testimonio de la incorporación de nociones económicas que aunque no es la primera vez que se acogen en nuestro ordenamiento carecen todavía de precisión jurídica suficiente. Efectivamente, tras la referencia inicial que el rótulo del Anteproyecto hace al mercado de Valores, el Título I de su texto nos habla otra vez de ellos al ocuparse “De la oferta pública de Valores”; y, al margen de un posible confusionismo terminológico con el Título VII y último, que se ocupa de otras ofertas también públicas, es decir, “De las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios” esa rúbrica parece confirmar el criterio de que la regulación proyectada se dirige a disciplinar precisamente dichos valores desde la óptica del mercado. Lamentablemente el texto cambia de terminología a continuación y su Sección 1ª, artículos 1 y siguientes sustituyen esas referencias a valores (valores a secas o adjetivados de mobiliarios) por reiteradas alusiones a otra categoría que no es ni mucho menos equivalente: los activos financieros.

Si preguntamos a un economista qué se esconde bajo esa denominación sintética de “activos financieros” es probable que nos haga una extensa relación de figuras que van desde las más tradicionales (títulos de la deuda pública, acciones y obligaciones de sociedades) a las más nuevas y sofisticadas (partici-

paciones en créditos sindicados o incluso en la deuda externa a base de documentos transferibles entre bancos) pasando por otras categorías intermedias, como pueden ser certificados de depósito, pagarés de empresa, etc., etc. Se trata pues de un concepto muy elástico en el que la existencia de una relación obligatoria de contenido económico, susceptible, pues, de producir una rentabilidad y ser objeto de tráfico en base a una documentación *ad hoc* (que no siempre tendrá el significado de un título-valor en sentido estricto) es bastante para formar parte de una categoría que aún puede llegar a extenderse más, si desde el ámbito de las actividades inversoras nos trasladamos a los aledaños de las operaciones especulativas. En algunos países los mercados de futuros empiezan a organizar ya apuestas sobre la variación de los índices bursátiles mediante la consignación de determinadas coberturas en poder de los órganos rectores de las Bolsas. Es obvio que un índice no es ontológicamente un activo; pero a efectos de concertar contratos aleatorios bien puede funcionar como si lo fuera. Habrá quien piense que todo esto es un invento reciente. Pero las colonias meridionales que protagonizaron el viejo comercio de Amberes ya contrataban sobre el sexo de una criatura por nacer o sobre la arribada de un barco de pimienta. No creo necesario puntualizar hasta qué punto estos ejemplos terminales van alejándonos del núcleo de la figura: el riesgo por sí solo no transforma la posibilidad en acto ni hace del simple azar un activo valioso. El cálculo del capital lleva siglos separando la buena o mala fortuna del resultado caprichoso de la suerte. En lo que alguien no ha invertido dinero previamente no podrá ser considerado después como activo financiero. Y que conste que también con aquellos otros elementos más sutiles cabe articular mercados bien organizados, aunque el objeto contratado carezca de un emisor y no venga a plasmarse en ningún documento.

Pero —sin llegar a esos extremos— lo que ahora me interesa resaltar es que conceptos económicos tan lábiles satisfacen escasamente las exigencias de determinación que pide la técnica de una buena legislación mercantil. Y recalco el adjetivo porque no se me oculta la existencia de verdaderos conceptos jurídicos indeterminados que a otros efectos ha utilizado recientemente nuestro legislador y hasta en algún caso han sido patrocinados con cierto fundamento por la doctrina especializada. Todos recordarán la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre “Régimen fiscal de determinados Activos Financieros” que incluye en esta polémica categoría (a efectos de su tributación como rendimientos del capital mobiliario) figuras como las llamadas “cuentas en participación”, las propias letras de cambio y cualquier mecanismo de captación o utilización de capitales ajenos, cuando den lugar —dice la Ley— a contraprestaciones “de todo tipo”. Entiendo que la vida de los negocios va haciendo aparecer figuras nuevas que sería injusto sustraer a la “omnipotencia” del impuesto sólo por no encajar

exactamente en las envejecidas categorías del préstamo con interés o los valores mobiliarios. Y entiendo también que la proliferación de esas modalidades atípicas haya llevado —fuera del campo fiscal— a que un sector de nuestra doctrina privatista empiece a ocuparse también de los susodichos activos financieros, patrocinando, en aras de la mejor tutela del inversor, una noción de los mismos próxima a aquellos conceptos económicos. Es un punto de vista que añade a la exigencia de previa captación de recursos ajenos, característica de la figura, la nota de rentabilidad. Todo ello es explicable, pero precisamente lo que ha hecho avanzar a la Ciencia del Derecho ha sido un afán diferente de identificación de supuestos que bastantes disposiciones actuales parecen empeñadas en desprestigiar. Por eso, aunque nuestro Anteproyecto no limitara su campo de aplicación a los valores mobiliarios en sentido estricto, es claro igualmente que no parece especialmente pensado para regular un mercado de pura especulación sobre expectativas ni abarca dentro de sí a toda clase de activos financieros. No incluye desde luego los monetarios en sentido estricto (divisas), aunque seguramente no hay ningún capital que ostente un grado comparable de *fungibilidad*, cabalmente la nota que faltaba para integrar un concepto jurídico que el Anteproyecto llega a intuir cuando dice que “sólo podrán ser objeto de oferta pública los activos financieros emitidos en masa”.

Habrà quien se pregunte qué pasará entonces con las letras de cambio, objeto específico de un mercado bursátil de funcionamiento reciente. Tales activos carecen por definición “de las mismas características y derechos dentro de su clase” que el texto objeto de estudio anuda correctamente a los títulos emitidos en serie. Los efectos cambiarios son de libramiento singular y, por consiguiente, no pueden cumplir esas exigencias. Pero para evitar la intranquilidad que adivino en más de uno hay que apresurarse a aclarar que tales documentos podrán seguir negociándose en un régimen adecuado, porque la insistencia en referirse a unos activos financieros, que luego se reducen a los emitidos en masa, se sitúa principalmente en el Título I del Anteproyecto que no se ocupa del tráfico de estos activos, sino de su colocación inicial. Los apartados siguientes, salvo alguna alusión ocasional impuesta por la necesidad de concordancia, suelen usar otra terminología que emplea nociones tales como “títulos”, “efectos”, “valores cotizados”, etc. Por eso, cuando caemos en la cuenta de que todas las normas del Título I se refieren al proceso creador de los objetos que en su caso podrán dar lugar después a una cotización y tráfico, parece mucho más sencillo comprender que buena parte de las dudas que hemos ido apuntando, y hasta la parcial coincidencia de rotulación entre los Títulos I y VII que aludíamos antes como posible fuente de confusionismo, podrían haberse eliminado muy fácilmente con solo rotular el Título I bajo la rúbrica, mucho más tradicional, “Del mercado primario” o mercado de emisiones, dejando los restantes

apartados como expresión de normas orientadas a regular el mercado secundario, de tráfico o bursátil propiamente dicho. Es posible que alguien me diga que la fundación simultánea de sociedades anónimas y los aumentos de capital con destino a los viejos accionistas son también fenómenos de creación de títulos de masa, y que sin embargo se sustraen a la disciplina que regula “la apelación general al ahorro público”. Tal observación es muy exacta y habrá que convenir que en esos casos existe efectivamente emisión en masa; pero lo que no existe es mercado público de tales valores, porque falta cabalmente la apelación general a inversores indeterminados. Así pues, la exclusión está bien hecha. Si, aparte de todo lo dicho, añadimos que la Sección 2ª del propio Título I relativa a “la emisión en serie de activos financieros no representativos de partes del capital social” no alude ni una sola vez a su canalización por conducto de las Bolsas, refiriéndose bien a “colocaciones” mal llamadas privadas (pues en realidad son reservadas a los llamados “inversores institucionales”) bien a las que denomina de “suscripción” (privada o pública), que en algún artículo vincula a “la situación y evaluación de los mercados financieros” (en plural), no es difícil llegar a la conclusión de que el mercado de valores propiamente dicho seguirá siendo substancialmente lo que era, es decir, un mercado secundario para títulos que nacieron la mayor parte de las veces fuera de la Bolsa donde habrá de solicitarse luego su cotización.

Es posible que me haya entretenido más de lo debido en estos primeros artículos del Anteproyecto relativos a su campo de aplicación. De todas maneras me parecía preferible porque están reclamando lo que los juristas llamamos una *interpretación reductora*, tarea que bien puede evitarse al intérprete si se redactan un poco mejor. Este esfuerzo me parece tanto más necesario cuanto que con frecuencia los artículos en cuestión son redundantes entre sí y dicen casi las mismas cosas de diferentes maneras. El ahorro del texto legislativo aconseja, pues, no soslayar su revisión; y, mientras no se hagan estas labores de preparación y roturación del terreno, tiene menos sentido discutir sobre las semillas que han de sembrarse en él. Por eso, y porque nos llevaría muy lejos, reitero que no entraré en el contenido substantivo de la disciplina, que el Anteproyecto monta sobre los deberes de auditoría, difusión de folletos, publicidad e información periódica lo que según hemos anticipado, constituye, más que una ordenación estricta del Mercado de Valores, una normativa previa orientada a la protección del inversor.

La ordenación jurídica del mercado como tal se aborda en los Títulos II y siguientes, intercalando en ella la regulación del órgano de vigilancia y control ya referido, es decir, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Desde una

perspectiva sistemática, me parece que este órgano quedaría mejor situado en último lugar, tras de lo que ahora es la regulación de las OPAs. En el caso de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, contribuyen a ese desplazamiento sistemático no sólo la novedad y la conveniencia de destacar una figura, hasta ahora desconocida en nuestro ordenamiento; sino sobre todo el puesto central y polivalente que le corresponde en la configuración y policía del sector. Si tomamos en consideración que sus recomendaciones y medidas se proyectan sobre todos los demás aspectos regulados en la Ley y que se articula como una instancia externa caracterizada administrativamente como organismo de alcance nacional y suprabursátil, adornado además de claros atributos de *supremacía* y *discrecionalidad*, se comprenderá que su tratamiento representa necesariamente la pieza que sirve de cierre al conjunto, aunque precisamente por ello no deja de ser sorprendente la inclinación a someterla con preferencia al Derecho privado.

Instalados, pues, en este plano del orden y colocación de las materias, algo conviene decir también sobre los criterios que deben presidir la articulación del texto legal en tales puntos.

Un mercado de valores es, desde el punto de vista económico, el punto de encuentro de ofertas y demandas. Lo que sucede es que esas ofertas y demandas se refieren en nuestro caso a unos bienes determinados que son los que dotan al mercado de su propia especialidad. Desde esta óptica es claro, por consiguiente, que su tratamiento necesita tomar en consideración ambos aspectos, es decir, los genéricos de cualquier mercado y los específicos de los bursátiles. Nuestro Anteproyecto inicia el tratamiento legal en el Título III ocupándose “De los Valores cotizados en Bolsa oficial de comercio” con especial referencia, no a tales valores, sino más bien a su cotización, sea oficial o no. Yo creo que este punto de arranque se relaciona con un dato, que tuve ocasión de destacar en mi contribución al libro-homenaje del Sr. Rodríguez Sastre, y que ahora parece necesario reiterar. Me refiero al papel central que en las Bolsas tienen sus precios. Pero ¡cuidado!: los precios son en efecto componentes comunes de todos los mercados; pero no en todos ellos tienen el mismo significado. Hay mercados que funcionan con precios libres y otros que operan con precios de tasa. Lo primero es característico de los mercados que se llaman productores de precios porque tales magnitudes se obtienen precisamente como resultado de la confrontación de las ofertas y demandas en un régimen de competencia. Así, pues, desde el punto de vista económico el precio de Bolsa no es un precio cualquiera; y si a ello sumamos que la proclamación oficial le añade todavía superiores efectos institucionales, llegaremos a la conclusión de que estas materias no son ni mucho menos genéricas, sino bastante específicas.

Por todo ello me parece que lo más general en cualquier regulación bursátil que se quiera articular es el funcionamiento competitivo del mercado. Y como el modelo de la competencia presupone la intercambiabilidad de los productos que se contratan y la igualdad de oportunidades entre los contratantes, estos son los aspectos que deberían aparecer situados a la cabecera de la regulación. Puesto que ya hemos dejado dicho algo de lo primero al referirnos a la nota de fungibilidad (como atributo de los bienes que han de ser objeto de estos mercados) y también ha sido advertida la conveniencia de que aquellos elementos que no la cumplan se separen del régimen general en submercados *ad hoc*, voy a completar esas ideas con una breve referencia al segundo punto, esto es, al de la igualdad entre competidores. Esa cuestión se refiere pues a quiénes tienen acceso al mercado y cómo han de actuar dentro de él.

Sobre estos aspectos conviene hacer algunas precisiones porque son materias generalmente mal comprendidas. Ya he dicho que la popularización de la inversión bursátil ha modificado algunas de las características iniciales de los mercados de valores, aunque, a mi juicio, no ha alterado sus bases últimas. Hoy se hace mucho hincapié en los problemas de información bursátil y creo que fundadamente; porque cuando los operadores tienen diferente conocimiento de lo que están haciendo es obvio que se rompe la igualdad de oportunidades entre ellos. Sin embargo el establecimiento de específicos deberes de información no constituye una exigencia inmanente del comercio bursátil y las primeras Bolsas —lo ha recordado Max WEBER— eran realmente unos clubs más bien herméticos y cerrados que no publicaban absolutamente nada y en los que por el contrario se cultivaba cierto secretismo. Pero como los datos más relevantes se conocían y administraban por dentro, todos los miembros del club estaban al tanto de lo que les interesaba y podía funcionar con el viejo principio del *caveat emptor*. El argot de la correduría mercantil, consciente de su propia preparación profesional lo expresaba muy claramente: “el que desconfía no ordene; el que ordene no desconfíe”. El problema entonces era, pues, el contrario, evitar que salieran del ámbito de los especialistas determinados datos que en manos de ignorantes o de desaprensivos podían generar situaciones de pánico o confusión. Y precisamente porque ese comercio se fue concentrando en manos de auténticos expertos profesionales, pudo también alcanzar el grado de tecnicismo y sofisticación que lo distingue.

El recuerdo de estas ideas es útil porque nos demuestra que los postulados inspiradores de la regulación no han variado desde entonces aunque el cambio de circunstancias exija su aplicación mediante soluciones que serán en parte diferentes, precisamente para preservar aquellos principios generales. El establecimiento de especiales deberes respecto al uso de información privilegiada o

al régimen de publicidad y concurrencia en relación con operaciones agresivas, como pueden ser las OPAs, son ejemplos evidentes, aunque no falten escuelas económicas que piensen (a mi juicio equivocadamente) que la disposición de información privilegiada representa en sí misma un activo que puede tener su precio. Yo entiendo sin embargo —y así lo anticipaba al principio de mi intervención— que esos asuntos han de ser reglamentados, que su ordenación debería situarse en conexión con un título general que estableciera los principios de igualdad y concurrencia para regular, después, algunas aplicaciones especiales como son éstas.

En todo caso por esta vía vuelve a mostrárenos de nuevo una dimensión institucional, correctora de los desequilibrios del mercado, que pone de relieve una vez más la dificultad de separar nítidamente temas económicos y jurídicos. Esa dificultad es aún mayor en el tratamiento de los operadores bursátiles, que según lo que llevamos dicho deben ser profesionales especializados. La popularización del tráfico bursátil tampoco ha modificado este principio. Por eso aunque cualquiera pueda emplear su dinero en ese tráfico, y más de uno llegue a entrar físicamente en el recinto de la Bolsa —en algunas de ellas todavía con corbata, como símbolo de que se está teniendo acceso a un ámbito reservado para un grupo reducido— lo cierto es que operar en Bolsa, es decir, poder subirse al parqué para intervenir en la contratación (nueva dimensión institucional) es algo que sigue reservado a unos pocos expertos. Esta reserva no es discriminatoria ni representa un simple artificio del Derecho. Viene apoyada en la exigencia previa de conocimientos técnicos, no asequibles a cualquiera. El Derecho puede enlazar a esto otros atributos no estrictamente propios de esa específica capacitación mercantil, que es lo que explica que en países como el nuestro estos peculiares comerciantes, que son los miembros de la Bolsa, se distingan además por su condición de fedatarios. Entiendan bien, no por condición simplemente superpuesta ni regalada, sino enlazada a su participación como testigos cualificados en los propios asuntos que registran y documentan.

Por eso es digno de elogio que el Anteproyecto fomente la posibilidad de esa especialización comercial permitiendo realización de contrapartidas, cuyo régimen, por cierto, creo que no se ha coordinado suficientemente con la disciplina de la autocontratación bursátil, aunque ahora no haya tiempo de explicarlo. Por eso tampoco me parece mal que se abra la organización de los operadores bursátiles a agrupaciones societarias que afianzan mejor aquella posibilidad. Por eso creo igualmente prudente que en ese esfuerzo por extremar la efectividad del cumplimiento se dé ahora un primer paso para completar el régimen de fianzas con un Fondo de Garantía. Y por eso, en fin, veo muy bien que se abra la puerta a que otros profesionales igualmente capacitados, y en su

origen los primeros servidores de esos mercados, puedan incorporarse a una función que el cartesianismo napoleónico empezó a disociar en dos cuerpos profesionales, sólo parcialmente diferentes. Porque, no nos llamemos a engaño: entre Corredores y Agentes es mucho más lo que une que lo que separa, aunque también es propio de la condición humana que cada cual tienda a ocuparse primeramente de su casa. Pues bien, cuando esa casa resulte ser una Bolsa de Comercio tampoco parece malo que la referida especialización vaya orientándose a circunscribir la actividad profesional de sus miembros a ese concreto ámbito bursátil. En el Anteproyecto esa tendencia se manifiesta de manera desigual. No se ha decidido a articular un sistema de unidad de mercado en lo comercial; pero acepta una práctica que de tener algún fundamento debería ser principalmente ese (me refiero, como todos habrán comprendido, al “cruce de operaciones” regulado en el artículo 32). Y diversifica aún más el ámbito territorial de su función como fedatarios limitándolo a “las operaciones realizadas en la Bolsa Oficial a que pertenezcan” según reza el artículo 69 con el que se abre el Título VI del Anteproyecto, al tratar precisamente “De los intermediarios del Mercado de Valores”.

Por lo demás ya se ha insinuado que el estatuto de los operadores se debería concretar más o menos directamente a las operaciones de que se ocupan. El título III, compuesto de dos Secciones, dedica la segunda al mencionado Fondo de Garantía, mientras en la primera aborda la regulación “De las operaciones sobre valores cotizados oficialmente”. Se ocupa entonces de las órdenes, aplicaciones, prácticas prohibidas, etc. Pero no se alude a un sólo contrato en particular ni en realidad llega a tratar “de las operaciones sobre valores admitidos a cotización especial”, a pesar de ser la rúbrica general que da nombre al referido título. Lo desconcertante, sin embargo, no es tanto lo inadecuado de la terminología, que habla de operaciones sobre valores, cuando debería hablar de comisión bursátil, sino el hecho de que en todo el Anteproyecto se silencia el esquema contractual general que debe articular la efectiva ejecución del tráfico. Sorprende, ante todo, porque desde que se suspendieron las operaciones a plazo este tema sigue pendiente, ofreciéndonos así el Anteproyecto un nuevo testimonio de su escaso empeño hacia los auténticos replanteamientos de conjunto. Y sorprende acaso más que se dedique un título entero a una operación seguramente importantísima, pero estadísticamente residual, como es la llamada Oferta Pública de Adquisición, cuando nada se nos dice de los demás contratos sobre los que se sustenta el tráfico bursátil cotidiano. Cada uno sacará sus consecuencias.

Todo lo dicho me parece ya más que suficiente para que intentemos recapitular en pocas palabras el juicio global a que se hace acreedor el Anteproyecto de Ley. Y aunque ya he dicho que el deslinde en zonas no es sencillo y ni siquiera resulta conveniente separar excesivamente los planos de tratamiento, se puede asegurar que estamos ante un texto de esquema discutible, de terminología equívoca y con mayor inclinación hacia las categorías descriptivas propias de los saberes económicos que a los conceptos normativos que deben presidir las tareas de la legislación. Me excuso si las afirmaciones anteriores resultan excesivamente categóricas, pero comprenderán ustedes que, como jurista, esos aspectos susciten para mí alguna preocupación. Quisiera por ello robarles todavía unos minutos para, en ese concepto, enunciar muy sencillamente qué es lo que desde el punto de vista jurídico reclama una Ley general sobre el Mercado de Valores.

Desde luego debe tomar en consideración el substrato económico sobre el que actúa y por eso he anticipado la conveniencia de atender especialísimamente los problemas relativos al principio de igualdad y al régimen de concurrencia. Pero hemos visto también que estos toleran diferente articulación según lo que preocupe en cada momento; y aún hay que añadir que, resueltas esas alternativas (ya no sólo económicas, sino que abren importantes opciones de política legislativa), entramos de lleno en el territorio más específicamente institucional. Dicho de otro modo significa esto que una vez garantizado que vamos a tener mercado, en sentido económico, y que va a cumplir los fines que le asignemos, tendremos que poner los medios legales para que todo ello se desenvuelva en la práctica del modo más adecuado posible. Aquí es donde el cometido del jurista resulta más difícil de sustituir, porque es terreno enormemente técnico y obliga a definir mediante normas lo que yo llamo el sistema bursátil.

¿Qué es un sistema bursátil? Pues es un conjunto armónico compuesto de diferentes piezas. Para lo que nosotros interesa ahora no es menester, sin embargo, descender a cuestiones de detalle y creo que todos comprenderán sin dificultad lo que quiero indicar con esa expresión sintética si la resumimos en unas pocas fórmulas construidas en clave de lógica binaria, que es la más sencilla de entender para nuestra manera de pensar.

Prescindiendo, pues, de matices intermedios lo primero que tiene que definir un sistema bursátil es si articulará aquel mercado, en sentido económico, a través de un régimen de Bolsa estatal o Bolsa privada. Y en ambos casos tendrá que decidir qué sucede con el tráfico fuera de Bolsa y la negociación en mercados paralelos. La experiencia histórica demuestra que el desconocimiento legal de estos fenómenos, seguramente contrarios al ideal de concentración que

reclama el comercio de valores (o más en general de eso que llama el Anteproyecto activos financieros) no ha logrado nunca su completa erradicación. Así pues, es mejor contemplarlos e institucionalizarlos hasta donde sea posible y útil.

En estrecha conexión con ello hay que establecer el papel que desempeñan los mal llamados intermediarios, que como ya he señalado son los auténticos operadores de Bolsa. En este punto, y volviendo a prescindir de matices, la disyuntiva es si el comercio bursátil se ordena para sus protagonistas en un régimen de libertad o de monopolio. Y en ambos casos hay que determinar también si su intervención se mantiene en el terreno puramente comercial o se reviste de atributos diferentes, como puede ser el ya señalado de depositarios de la fe pública, el de control y policía del mercado, etc. etc. La verdad es que en estos últimos aspectos parece ir generalizándose la tendencia de confiar tales cometidos, con carácter exclusivo o compartido, a otras instancias de carácter externo.

Definido el ámbito de actuación y los operadores, el sistema bursátil debe precisar qué negocios pueden celebrarse, cómo se han de realizar y qué sucede si se producen incumplimientos. La noción de contrato bursátil, mal que les pese a muchos, no suele ser en ningún sistema jurídico un simple modelo empírico, sino un concepto legal, en la medida que queda sujeto a un régimen propio que no concurre en otras operaciones que para el profano pueden parecer idénticas. Las modalidades de su ejecución y las cautelas que hay que tomar para posibilitarla sin fricciones no son las mismas si se contrata al contado o a plazo, y la forma de articular éste, en un mecanismo tradicional latino o a la americana tampoco es un tema banal. Porque tras el “margen” o la operación “en firme” existe algo más que la jerga y la organización bursátil. Hay todo un mecanismo general de Derecho patrimonial privado que, antes o después, se hará notar.

Recubriendo todo esto, como una atmósfera general, está el tema de la cotización, siempre pública, oficial o menos. Y hay que definir su alcance, sus efectos. No basta decir que es simple o cualificada, o que a determinados mercados o a ciertas operaciones pueden reconocérsele todos o parte de los atributos de la cotización oficial. Es necesario puntualizar cuáles son. Y así como en todo lo anterior las Leyes bursátiles (incluido nuestro parco Código de comercio, al que por cierto el Anteproyecto modifica sutilmente en bastantes puntos) han sido generalmente sensibles a la hora de dibujar las líneas maestras de lo que llamamos el sistema bursátil, en lo que toca a la cotización la situación es mucho más confusa. Ahora no es posible clarificarla por extenso. Pero en líneas generales el confusionismo está causado una vez más por el carácter polisémico del vocablo. Cotizar en Bolsa es, de una parte, tener acceso a un mercado que

impone deberes estrictos. Que para ello sea preciso disponer de una autorización que, de modo directo o por delegación, concede la organización del mercado, parece que debería suponer algún privilegio. La proclamación pública del precio de los valores admitidos, que es el otro sentido del término, no es el único aunque sea de los más importantes. Pero, en general, y esto es lo que me importaba recordar aquí, cada uno de los aspectos señalados deberían quedar —como los enunciados anteriormente— correctamente situados en su lugar. Desearía estar equivocado pero, a mi parecer, el Anteproyecto no es demasiado afortunado en la mayoría de estos puntos.

Presiento que esta intervención mía habrá resultado incómoda y aburrida. Los juristas académicos, en especial los que nos dedicamos al Derecho privado, solemos pecar de lo uno y de lo otro. Pero, frente a nuestros naturales defectos, el cuerpo social dispone de otros mecanismos de ponderación a los que gustosamente me someto. Con ese espíritu me parece que la importancia de la legislación que comentamos bien merecería que otros más capacitados que yo tuvieran ocasión de analizarla. Las reglas de transparencia no son patrimonio exclusivo de la Bolsa; y las leyes, por lo general, también pueden beneficiarse de una oferta a la generalidad en trámite de información pública.

Madrid, 29 de septiembre de 1986

2. COMPETENCIAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES

COMPETENCIAS ESTATALES Y AUTONÓMICAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES. LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

JAIME ABELLA SANTAMARÍA

Profesor Asociado de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES.
 - III. LOS RECURSOS DE INCONSTITUCIONALIDAD CONTRA LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y LOS CONFLICTOS DE COMPETENCIA PRESENTADOS CONTRA LAS NORMAS DE DESARROLLO DE LA MISMA.
-

IV. LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL.

- 1. El marco competencial de la Ley del Mercado de Valores.**
- 2. Los títulos competenciales del Estado.**
 - A) La legislación mercantil.
 - B) Las bases de la ordenación del crédito.
 - C) Las bases y coordinación de la planificación general de la economía.
- 3. Los títulos competenciales de las Comunidades Autónomas.**
- 4. La constitucionalidad formal de la Ley del Mercado de Valores.**
- 5. La Resolución del Tribunal Constitucional sobre las impugnaciones al articulado de la Ley del Mercado de Valores.**
 - A) Sobre la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
 - B) El mercado primario de valores.
 - C) Los mercados secundarios de valores.
 - D) Sociedades y Agencias de Valores.
 - E) Normas de conducta.
 - F) Régimen de supervisión, inspección y sanción.
 - G) Disposiciones Adicionales Primera y Segunda.
- 6. Los conflictos positivos de competencia.**

V. RECAPITULACIÓN

I. INTRODUCCIÓN

La Ley del Mercado de Valores configuró una ordenación general, sistemática y profundamente innovadora del mercado de valores, integrando en un texto legal único las bases y principios de todos sus aspectos funcionales y estructurales⁽¹⁾. Su objetivo fue dotar al mercado de valores de estructuras y normas de funcionamiento que garantizaran el cumplimiento de su función específica como vehículo para la canalización del ahorro de forma eficiente, modernizar nuestra industria de valores para que fuese competitiva ante la perspectiva del mercado único europeo en una economía globalizada, y asegurar a la vez la protección del inversor, fundamentalmente a través de un sistema de información y transparencia sobre las operaciones, los mercados y los intermediarios.

Aunque como ley-cuadro sus estructuras y funciones se desarrollan a través de un complejo y extenso desarrollo reglamentario y la ordenación del mercado de valores es muy dinámica, sujeta a una continua adaptación al cambiante entorno financiero internacional y a la recepción del Derecho comunitario, sin embargo, la presentación a los pocos meses de su publicación de varios recursos de inconstitucionalidad contra numerosos artículos de la Ley así como dos conflictos de competencia, introducían unos márgenes de incertidumbre sobre la validez de aspectos esenciales de su regulación que producían una situación de cierta precariedad jurídica, que no se ha solventado hasta que el Tribunal Constitucional ha dictado Sentencia el 16 de julio de 1997⁽²⁾, resolviendo los problemas de constitucionalidad que se planteaban sobre su contenido.

En este número dedicado a los diez años de vigencia de la Ley del Mercado de Valores no puede faltar el comentario a esta Sentencia.

II. LA DISTRIBUCIÓN DE LAS COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

La Constitución española no establece ninguna norma específica sobre el mercado de valores. Sin embargo, como norma fundamental establece el marco

(1) Sobre las especiales características y significado de la Ley del Mercado de Valores puede verse: *La Ordenación del Mercado de Valores: un ordenamiento financiero*, Jaime ABELLA SANTAMARÍA, Madrid, 1995; en concreto, págs. 19 a 33.

(2) Así lo ha subrayado Mercedes VERA en “Mercado Único de Valores y Comunidades Autónomas (Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio)”, en RAP, nº 145, págs. 147 a 167.

jurídico que regirá las instituciones económicas. En tal sentido, el mercado de valores es una institución amparada por la libertad de empresa y la propiedad privada, cuyo contenido esencial garantizan los artículos 32.2 y 38 de la Constitución, si bien su ejercicio se condiciona en razón de su función social y económica.

En el marco del Estado Social de Derecho la Administración está habilitada para ordenar “la actividad económica general, para atender las necesidades colectivas, equilibrar y armonizar el desarrollo regional y sectorial y estimular el crecimiento de las rentas y de la riqueza nacional y su más justa distribución” (art. 40.1 de la CE). Estos son poderes de ordenación de la actividad que pueden aplicarse a los mercados de valores, actividad que sigue siendo una actividad privada pero que se ordena precisamente para asegurar el correcto desarrollo y la pureza de la contratación en ellos. También <los poderes públicos garantizarán la defensa de los consumidores y usuarios protegiendo mediante procedimientos eficaces la seguridad y los legítimos intereses de los mismos> (art. 51 de la CE).

La Ley del Mercado de Valores (LMV) ha considerado la cuestión de la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas⁽³⁾ en su Exposición de Motivos de la siguiente forma:

“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.

(3) El tema de las competencias económicas de las CC.AA. ha sido ampliamente tratado, tanto por la doctrina mercantil como administrativa. Desde una perspectiva general, pueden consultarse: A. MENÉNDEZ, “Constitución, sistema económico y Derecho Mercantil”, en *Estudios en homenaje al Profesor García de Enterría*; SÁNCHEZ BLANCO, *El sistema económico de la CE*, Madrid, 1992; S. MARTÍN-RETORTILLO, *Derecho Administrativo económico*, t. I; MUÑOZ MACHADO, *Derecho público de las Comunidades Autónomas*, Madrid, 1986; S. MARTÍN-RETORTILLO, “Ordenación constitucional del sistema monetario y crediticio” y J. GARCÍA DE ENTERRÍA GONZÁLEZ VELÁZQUEZ, “La competencia exclusiva del Estado sobre la legislación mercantil”, en *Homenaje al Profesor García de Enterría*, vol. V; CALONGE VELÁZQUEZ, *Autonomía política y unidad de mercado en la CE*, Valladolid, 1988.

En los mercados de valores el problema nace al atribuir los Estatutos de Autonomía del País Vasco, de Cataluña, de Galicia, de Andalucía y de Valencia la competencia exclusiva sobre centro de contratación de valores a la Comunidad Autónoma. El tema se ha tratado por A. JIMÉNEZ BLANCO, *Derecho público del mercado de valores*, Madrid, 1989, pp. 73-87. Emilio DÍAZ RUIZ, “Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas de mercados secundarios de mercados de valores”, RDM, julio-diciembre de 1989, nº 103-4, pp. 817-833; Gaspar ARIÑO y J.M. SALA, *La Bolsa española: marco institucional*, Madrid.

La Ley parte del irrenunciable principio de unidad del 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 eficiencia y 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 previsto 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, y en la homogeneidad que se impone en cuanto a la organización de las distintas Bolsas.”

Las anteriores consideraciones, unidas a que gran parte de los preceptos de la Ley han de ser calificados como normas de derecho mercantil, justifican las competencias estatales sobre la regulación de los mercados de valores.

Asimismo la LMV reconoce determinadas competencias a las Comunidades Autónomas entre las que sobresalen las siguientes:

1. Las Comunidades Autónomas en las que exista Bolsa de Valores y tengan competencias en la materia (Cataluña, País Vasco, Valencia, pero no Madrid) tienen derecho a nombrar un representante en el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
2. En el mercado primario las emisiones de valores de las Comunidades Autónomas tendrán el mismo régimen que las del Estado.
3. En los mercados secundarios, en relación con los valores emitidos por las Comunidades Autónomas es suficiente que éstas lo soliciten para su admisión en las Bolsas, pero se necesita autorización del Ministerio de Economía y Hacienda para que puedan negociarse en el mercado de Deuda Pública.
4. La creación de Bolsas de Valores en territorios de CC.AA. cuyos Estatutos de Autonomía les reconozcan competencias al efecto, corresponderá a dichas Comunidades, aunque requerirá la conformidad del Gobierno de la Nación, atendiendo a los elementos y consecuencias supracomunitarias de dicha creación.
5. Los Estatutos y sus modificaciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas y el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director General, requerirán la aprobación de las Comu-

nidades Autónomas con competencia en la materia. Asimismo, éstas informarán sobre los Estatutos, modificaciones y miembros del Consejo de la Sociedad de Bolsas.

6. Respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia podrán disponer 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.
7. Las competencias de supervisión, inspección y sanción de la CNMV se entenderán sin perjuicio de las que correspondan a las CC.AA. que las tengan atribuidas sobre las Sociedades Rectoras de las Bolsas ubicadas en su territorio, y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en las mismas, sobre las personas y entidades relacionadas en los dos primeros números del artículo 84 de la LMV. A los efectos del ejercicio de dichas competencias tendrán carácter básico los correspondientes preceptos del Título VIII de la Ley, salvo las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. La CNMV podrá celebrar convenios con las CC.AA. con competencia en materia de Bolsas de Valores al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones.
8. También les reconoce competencias para organizar servicios de reclamaciones.

III. LOS RECURSOS DE INCONSTITUCIONALIDAD CONTRA LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y LOS CONFLICTOS DE COMPETENCIA PRESENTADOS CONTRA LAS NORMAS DE DESARROLLO DE LA MISMA

A los pocos meses de la publicación de la Ley del Mercado de Valores se presentaron tres recursos de inconstitucionalidad: los números 1712/88, 1716/88 y 1724/88, promovidos, respectivamente, por el Gobierno Vasco, el Parlamento de Cataluña y el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña y dos conflictos positivos de competencia promovidos por el Gobierno Vasco.

El Gobierno Vasco, en escrito registrado el 28 de octubre de 1988, interpuso recurso de inconstitucionalidad contra la disposición adicional primera de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, así como contra los arts. 31, 59 y contra el párrafo del art. 84 que declara el carácter básico de ciertos preceptos de esta Ley. Subsidiariamente, impugna la totalidad de la Ley y los siguientes artículos: 13, 17, 26, 27, 28, 31, 32, 33, 34, 35, 46, 47, 48, 51, 59, 62, 64, 66.e), 67, 84, 87, 92, 107, además de la disposición adicional primera, por considerar que la mencionada Ley no respeta el reparto competencial que en la materia ha

establecido el llamado bloque de constitucionalidad, en detrimento de las competencias de la Comunidad Autónoma del País Vasco.

En la misma fecha se recibió el recurso de inconstitucionalidad formulado por el Parlamento de Cataluña, siendo numerado con el 1716/88, en solicitud de que fuera declarada la inconstitucionalidad y nulidad de los arts. 15, 17, 19, 20, 28.4, 32.1, 33, 34, 36, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 54, 62, 64, 67, 69, 84, último párrafo, 95.3, 97, 98, 107 y de la disposición adicional primera de la misma Ley.

Simultáneamente, el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña promovió recurso de inconstitucionalidad contra la totalidad de la citada Ley y, subsidiariamente, contra sus arts. 13, 17, 20, 31.d), 59, 45, 49, 50, 51, 52, 54, 36, disposición transitoria décima, en relación con el art. 46, arts. 48, 62, 64, 66, 67, 92, y, por conexión con él, los arts. 6, 2, 7.2 y 3, 26.a), b) y d), 27.2, 28.4, 62.3 y 63.1; los arts. 28.4, 27.2, 32.1, 33, 34, 40.2, 42, 53.1, 62.1, 64.1, 67, 78, 84, 107 y las disposiciones adicionales primera y segunda.

El Gobierno Vasco suscitó un conflicto positivo de competencia en escrito presentado el 22 de julio de 1989, en relación con el Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores, y otro presentado el 29 de septiembre del mismo año, frente al Real Decreto 717/1989, de 23 de junio (núm. 726/1989, conforme a corrección de erratas publicada en el Boletín Oficial del Estado, núm. 152, de 27 de junio de 1989), sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.

En síntesis, los argumentos utilizados por los recursos y conflictos presentados se basan en las siguientes consideraciones:

El País Vasco y Cataluña tienen un título específico y competencial sobre la materia en sus Estatutos que les reconocen competencia exclusiva “en materia de establecimiento y regulación de Bolsas de Comercio y demás centros de contratación de valores” (País Vasco) y en materia de establecimiento y ordenación de “centros de contratación de valores” (Cataluña).

En cambio, el Estado carece de un título competencial específico sobre las Bolsas o el mercado de valores. Los títulos genéricos competenciales alegados por el Estado (planificación económica general y bases de la ordenación del crédito) no pueden utilizarse para vaciar de contenido las competencias expresamente atribuidas a las Comunidades Autónomas.

Además de tener competencia para desarrollar las bases de ordenación del crédito, también se alega por los recurrentes la competencia para la ejecución de la legislación estatal en materia de nombramiento de agentes de Cambio y Bolsa y Corredores de Comercio.

Finalmente, se sostiene la inconstitucionalidad formal de la ley por no contener declaración alguna de su carácter básico, no especificar qué preceptos

revisten carácter básico y cuáles no, y no hacer explícita invocación de título competencial alguno que habilite al Estado para regular los mercados de valores.

IV. LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Nueve años después, el Pleno del Tribunal Constitucional el 16 de julio de 1997 ha dictado sentencia, en la que ha sido ponente D. Rafael de Mendizábal Allende, resolviendo los recursos de inconstitucionalidad promovidos por el Gobierno Vasco, el Parlamento de Cataluña y el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña contra la Ley 24/1988, de 28 de julio de Mercado de Valores, y los conflictos positivos de competencia promovidos por el Gobierno Vasco en relación con los Reales Decretos 276/1989, de 22 de julio, de Sociedades y Agencias de Valores y 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y Miembros de Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.

Esta Sentencia tiene gran importancia porque afecta a numerosos artículos de la Ley del Mercado de Valores, cuya reforma se discute actualmente en las Cortes, y zanja de forma definitiva los problemas suscitados sobre su constitucionalidad. Muy extensa —(ocupa 55 páginas del Boletín Oficial del Estado)— examina todas las cuestiones planteadas de forma minuciosa e, incluso, incorpora definiciones sobre el mercado financiero y el mercado de valores⁽⁴⁾.

A continuación se expone y analiza su contenido, siguiendo la misma sistemática de la sentencia.

1. El marco competencial de la Ley del Mercado de Valores

La Ley tiene por objeto la regulación del denominado mercado de valores, esto es, los principios de organización y funcionamiento de los mercados primarios y secundarios de valores que integran aquél, y las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y de su régimen de supervisión.

(4) Hasta la fecha en que se redacta este artículo los comentarios publicados sobre la sentencia han sido los siguientes:

— “La Sentencia de 16 de julio de 1997 sobre la Ley del Mercado de Valores” por Gregorio ARRANZ, en *Derecho de los Negocios*, nº 85.

— “Mercado Único de Valores y Comunidades Autónomas (Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio)”, Mercedes FUERTES, en *RAP* nº 145, enero-abril 1998.

— “Sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de julio de 1997: títulos competenciales del Estado y de las CC.AA. en relación con el mercado de valores” por Santiago ORTIZ VAA-MONDE, en *Cuadernos de Derecho y Comercio* nº 24, diciembre 1997.

Para comprender el concepto de mercado de valores hay que integrarlo en el más amplio de sistema financiero del que forma parte y que la sentencia define como “*el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de las cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda)*”. Dentro del mercado financiero el mercado de valores comprende las operaciones de colocación y financiación a largo plazo así como las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones⁽⁵⁾.

Por ello, la noción de mercado de valores define una realidad distinta y mucho más amplia que aquélla a la que se refieren los títulos competenciales alegados por las Comunidades Autónomas, “*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*”.

“*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 principio de la libre circulación de capitales que rige en la Unión Europea.*”

“*La regulación del mercado de valores —continúa la sentencia— más que con una materia concreta, se va a identificar con todo un sector de la actividad financiera y económica en el que confluyen varios títulos competenciales.*”

2. Los títulos competenciales del Estado

Después de definir y encuadrar el mercado de valores dentro del sistema financiero, el Tribunal expone los títulos competenciales del Estado que confluyen en la regulación del mercado de valores, resumiendo su doctrina manifestada en otras ocasiones.

A) La legislación mercantil (art. 149.1.6 CE)

La uniformidad en la regulación jurídico privada del tráfico mercantil es una consecuencia ineludible del principio de unidad del mercado e incluye la regulación de las relaciones jurídico privadas de los empresarios. Ahora bien, sólo las reglas de Derecho privado quedan comprendidas en la reserva del Estado de la legislación mercantil, teniendo las de Derecho público regímenes diferenciados (Sentencias 137/1981, 14/1986, 37/1997, 88/1996).

(5) Estos conceptos forman parte de la doctrina jurídica española: “El Derecho del Mercado de Capitales”, Alberto BERCOVITZ, RDBB, nº 29, 1988.

B) Las bases de la ordenación del crédito (art. 149.1.11 CE)

Las bases de la ordenación del crédito deben contener todas las normas reguladoras de la estructura, organización interna y funciones de los diferentes intermediarios financieros, así como aquéllas que regulan aspectos fundamentales de la actividad de tales intermediarios (Sentencias 1/1982 y 49/1988). La distribución de competencias en materia de ordenación del crédito ha sido encuadrada “a su vez” dentro de los principios básicos del orden económico que forman parte de la denominada “constitución económica” y especialmente en la exigencia de la unidad del orden económico, en todo el ámbito del Estado. Una de las manifestaciones de dicha unidad es el principio de unidad del mercado, y, por tanto, del mercado de capitales, reconocido implícitamente por el art. 132.2 CE, al disponer que “ninguna autoridad podrá adoptar medidas que directa o indirectamente obstaculicen la libre circulación de bienes en todo el territorio español”. Otra manifestación de esa unidad es la exigencia de la adopción de medidas de política económica aplicables con carácter general a todo el territorio nacional, al servicio de una serie de objetivos económicos fijados por la propia Constitución (artículos 40.1 y 130.1, 131.1 y 138.1) (Sentencias 96/1984, 37/1981, 1/1982, 64/1990). Por tanto, las competencias para el desarrollo legislativo o ejecución de las Comunidades Autónomas quedan vinculadas a una política monetaria y crediticia general que no es sólo susceptible de ser establecida por vía normativa.

C) Las bases y coordinación de la planificación general de la economía (art. 149.1.13 CE)

Dentro de la ordenación general de la economía ocupa un lugar principal la política monetaria y crediticia única dentro del Estado español. El Estado, en el ejercicio de esta competencia, podrá efectuar una planificación de detalle sólo cuando la coherencia de la política económica general exija decisiones unitarias y no pueda articularse sin riesgo para la unidad económica del Estado, a través de la fijación de bases y de medidas de coordinación, sin que pueda conducir a un vaciamiento de las competencias asumidas por las Comunidades Autónomas (Sentencias 29/1986, 186/1988, 220/1992 y 96/1996).

3. Los títulos competenciales de las Comunidades Autónomas

Las competencias autonómicas en la materia tienen su fundamento en las atribuidas sobre los Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores mercantiles, sobre el desarrollo legislativo y la ejecución de las bases de la ordenación del crédito y, especialmente, en la competencia exclusiva en materia de establecimiento y regulación de Bolsas de Comercio y centros de contratación de valores atribuida al País Vasco y Cataluña. Ahora bien, los centros de contratación de

valores, en general, y las Bolsas, en particular, forman parte integrante del mercado de valores, regido por el principio de unidad (STC 96/1984, Fundamento Jurídico 3º), sobre el cual el Estado tiene competencias, también exclusivas, para establecer las bases, en virtud de los títulos competenciales de los apartados 11 (ordenación del crédito) y 13 (planificación general de la actividad económica) del art. 149.1 CE, más la competencia también exclusiva sobre la legislación mercantil *ex art. 149.1.6 CE*.

4. La constitucionalidad formal de la Ley del Mercado de Valores

No admite el Tribunal la inconstitucionalidad formal de la ley que los recurrentes pretenden en base a que la ley no ha declarado el carácter básico de la misma, ni ha especificado cuáles de sus preceptos tienen ese carácter y cuáles no y tampoco ha invocado los títulos competenciales que la amparan.

El Tribunal afirma que las competencias son irrenunciables y operan “*ope Constitutionis*”, con independencia de su invocación. Además, la ley se refiere a ellas al mencionar la legislación mercantil y al hacer referencia a la unidad del orden económico y del sistema financiero nacional. Además, existen en su exposición de motivos numerosas referencias que ponen de manifiesto su carácter básico (“visión global de la ordenación de los mercados de valores”, y “regulación unitaria de los mismos”, etc.). Finalmente, el artículo 84 de la ley contiene una declaración expresa del carácter básico de algunos preceptos del Título VIII de la misma.

De todas formas, incluso en el caso de que procediese acoger las alegaciones de los recurrentes, dicho acogimiento no llevaría a la declaración de nulidad que pretenden, porque los preceptos que resultarían viciados de incompetencia serían inaplicables en las Comunidades Autónomas recurrentes, pero seguirían siendo válidas y resultarían de aplicación en las demás Comunidades Autónomas.

5. La Resolución del Tribunal Constitucional sobre las impugnaciones al articulado de la Ley del Mercado de Valores

De forma muy prolija el Tribunal Constitucional ha resuelto sobre las numerosas impugnaciones efectuadas a la Ley del Mercado de Valores de la forma siguiente:

A) Sobre la Comisión Nacional del Mercado de Valores

En los recursos planteados se cuestionaban tres aspectos concretos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: sus funciones de supervisión, inspección y sanción, su potestad reglamentaria y su organización y composición. Ninguna de las tres es admitida por el Tribunal.

En cuanto a las facultades de supervisión, inspección y sanción atribuidas a la CNMV de los mercados de valores y sobre cuantas personas se relacionan en el tráfico de las mismas, la propia ley expresamente admite las competencias autonómicas al reconocer que *“las facultades de la CNMV se entenderán sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas”*. Además, conforme se declara en la Sentencia 96/1996 refiriéndose al Banco de España, la potestad sancionadora en este tema afecta a la estabilidad del sistema financiero y a la unidad del mercado, y, por tanto, se encuadra en el Título competencial del art. 149.1.11. de la CE. El triple objetivo encomendado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (transparencia en los mercados, correcta formación de los precios y protección de los inversores) sirve a la finalidad común de garantizar la unidad del mercado en el que desarrolla el comercio sobre los valores negociables.

En cuanto a la potestad reglamentaria reconocida a la CNMV para dictar Circulares normativas, el Tribunal manifiesta que la potestad reglamentaria del Gobierno no excluye la posibilidad de delegaciones singulares como ya reconoció en relación con el Banco de España (Sentencia 135/1992). Por otra parte, dictar este tipo de Circulares es una actividad normativa que debe situarse en el plano de la ordenación general por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las materias que le son propias y no en el de las competencias ejecutivas.

Finalmente, el Tribunal Constitucional tampoco considera inconstitucional la composición de la CNMV, por no incluir ningún representante de las CC.AA. en su órgano decisor que es el Consejo. Siendo el Estado competente para crear un ente público al que se encomiendan las facultades necesarias para preservar la unidad del mercado de valores, también lo es para dotarle de la organización que estime conveniente, sin perjuicio de que *“hubiera sido igualmente legítimo constitucionalmente dar entrada a las CC.AA. con competencias en el mercado secundario para entrar en dicho Consejo”*.

Reconoce, por tanto, el Tribunal que, aunque desde el punto de vista constitucional no puede exigirse la presencia de las CC.AA. en el Consejo de la CNMV, tampoco sería inconstitucional lo contrario⁽⁶⁾.

⁽⁶⁾ Desde un punto de vista operativo, podría ser conveniente que estuviesen representados en el Consejo todos los entes públicos con facultades supervisoras. Mejoraría así la coordinación sin afectar a la unidad de acción del Consejo que como órgano colegiado adoptaría sus decisiones por mayoría. Así ocurre en la composición del Banco Central Alemán en el que están representados los “Länders”. Ya en su día fue criticado que la representación de las CC.AA. con competencias en las que existe Bolsa de Valores esté en el Comité Consultivo y no en el Consejo (Antonio JIMÉNEZ BLANCO: “Derecho Público del Mercado de Valores”, pág. 88).

B) El mercado primario de valores

En relación con el mercado de valores se impugnaba por los recurrentes de un lado, la facultad de verificar el folleto por la CNMV y la llevanza de los registros correspondientes (Registros de comunicaciones de proyectos de emisión, de acuerdo de emisión, de auditorías de cuentas y de folletos informativos).

El Tribunal considera que, aunque sean actos de ejecución, el carácter público de estos Registros, junto con la difusión de información que cumplen, son elementos inseparables del nuevo régimen jurídico implantado por la ley. *“La concentración en el órgano rector de los mercados de valores de la llevanza de los mismos es una garantía de la igualdad del acceso de los inversores a unos mercados en los que, por la desmaterialización de los bienes que son objeto de los mismos y por la interconexión de los mercados internacionales de información, resulta ser el elemento de mayor trascendencia a la hora de realizar las correspondientes operaciones”*. La determinación de los requisitos que deben acompañar a una emisión de obligaciones es una decisión básica que corresponde adoptar al Estado, por cuanto que con ello se pretende preservar, la unidad del mercado de capitales y *“los Registros no son más que un instrumento del que el Estado puede dotarse legítimamente para el ejercicio eficaz de dicha competencia y garantizar la unidad del mercado de capitales, a través de la difusión de la información necesaria para asegurar en términos de igualdad la protección de los inversores en todo el territorio nacional”*.

El Parlamento de Cataluña también impugnaba la facultad de verificación de las emisiones por la CNMV por considerar que invadía la competencia autonómica de autorización de dicho folleto (STC 96/1984). El Tribunal, por el contrario, estima que el régimen actual, en consonancia con la normativa comunitaria, ha sustituido la necesidad de autorización previa, por un sistema de información que garantice la transparencia volviendo al principio de libertad de emisión. La verificación es un acto de ejecución encuadrable dentro de la competencia estatal sobre las bases de la ordenación del crédito que constituye una condición cronológicamente previa y necesaria a la posterior inscripción en los respectivos Registros de una información mínima y homogénea, indispensable para garantizar en términos de igualdad la protección de las inversiones.

C) Los mercados secundarios de valores

El título de la Ley del Mercado de Valores correspondiente a los mercados secundarios de valores recibió más impugnaciones de las Comunidades Autónomas recurrentes, por considerar que invadía sus competencias sobre Bolsas de Comercio y centros de contratación de valores atribuidas por sus respectivos estatutos.

La sentencia dedica su Fundamento Jurídico 9.º a considerar las impugnaciones presentadas en dos subapartados diferentes relativos a las Disposiciones Generales y a las Bolsas de Valores, y recordando previamente, como se hacía constar en el Fundamento Jurídico 5.º, la doble acepción del concepto de mercado secundario. Por una parte, un concepto genérico, abstracto y funcional en el que operan las funciones de la CNMV, y, de otra, como ámbito concreto de negociación de valores al que se refieran las competencias de las CC.AA.

En cuanto a las disposiciones generales sobre los mercados de valores, el Tribunal entiende que los artículos 31.c) y 59 de la LMV se refieren a la competencia del Estado en relación con los mercados secundarios oficiales de ámbito estatal, cuya creación, establecimiento y regulación corresponde al Gobierno, pero no a los mercados de ámbito autonómico que son de la exclusiva competencia de la Comunidad Autónoma y que podrá regularlos dentro del marco de las bases establecidas por el Estado. Así interpretados los preceptos impugnados [artículos 31.c) y 59] son conformes con la distribución competencial que rige la materia.

La verificación del cumplimiento de los requisitos para la admisión de los valores negociables en mercados secundarios por la CNMV (art. 32) no quebranta el orden constitucional, porque 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 e implica que también deba llevarse a cabo, de modo unitario, la supervisión del cumplimiento de dichos requisitos que afectan a todos los mercados secundarios oficiales. Esta función de verificación no es automática y totalmente reglada porque se integran en ella aspectos con un margen de apreciación (v. gr. solvencia, honorabilidad, etc.). Tiene carácter básico y, por tanto, exige su atribución a un órgano único, la CNMV. Por lo demás, el propio precepto establece que la admisión a negociación en cada uno de los mercados se producirá por acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado.

Igualmente por parecidas razones, el Tribunal considera constitucionales los arts. 33 y 34 que atribuyen a la CNMV la facultad de suspender y excluir de la negociación los valores negociables en los mercados secundarios. La facultad de suspensión es una medida cautelar que se justifica por la necesidad de imponer un nivel mínimo, común en todo el territorio nacional, de garantías de solvencia de los valores admitidos a negociación en todos los mercados secundarios, para asegurar, en último término, la estabilidad del sistema financiero y la confianza de los inversores en el mismo.

La exclusión de negociación es una facultad atribuida a la CNMV que tiene por finalidad proteger a los inversores y garantizar la estabilidad del sistema. Solamente en dos circunstancias el ejercicio de esta competencia no tiene carácter básico, cuando los valores se negocian en una sola Bolsa y cuando se incumplen las condiciones específicas de admisión previstas en ella.

También declara ajustado al reparto constitucional de competencias la llevanza del registro de auditorías de las entidades emisoras por la CNMV (art. 35) que considera una facultad instrumental o auxiliar respecto de la competencia estatal de garantizar la unidad del mercado de capitales mediante la difusión de información necesaria para asegurar en términos de igualdad, la transparencia del mercado y la protección de los inversores en todo el territorio nacional.

La regulación del art. 36, que define los elementos que convierten una transmisión de valores en una operación de un mercado secundario oficial, así como la sanción prevista para las transmisiones que se efectúen sin dichos requisitos, entra dentro del ámbito mercantil reservado al Estado al referirse a las condiciones de relaciones privadas entre particulares.

Tampoco invade las competencias autonómicas el establecimiento de la obligación impuesta a los miembros de un mercado secundario oficial (art. 40) de manifestar ante la CNMV las vinculaciones contractuales con terceros que puedan generar conflictos de intereses con terceros, porque constituye también una medida instrumental para que la CNMV pueda ejercitar sus facultades de supervisión e inspección del mercado.

En relación con las Bolsas de Valores fueron impugnados los artículos 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, párrafo 1º, y 54 de la LMV.

El Tribunal admite la impugnación del Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña contra el artículo 45 en el inciso “*en el que se establece la exigencia de conformidad del Gobierno para la creación de Bolsas de Valores en las Comunidades Autónomas que tengan competencia para ello, atendiendo a los elementos y consecuencias supracomunitarias de dicha creación*” por entender que vulnera las competencias que el artículo 9.2º del Estatuto de Autonomía de Cataluña ha atribuido a la Comunidad Autónoma de Cataluña, 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 del Gobierno no puede convertir un acto de competencia exclusiva autonómica en acto complejo resultado de la confluencia de dos voluntades, la del Estado y la de la Comunidad Autónoma.

En cambio, considera constitucionalmente correcta la atribución a la CNMV de la determinación de las categorías de valores negociables en Bolsa (art. 46), porque supone delimitar el objeto de la contratación bursátil, esto es, el ámbito objetivo del negocio jurídico que se realiza en las Bolsas de Valores, lo cual incide en la regulación del tipo de contrato mercantil y, por tanto, en el ámbito de la regulación mercantil. Igualmente se rechaza la impugnación de la Disposición Transitoria Décima de la ley sobre la extinción del sistema de fungibilidad creado por el Real Decreto 1128/1974, que es una consecuencia del proceso de desmaterialización de los derechos.

La delimitación de quiénes pueden ser miembros de las Bolsas efectuada en el artículo 47 se limita a establecer un común denominador normativo, al definir como miembros de las Bolsas de Valores a aquellas Sociedades y Agencias de Valores que participen en el capital de las Sociedades Rectoras de las Bolsas. Pero tal disposición no agota la organización de las Bolsas, siendo posible que las CC.AA. contemplen otros posibles miembros de las que están ubicadas en su territorio.

El Tribunal también admite la pretensión de los recurrentes en relación con el art. 48 y considera, por tanto, que la aprobación y modificación por la CNMV de los Estatutos de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores situadas en su territorio, vulnera las competencias de las Comunidades recurrentes.

Los artículos 49, 50, 51, 52 y 53.1 de la Ley, referidos al Sistema de Interconexión Bursátil, son impugnados por las CC.AA. por considerar que con él se crea un nuevo mercado en su ámbito territorial sin contar con ellas y que conlleva la sustracción del objeto de negociación de las Bolsas preexistentes. El Tribunal, en cambio, estima que constituye un nuevo sistema de contratación, 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. Constituye, por tanto, una forma de realizar el negocio bursátil y no un mercado secundario propiamente dicho y, por su propia naturaleza, desborda el ámbito territorial intracomunitario. El legislador estatal es competente para establecer un sistema de contratación continuada para dar al mercado mayor fluidez y eficacia. Igualmente las obligaciones de información establecidas en el artículo 53 tampoco invaden las competencias de la Generalidad de Cataluña, porque la configuración de tal carga informativa es una norma básica que corresponde al Estado, con lo que se pretende garantizar la transparencia del mercado, y, consiguientemente, la correcta formación de los precios.

Tampoco acepta el Tribunal la impugnación del artículo 54 de la Ley que regula el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

La decisión de concentrar en una entidad, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la liquidación de las operaciones hechas, sobre valores admitidos a negociación en más de una Bolsa no invade las competencias autonómicas, por cuanto que la finalidad que se pretende alcanzar con ello es garantizar la eficiencia del mercado, aumentando así su competitividad en el plano internacional. Ello constituye una decisión que, aun cuando no sea la única posible constitucionalmente, ha de considerarse básica dado que incide frontalmente en la construcción de un mercado único de valores, objetivo principal de la Ley, que encuentra su respaldo constitucional, en el principio de unidad del mercado del que constituye una mera concreción. Aquí es de plena aplicación también la doctrina contenida en la STC 37/1997. El hecho de que, además, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores lo sea para los valores que coticen en más de una Bolsa fortalece las competencias del Estado, quedando al

margen de dicha regulación la competencia de las Comunidades Autónomas para organizar ese servicio en las Bolsas ubicadas en sus respectivos territorios cuando se trate de operaciones sobre valores admitidos a negociación sólo en esas Bolsas. Buena prueba de ello la constituye el segundo párrafo de este artículo, que salva expresamente la competencia autonómica cuando se trate de valores admitidos a negociación en una única Bolsa.

D) Sociedades y Agencias de Valores

Se han impugnado los artículos 62, 63, 64, 66 a), 67 y 69 del Título V de la LMV, relativos a las Sociedades y Agencias de Valores.

Considera el Tribunal que la facultad de creación de las Sociedades y Agencias de Valores (art. 62 de la Ley) debe corresponder al Estado. Aunque sea un acto de ejecución la autorización tiene carácter básico pues exige comprobar el cumplimiento de los requisitos previstos en la Ley que incorporan conceptos jurídicos indeterminados que al dejar un margen de apreciación, aconsejan la localización en un centro unitario, la CNMV, de la facultad de decisión, pues sólo así quedarán garantizados la unidad del mercado y la igualdad en el acceso al mismo. Esta competencia no tiene nada que ver con la reconocida estatutariamente para nombrar Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores de Comercio. Por las mismas razones el Tribunal considera competencia estatal la revocación de la autorización (art. 67).

En cambio, la acreditación previa ante la CNMV del cumplimiento de los requisitos para la inscripción en los correspondientes Registros para ser miembros de una o varias Bolsas de Valores (art. 64) fue considerada inconstitucional por el Tribunal al ser un acto reglado de mera ejecución.

En cuanto al artículo 66, el Tribunal considera válido que el Estado se reserve competencia para fijar los capitales mínimos y su régimen de recursos propios en cuanto constituyen una garantía de la solvencia de las mismas y la variabilidad de las circunstancias a ponderar justifica su determinación por Reglamento.

También considera válido el Tribunal el artículo 69, que fija el régimen de incompatibilidades de Sociedades y Agencias de Valores y de Corredores de Comercio, porque constituye una norma básica de la ordenación del crédito, común para todo el Estado, que no excluye ni impide una intervención adicional del legislador autónomo.

E) Normas de conducta

El Tribunal entiende que el artículo 78 tiene un carácter básico, en cuanto que sujeta a todas las personas y entidades que actúen en los mercados de valores a unas normas uniformes de conducta, comunes a todas ellas y aplica-

bles en cualquier mercado de valores existente en el Estado, sea cual sea su ubicación. Dichas normas, relativas fundamentalmente a los principios de prioridad del interés del cliente, de transparencia del mercado, del uso de información privilegiada y de la separación de funciones (arts. 80 a 83), constituyen el mínimo común básico en todo el Estado con el que se pretende garantizar la transparencia en el mismo, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. La atribución al Gobierno para que desarrolle estas reglas básicas no menoscaba ni tampoco impide que la Generalidad de Cataluña haga lo propio en el ejercicio de su competencia al respecto (art. 9.20 de su Estatuto de Autonomía) y, por ello, el art. 78 de la Ley no contradice el orden constitucional de competencias si se interpreta en el sentido que aquí acaba de exponerse.

F) Régimen de supervisión, inspección y sanción

El Tribunal considera constitucional el artículo 84 de la Ley que admite las facultades de supervisión y sanción de las CC.AA. con competencias en la materia sobre las Sociedades Rectoras de las Bolsas instaladas en su territorio, así como sobre las demás personas y entidades sujetas a la inspección del Estado, pero sólo en cuanto a operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en las mismas. El Estado debe reservarse competencias de ejecución para conseguir la unidad efectiva del mercado de valores. Por razones similares justifica la competencia del Banco de España sobre Entidades Gestoras y titulares de cuentas en el Mercado de Deuda Pública anotada.

También sostiene el Tribunal la constitucionalidad de las medidas de intervención y sustitución de los órganos rectores de las entidades propias del Mercado de Valores a la CNMV. Estas facultades están “directamente vinculadas a la ordenación básica del crédito, más concretamente al mantenimiento de la regularidad y seguridad de las entidades que conforman el mercado” y exigen, por su naturaleza, una actuación uniforme, esto es, una valoración hecha por un solo órgano que garantice la eficacia de tales medidas.

G) Disposiciones Adicionales Primera y Segunda

En relación a la Disposición Adicional Primera, el Tribunal estima que la imposición legal de la denominación Bolsas de Valores para las Bolsas sitas en las CC.AA. recurrentes no tiene un carácter básico, no afecta a la seguridad jurídica y pueden conservar su denominación tradicional de Bolsas de Comercio. No vulnera, en cambio, la constitucionalidad vigente lo establecido en la Disposición Adicional Segunda sobre la extinción de los Agentes de Cambio y Bolsa y su integración en el Cuerpo de Corredores de Comercio colegiados.

6. Los conflictos positivos de competencia

La Sentencia del Tribunal resuelve también los dos conflictos positivos de competencia presentados por el Gobierno Vasco contra el Real Decreto 276/1989, sobre Sociedades y Agencias de Valores y el Real Decreto 726/1989, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsa y Fianza Colectiva.

El Tribunal desestima íntegramente la impugnación de varios artículos del Real Decreto 276/1989 citado. En cambio, en relación con el Real Decreto 726/1989 admite las siguientes:

- Como consecuencia de la impugnación admitida en relación con el artículo 48 de la ley, acepta también la presentada contra el artículo 7, que exige la autorización previa de la CNMV para la aprobación de los estatutos de las Sociedades Rectoras.
- El Tribunal considera que las facultades atribuidas en el artículo 15 del Real Decreto 726/1989 a la CNMV sobre suspensión de los efectos de los acuerdos de las Sociedades Rectoras y de vigilancia y requerimiento no tienen el carácter de básicas, siendo por ello competencia de la Comunidad Autónoma Vasca.
- También asigna a la Comunidad Autónoma la competencia para fijar la fianza “que han de constituir los miembros del mercado, así como la distribución de la misma (arts. 23.2, 25.3 y 26) para aprobar los presupuestos estimativos de la Sociedad Rectora (artículo 17).

V. RECAPITULACIÓN

La Sentencia del Tribunal Constitucional ha confirmado en términos generales la constitucionalidad de la LMV.

Únicamente ha admitido los recursos de inconstitucionalidad en relación con los artículos 45, 48 y 64 y la Disposición Adicional Primera de la LMV. También admite las impugnaciones promovidas por los conflictos positivos de competencia contra los artículos 15, 17.2 y 23.2 del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva. En otros preceptos de la LMV y del Real Decreto 726/89, el Tribunal Constitucional establece la interpretación con que deben ser aplicados para que sean conformes a la Constitución.

En definitiva, la Sentencia sostiene el carácter básico de la Ley, aun cuando sólo lo declare respecto de su Título VIII, y la constitucionalidad de la mayoría de sus preceptos en base a los títulos competenciales del Estado sobre la legislación mercantil, las bases de la ordenación del crédito y la banca y seguros y las

bases de la planificación general de la actividad económica (números 6, 11 y 13 del artículo 149.1 de la Constitución española), consecuencia a su vez del principio de unidad del mercado, que es una de las manifestaciones de la unidad del orden económico, reconocido implícitamente por el artículo 139.2 de la Constitución.

Esta postura del Tribunal Constitucional coincide en términos generales con otras sentencias sobre recursos que impugnaban preceptos de la legislación financiera (7).

- Preceptos declarados inconstitucionales

Se declaran contrarios a la Constitución las siguientes normas:

- La exigencia de conformidad del Gobierno para la creación de Bolsas ubicadas en territorios de las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconozcan competencias al efecto (art. 4.5 LMV).
- La aprobación por la CNMV de los estatutos y sus modificaciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas mencionadas (arts. 48 LMV y 7 del Real Decreto 726/89).
- La acreditación ante la CNMV de los requisitos para ser miembros de las mencionadas Bolsas (art. 64 LMV).
- El cambio de nombre de las Bolsas Oficiales de Comercio existentes en Bilbao o Barcelona.
- Las competencias de la CNMV para suspender o dejar sin efecto determinadas decisiones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas citadas, para aprobar sus presupuestos y la fijación del importe global de la fianza y su reparto (arts. 15, 17.2 y 23.2 del Real Decreto 726/89).

(7) Así se ha pronunciado, entre otras, en las Sentencias que impugnaban la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica y, más recientemente, la Ley 8/1997 de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones (Sentencia 206/1997, de 27 de noviembre).

Esta postura del Tribunal Constitucional favorable a admitir, por lo general, las competencias del Estado en relación con los mercados financieros no se ha producido en otros sectores económicos como ha ocurrido en relación con el mercado del suelo con la Sentencia 61/1997, de 20 de marzo, sobre la Ley del Suelo de 1990 que ha suscitado una reacción contraria de la doctrina. Véase al respecto “Una reflexión sobre la supletoriedad de las Comunidades Autónomas” de Eduardo GARCÍA DE ENTERRÍA en REDA, nº 95, julio-septiembre de 1997; “El desconcertante presente y el imprevisible futuro del Derecho Urbanístico Español” de Tomás RAMÓN FERNÁNDEZ, en REDA, nº 94, junio 1997 y “Supletoriedad del Derecho nacional y principio de unidad de mercado” de Lorenzo MARTÍN RETORTILLO, en Derecho de los Negocios, nº 87, págs. 8 y ss.

- Preceptos que deben aplicarse conforme han sido interpretados por el Tribunal Constitucional

En su sentencia el Tribunal Constitucional ha considerado que determinados preceptos sobre el Mercado de Valores no invaden las competencias de las Comunidades recurrentes, siempre que sean aplicados conforme a la interpretación que se fija en los fundamentos jurídicos de la sentencia.

Estas interpretaciones obligadas son las siguientes:

- Los artículos 31 y 59 de la LMV deben entenderse referidos a los mercados secundarios de ámbito estatal, pero no a los autonómicos. La creación o configuración de los diferentes tipos de mercados secundarios corresponde al Estado. La decisión de establecer mercados concretos en el territorio de la Comunidad Autónoma con competencia para ello corresponde a ésta dentro de los principios o bases establecidos por la LMV.
- La facultad de la CNMV para excluir de la negociación valores cuando no alcancen ciertos requisitos (art. 34 LMV) es una competencia básica que pierde su carácter de tal cuando se trata de valores negociados en una sola Bolsa y cuando la exclusión se refiere a las condiciones específicas existentes en ella.
- El artículo 47 de la LMV fija las condiciones de los miembros de las Bolsas de Valores, pero no agota la regulación de la organización de las Bolsas, por lo que las CC.AA. en el ejercicio de su propia competencia pueden dar entrada a otros sujetos como miembros de las Bolsas de su territorio.
- La facultad del Gobierno o, con su habilitación expresa, del Ministro de Economía y Hacienda para aprobar códigos de conducta (art. 78) no excluye la competencia de las CC.AA. para aprobar para las entidades que ejerzan actividades relacionadas con el mercado de valores en su territorio.
- La alusión del artículo 12 del Real Decreto 726/89 a las facultades de supervisión, inspección y sanción que corresponden, en su caso, a la Comunidad Autónoma respectiva ha de entenderse hecha a las que se pueden ejercer sobre personas físicas y entidades en relación con valores que sólo operan en las Bolsas de su territorio.

Los comentarios publicados hasta la fecha sobre el contenido de la Sentencia son en general favorables. No obstante, algunos de sus pronunciamientos han sido objeto de críticas.

El aspecto más discutible es de carácter procedimental. Sólo Cataluña impugnó el artículo 45 en lo relativo a la exigencia de conformidad previa del

Gobierno para la creación de Bolsas ubicadas en su territorio. Sin embargo, el Tribunal declara que dicha conformidad no es aplicable en Cataluña, ni tampoco en el País Vasco que no la impugnó. ¿Por qué en tal caso, se aplica el mismo criterio a Valencia con idéntico nivel competencial en su Estatuto de Autonomía?

MERCEDES FUERTES critica la posibilidad, admitida en el Fundamento Jurídico 9.º B).c) de la Sentencia, de que las CC.AA. recurrentes puedan dar entrada a otros sujetos como miembros de sus Bolsas que no parece muy acorde con el sistema establecido en la LMV que reserva esta condición a Sociedades y Agencias de Valores (8). También respecto al cambio de nombre de las Bolsas de Bilbao y Barcelona considera que, aunque se trata de una competencia irrelevante, sin embargo, puede originar confusión e inseguridad entre los inversores (9).

En cualquier caso, la Sentencia consagra en términos generales la constitucionalidad de la LMV. El tema más conflictivo planteado se refería a las competencias estatutarias reconocidas a las CC.AA. recurrentes sobre los centros de contratación de valores. El Tribunal lo resuelve, por un lado, mediante la distinción entre la regulación de mercados de valores y la creación de mercados concretos, y por otro, en lo que se refiere a la creación del mercado continuo o Servicio de Interconexión Bursátil por el eufemismo de considerarlo una forma de negociación mediante soportes informáticos y no un nuevo mercado. Por otra parte, la dinámica actual de globalización financiera reduce la importancia práctica de las Bolsas locales y sus volúmenes de negociación.

NOTA DE ACTUALIZACIÓN DEL AUTOR:

Terminado este artículo se publica en el Boletín Oficial del Estado la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En su Exposición de Motivos se hace referencia a la nueva distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas, que se introduce para atender al criterio diferenciador entre mercados de ámbito estatal y autonómico en consonancia con el pronunciamiento del Tribunal Constitucional.

Así, en aplicación de la Sentencia del Tribunal Constitucional, se reconoce la competencia de las Comunidades Autónomas, con competencia en la materia en la creación de Bolsas de Valores y de otros mercados secundarios de valores de ámbito autonómico [artículos 45 y 31.2.d) de la Ley del Mercado de Valores].

(8) Artículo citado pág. 161.

(9) Artículo citado pág. 162.

Asimismo se reconoce que las Comunidades Autónomas, con competencia en la materia, podrán crear, regular y organizar un mercado autonómico de Deuda Pública en anotaciones que tenga por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija emitidos por aquéllas y otras entidades de derecho público dentro de su ámbito territorial (artículo 55.6) y crear Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones de ámbito autonómico (artículo 59.1).

Las obligaciones de información ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecidas en el artículo 70 para las empresas de servicios de inversión se extenderán también a las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y respecto de las operaciones realizadas en algún mercado secundario oficial de ámbito autonómico (artículo 70.2).

Por su parte el nuevo artículo 48 de la Ley del Mercado de Valores reconoce a las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y respecto de las Bolsas de Valores en su ámbito autonómico, competencia para atribuirles funciones, determinar su organización y la aprobación de los estatutos y sus modificaciones y el nombramiento de los miembros de su Consejo de Administración y su Director General.

El nuevo artículo 84.7 de la LMV, en su último párrafo admite la posibilidad de celebrar Convenios de colaboración con Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercado de valores, al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones en el ámbito de la supervisión, inspección y sanción.

Finalmente en la nueva redacción de la Disposición Adicional Primera, se establece que “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”.

EL DERECHO SANCIONADOR EN LOS MERCADOS DE VALORES: LA ETERNA REFORMA

MERCEDES FUERTES

Catedrática E.U. de Derecho Administrativo. Universidad de León.

SUMARIO

- I. EL DERECHO SANCIONADOR COMO GARANTÍA DEL CORRECTO FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO.
 - II. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS EN EL EJERCICIO DE LA POTESTAD SANCIONADORA Y LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL SOBRE LA LEY.
 - III. LAS SUCESIVAS REFORMAS A LA REDACCIÓN ORIGINARIA.
 - IV. EL PROCEDIMIENTO SANCIONADOR.
 - V. LOS PRONUNCIAMIENTOS JURISPRUDENCIALES.
 - 1. Los principios del derecho punitivo.**
 - 2. El ámbito subjetivo de la potestad sancionadora.**
 - 3. Precisiones sobre algunas infracciones bursátiles.**
 - A) Las prácticas que alteran la libre formación de los precios.
 - B) Actos fraudulentos, transferencias simuladas y utilización de personas interpuestas.
 - C) La resistencia a la actuación inspectora.
 - D) Otras infracciones.
 - 4. Las sanciones.**
 - VI. LA ÚLTIMA REFORMA DE LA LEY.
-

I. EL DERECHO SANCIONADOR COMO GARANTÍA DEL CORRECTO FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

Pieza clave del adecuado desarrollo de todo mercado de valores es el principio de libre formación de los precios. Así se reconoce en el Ordenamiento español, al afirmar que “*la correcta formación de los precios*” es uno de los objetivos que justifica la actuación pública con relación a los mercados (art. 13.2 Ley del mercado de valores, en adelante LMV). Esa libertad que inspira la actuación en los mercados de valores no es ajena ni contradice la existencia de un derecho sancionador en este sector económico. Es más, son imprescindibles unas mínimas normas que regulen y organicen los mercados financieros para configurar el necesario armazón, en el cual se desenvuelva la actividad económica con libertad y, a la vez, con transparencia. Esta ordenación ha de especificar los límites que constituyen el margen de actuación y de confianza de los inversores, a partir de los cuales las conductas son irregulares, quedan fuera de la ordenación y, en consecuencia, deben dar lugar a oportunas medidas de reacción y sanción. Esta finalidad de aseguramiento y garantía del correcto funcionamiento, de “*cierre del ordenamiento*”, que cumplen las normas sancionadoras, se predica con claridad en la exposición de motivos de la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (en adelante, LDIEC), a la que en muchos aspectos se remite la LMV. Es precisa la existencia de un derecho sancionador en este sector económico, que precise la regulación de los límites de actuación y que, por ello, garantice la transparencia de los mercados y la confianza de los inversores, pilares esenciales sobre los que se edifican los mercados de valores.

Esta convicción de “*cerrar*” la regulación del sector financiero, de perfilar los límites de actuación y las consecuencias de las actuaciones contrarias y fuera de ordenación se manifiesta en la LMV. En el Título VIII de esta Ley, en particular en los artículos 95 y siguientes se establecen las líneas generales del derecho sancionador en los mercados de valores: las Administraciones y organismos competentes para ejercitar la potestad sancionadora, las personas o entidades afectadas por esta normativa, las actuaciones que se tipifican como infracciones y sus correspondientes sanciones, los principios de procedimiento, etc.

Sin embargo, esta primera regulación no estaba exenta de algunas imprecisiones e, incluso, de ciertos defectos en la configuración de infracciones financieras, que permitían conductas irregulares sin la conveniente reacción y san-

ción⁽¹⁾. Además, los nuevos avances en la ordenación de los mercados, la ampliación de las personas o entidades que intervienen en los mismos, la evolución en la configuración de contratos sobre los valores y prácticas bursátiles exige una adaptación de este Derecho sancionador. De ahí que la redacción originaria de la LMV haya sido objeto ya de algunas modificaciones y recientemente se ha dado una nueva redacción a algunos preceptos, en virtud de la Ley 37/1998, de 19 de noviembre, que han incorporado la normativa europea sobre las entidades de servicios de inversión (Directivas 93/6 y 22, de 15 de marzo y de 10 de mayo), así como las precisiones relativas a las indemnizaciones que pueden recibir los inversores (Directiva 97/9). Esta última reforma ha introducido singulares precisiones en la regulación de este Derecho sancionador.

El contenido de este trabajo se dirige a comentar estas reformas normativas, pero también, a recordar las precisiones que la jurisprudencia de los Tribunales ha realizado como consecuencia del ejercicio de la potestad sancionadora en este sector económico a lo largo de los casi diez años de vigencia de la LMV. Y, en primer lugar, parece oportuno aludir a la sentencia del Tribunal Constitucional que resolvió los recursos planteados contra la LMV.

II. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS EN EL EJERCICIO DE LA POTESTAD SANCIONADORA Y LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL SOBRE LA LEY

La tradicional convivencia de varios centros de contratación en el territorio español y, sobre todo, la asunción de competencias por algunas Comunidades autónomas en la ordenación de las bolsas y mercados originó que el legislador estatal reconociera ciertas competencias a las Administraciones autonómicas en la regulación y supervisión de las bolsas localizadas dentro de su ámbito territorial. Eso sí, la LMV subraya el principio de unidad de mercado, esencial para el desarrollo eficaz y competitivo de los mercados de valores. Esta tendencia a la unidad de mercado es incontestada, como lo acreditan los últimos movimientos de las principales bolsas de los países europeos por crear un mercado único con los valores negociables más significativos.

Con estos presupuestos, a la hora de regular el Derecho sancionador el legislador estatal declaró el carácter “básico” de estos preceptos, esto es, su necesaria vigencia en todo el territorio, sin perjuicio de su posible desarrollo

(1) En este sentido puede verse A. JIMÉNEZ BLANCO, *Derecho público del mercado de valores*, CEURA, 1989, págs. 111 y ss.; J. ABELLA, *La ordenación del mercado de valores: Un Ordenamiento dinámico*, Tecnos, 1995, págs. 171 y ss; o en mi obra, *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Lex Nova, 1994, págs. 269 y ss.

por las Comunidades Autónomas (art. 84 *in fine* LMV)⁽²⁾. La necesidad de proclamar este carácter “básico” de unas normas comunes con la tipificación de las infracciones financieras, de las sanciones, de las reglas mínimas de procedimiento, es fácilmente comprensible. La construcción de un mercado *único* exige unas mínimas reglas de juego idénticas en todo el territorio, de manera especial, en lo que se refiere a las prácticas que se consideran ilícitas y a sus medios de reacción. Nada contribuiría más a la quiebra del mercado de valores, a su disgregación y consiguiente distanciamiento del desarrollo económico, que el hecho de que cada bolsa tuviera un concepto distinto de infracción y un cuadro diverso de sanciones. No es posible compaginar el crecimiento y la madurez de los mercados financieros con distintos criterios de mayor tolerancia o de severidad, dependiendo de la Administración supervisora. Esto incidiría sin duda de manera negativa y pernicioso en los movimientos de los inversores y de las empresas de servicios.

Junto a esta lógica previsión del carácter básico de la normativa sancionadora, la LMV sólo reconoció la competencia sancionadora de las Comunidades Autónomas con relación a la sociedad rectora, que administrara la bolsa alojada en su territorio, y sobre las personas y entidades que participen en operaciones relativas a valores que *únicamente* estuvieran admitidos en dicha bolsa⁽³⁾. Esta regulación constriñe de forma notable las posibles facultades sancionadoras de las Comunidades Autónomas, aunque encontraba un importante argumento a su favor, a saber: la necesidad de que las facultades de supervisión y sanción fueran eficaces y, sobre todo, homogéneas.

En los recursos de inconstitucionalidad que se suscitaron contra la LMV las Comunidades impugnantes solicitaron la declaración de inconstitucionalidad de esta regulación, entre otros argumentos, por entender que realmente se les privaba de sancionar a las personas y entidades financieras porque la mayoría de los valores están admitidos a negociación en varios mercados. Incluso reclamaron que se declarara su competencia sobre todas las operaciones que se

(2) Sobre la distribución de competencias en este concreto sector financiero puede verse A. JIMÉNEZ BLANCO, *Derecho público...*, cit., págs. 73 y ss.; y los comentarios, aunque referidos a otro sector financiero, como es el crediticio, de J.L. PIÑAR MAÑAS en la obra dirigida por T.R. Fernández Rodríguez, *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, Ed. Fondo para la investigación económica y social. Obra social CECA, segunda edición, 1991, en especial págs. 139 y ss. Además, en términos generales sobre la distribución de competencias económicas, A. SÁNCHEZ BLANCO, *El sistema económico de la Constitución española*, Civitas-Universidad de Málaga, 1992, en particular págs. 288 y ss. y V. TENA PIAZUELO, *La unidad de mercado en el Estado autonómico*, Escuela Libre, 1997.

(3) Sobre esta regulación puede verse: J.R. DEL CAÑO PALOP, “Aproximación al régimen de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores”, *La Ley*, núm. 48, octubre de 1989, págs. 62 y ss.

negociaran en mercados sitos en su Comunidad autónoma, aunque ese mercado se extendiera por todo el territorio nacional ⁽⁴⁾, o, al menos, sobre aquellas entidades cuya actividad se realizara de manera preferente en el territorio autonómico.

El Tribunal Constitucional, en su sentencia número 133/1997, de 16 de julio, que resolvió todos los recursos interpuestos contra la LMV, ha mantenido lo ajustado de esta regulación con el texto constitucional y los Estatutos de Autonomía ⁽⁵⁾. El Tribunal reconoce que la LMV parte del criterio territorial para admitir la potestad sancionadora a la Comunidad autónoma, al aludir a la bolsa localizada en su territorio, aunque limita realmente el ejercicio de los actos de ejecución a las operaciones que sólo puedan realizarse en esa bolsa, negando en consecuencia facultades de supervisión sobre todas las operaciones que en general se contraten en su ámbito territorial. Sin embargo, afirma el Tribunal, esta solución es la que permite mantener la unidad del mercado, porque la unidad no queda garantizada en algunos sectores con una normativa básica si esa regulación no se acompaña de los correspondientes actos de ejecución. Declara por tanto el Tribunal la necesidad de que sea la misma autoridad administrativa la que materialice el ejercicio de la potestad sancionadora, cuando tiene una incidencia no estrictamente local para garantizar “la estabilidad y confianza del sistema financiero” (fundamento jurídico 12) ⁽⁶⁾.

En conclusión, el ejercicio de la potestad sancionadora en los mercados de valores se ejerce de manera prácticamente exclusiva por la Administración estatal, manteniendo la homogeneidad de la aplicación del Derecho a través de la instrucción que se encomienda siempre a la Comisión nacional del mercado de valores, mientras que la adopción de la correspondiente resolución se atribuye a la misma Comisión, al Ministro o al Gobierno, dependiendo de su gravedad. La nueva redacción del artículo 97 de la LMV se muestra respetuosa con las posibles competencias autonómicas en este ámbito, al remitirse a las normas orgánicas autonómicas para precisar la competencia sobre los procedimientos sancionadores.

(4) Debe recordarse que el mercado de futuros y productos derivados de renta fija tiene su sede en Barcelona, como fruto de pactos entre políticos y entidades financieras.

(5) Con más detalle puede verse mi artículo “Mercado único de valores y Comunidades Autónomas (comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio)”, en RAP, núm. 145, págs. 147 y ss.

(6) Esta argumentación había sido ya utilizada por el Tribunal en sus sentencias 108/93, de 25 de marzo, y 168/93, de 27 de mayo, en materia de la ordenación de las telecomunicaciones, al declarar que “las facultades de supervisión, inspección y sanción no pueden separarse de la competencia sustantiva a la que sirven”.

III. LAS SUCESIVAS REFORMAS A LA REDACCIÓN ORIGINARIA

Sin negar el importante avance que imprimió la LMV al ofrecer una regulación sistemática y coherente, que hizo posible la reforma y consolidación del mercado de valores español, la concreta regulación de las normas sancionadoras no podía calificarse de acabada y perfecta en todos sus extremos. No hay que desconocer la gran dificultad de tipificar con claridad y rigor las conductas ilícitas en un sector tan flexible y cambiante como es el mercado financiero. Pero sí es cierto que pronto se pusieron de manifiesto algunas deficiencias.

Así, la tipificación de algunas infracciones era tan extensa y, en consecuencia, tan imprecisa que equiparaba por el mismo rasero todos los incumplimientos, con independencia de su real categoría y gravedad. Por ejemplo, se califica como infracción muy grave “*la inobservancia de lo previsto en los artículos 66, 69, 71, 72 y 75*” o “*el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 60 y 61*” [letras l) y r) del art. 99 LMV], preceptos que establecen múltiples y variadas obligaciones, cuyo contenido es perfilado en normas reglamentarias. Pero es que además, con posterioridad en el artículo 100 de la LMV, que enuncia las infracciones graves, se califican como tales algunos incumplimientos ya más específicos, y que podrían entenderse incluidos en los artículos anteriormente citados [por ejemplo, las letras d) o h)].

También se advirtió desde un principio la escasa cuantía de algunas multas para conseguir la finalidad represiva que toda sanción lleva consigo. La sanción pecuniaria máxima que podía imponerse a las personas físicas, ya ocuparan o no cargos de administración en una sociedad, por la comisión de infracciones muy graves tenía el umbral de cinco millones de pesetas. Esto permitía que pudiera considerarse como más rentable la comisión de la infracción, pues el cuantioso beneficio económico que podían reportar en muchas ocasiones las operaciones o prácticas ilícitas sería superior a los cinco millones de multa máxima que la autoridad administrativa podía imponer.

Junto a estas circunstancias no han faltado avances normativos y técnicos que han justificado una nueva regulación de estas normas sancionadoras.

Así, como mero recordatorio ilustrativo, a lo largo de estos años se han incorporado importantes precisiones. Por ejemplo, se distinguieron con mayor rigor las conductas prohibidas por difundir o utilizar información privilegiada, distinguiendo por su gravedad dos categorías de infracciones y no genéricamente una infracción, como ocurría en los términos de la redacción inicial⁽⁷⁾.

(7) Esta modificación tuvo lugar con la Ley 9/91, de 22 de marzo, sobre incompatibilidades de altos cargos que dio nueva redacción al art. 81 de la LMV, relativo a la información privilegiada, y distinguió la conculcación del apartado primero, que establece el deber de confi-

Además, a partir de esta modificación, se permitió imponer junto a la sanción una multa accesoria.

La reforma sobre los grupos de sociedades y la obligación de consolidación de balances supuso también la incorporación de la ponderación de este criterio en algunas infracciones contables o que afectaban a la solvencia financiera de las entidades mercantiles⁽⁸⁾.

En fin, con motivo de la reforma que adaptó el Derecho español a la Segunda Directiva bancaria (Ley 3/1994, de 14 de abril), se tipificaron nuevas infracciones, que habían surgido de recientes experiencias financieras, en las cuales se había percibido la insuficiencia de la descripción de algunas conductas para poder reaccionar ante actuaciones que habían producido perjuicios a inversores. En concreto, se han incorporado como infracciones muy graves: la difusión de informaciones que induzcan a error; la ocultación de circunstancias que afecten a la imparcialidad; la entrega de datos inexactos, no veraces, la información engañosa o que omite datos relevantes; así como el incumplimiento de solicitar en el plazo previsto la admisión de los valores emitidos a la negociación en un mercado [arts. 99.II), n), ñ) y 100.II) de la LMV]. Además, mediante esta misma Ley se han actualizado las cuantías de las sanciones pecuniarias, que pueden ya alcanzar los cincuenta millones de pesetas y también se ha atribuido a la Comisión nacional del mercado de valores la competencia para instruir los procedimientos sancionadores relativos a las infracciones sobre negociación de las propias acciones, reguladas en la Ley de sociedades anónimas.

IV. EL PROCEDIMIENTO SANCIONADOR

Junto a estas reformas legales se ha aprobado en este ámbito del Derecho sancionador un reglamento que regula las singularidades del procedimiento aplicables a todo el sector financiero, entendido en sentido amplio, esto es: crédito, seguro y mercados de valores. La causa inmediata de esta nueva disposición ha derivado de la desaparición de unos trámites comunes en todo procedimiento administrativo. La Ley reguladora del procedimiento administrativo

dencialidad, al calificarlo como infracción grave; de la infracción al apartado segundo, que precisa conductas concretas que son calificadas como infracción muy grave [arts. 99 o) y 100 r) de la LMV]. Incomprendiblemente también se califica como muy grave la infracción del apartado tercero, aunque este apartado contiene únicamente la definición de información privilegiada.

(8) En concreto, fue la Ley 13/92, de 1 de junio, la que incorporó nuevos párrafos en algunas infracciones de carácter económico y contable para involucrar al grupo de entidades que consolida balances [arts. 99 e), k), m) y 100 c), g), h) de la LMV].

(Ley 30/92, de 26 de noviembre, en adelante LPA) ha generado una auténtica quiebra o pulverización en los criterios y principios tradicionales que informaban los modos de actuación de las Administraciones públicas y, en concreto, los procedimientos administrativos y ha dado lugar a una multiplicación de miles de disposiciones que precisan los plazos, trámites y efectos de los procedimientos. Se ha deslegalizado la regulación de los procedimientos (disposición adicional tercera LPA) y, lo que es más pernicioso, la LPA carece de una mínima falta de convicción de su carácter de norma “básica”, reguladora de un procedimiento “común”, de conformidad con la previsión constitucional (art. 149.1.18 CE) y permite la discrecional regulación por las distintas Administraciones públicas de los trámites, plazos y efectos de los procedimientos administrativos.

Pero no es este el lugar oportuno para criticar las nefastas consecuencias que han derivado de la LPA, pues ya existen importantes obras con certeros comentarios⁽⁹⁾. En este momento conviene aludir únicamente al reglamento del procedimiento sancionador en el sector financiero. El Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, que aprobó este procedimiento no incluye la regulación acabada de todos los trámites, sino que establece las especialidades en el ámbito financiero, remitiéndose para completar la regulación al reglamento que aprueba de manera supletoria el procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora⁽¹⁰⁾.

Como características más significativas el reglamento sancionador en el ámbito financiero establece como plazo general de carácter máximo para que se tramiten los expedientes sancionadores, el de un año. En todo caso, y de conformidad con la LPA, este plazo puede ser objeto de ampliación ante circunstancias especiales que concurran en un procedimiento. También los plazos para la realización de los trámites son más amplios que los tradicionales. Así, se otorgan plazos de veinte días a los expedientados para la contestación del pliego de cargos o para la realización del trámite de audiencia y vista. Con cierta probabilidad esta ampliación de los plazos de la LPA deriva del hecho de la complejidad de estos expedientes sancionadores se requiere un detenido estudio, de ahí

(9) Sirvan por todas las citas la referencia a los trabajos de E. GARCÍA DE ENTERRÍA, “Un punto de vista sobre la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y procedimiento administrativo común de 1992”, RAP, núm. 130, págs. 205 y ss.; y J. GONZÁLEZ PÉREZ y F. GONZÁLEZ NAVARRO, *Comentarios a la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y procedimiento administrativo común*, Civitas, 1997.

(10) Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto. Sobre el mismo, E. GARCÍA DE ENTERRÍA, “La problemática puesta en aplicación de la LRJPAC, el caso del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, que aprueba el reglamento del procedimiento sancionador. Nulidad del reglamento y desintegración general del nuevo sistema legal”, REDA, núm. 80, págs. 657 y ss.

que parezca necesario facilitar más tiempo para formular las alegaciones. Estos plazos rigen frente a los generales de la LPA, como ha recordado la disposición adicional octava de la denominada “ley de acompañamiento”, Ley 66/97 de 30 de diciembre.

Junto a la previsión de este procedimiento ordinario, se admite la posibilidad de un procedimiento “simplificado” o abreviado para resolver aquellas denuncias, conflictos o infracciones que no susciten grandes problemas de prueba. En el plazo máximo de cuatro meses ha de estar resuelto, otorgando sólo al instructor del procedimiento un mes para las actuaciones de inspección, prueba y propuesta de resolución.

Entre las peculiaridades frente a otros procedimientos sancionadores, se destacan dos precisiones de esta normativa. La primera, que se permite que el acuerdo de iniciación del procedimiento no incorpore la mención de la posible calificación inicial de la infracción y advertencia de la sanción correspondiente⁽¹¹⁾. La razón de esta singularidad es fácil también de percibir: lo intrincado de algunas operaciones financieras, las confusas personificaciones que deban quizá investigarse justifican que no quede acotado desde un primer momento el tipo de infracción, pues la obtención de nuevos datos o la realización de pruebas puede alterar la convicción sobre la calificación.

Esta misma razón es la que justifica la segunda peculiaridad, que en el acuerdo de iniciación tampoco figure la mención del órgano que ha de resolver el expediente. Y es que el órgano competente dependerá de la naturaleza y gravedad de la sanción. Pues, como es conocido, algunas sanciones pueden acordarse por la propia Comisión nacional, pero la mayoría han de adoptarse por el Ministro de Economía e, incluso, se atribuye al Gobierno la decisión de las más graves y contundentes. De ahí que sólo pueda conocerse con rigor el órgano competente una vez que se redacte la propuesta de resolución.

A la hora de excepcionar esta mención del acuerdo de iniciación del expediente, este reglamento sancionador en el ámbito financiero lo hace realizando una genérica remisión a la letra d) del reglamento que regula el ejercicio de la potestad sancionadora. En esta letra se alude tanto a la necesaria concreción del órgano competente para resolver el expediente, como a la posibilidad que tiene todo infractor de reconocer voluntariamente su responsabilidad y, en consecuencia, asumir la sanción correspondiente. No debe interpretarse la excepción de inaplicar la letra d) en toda su amplitud, incluida la posibilidad del reconocimiento voluntario, porque ello estaría en contradicción con el más elemental principio de eficacia de la actuación administrativa y se opondría también a lo

(11) Ya la jurisprudencia había calificado de “exagerado” exigir desde un primer momento la precisión de la infracción, así la STS de 17 de noviembre de 1993 (RJ 8367).

dispuesto en el procedimiento sancionador general (art. 8º) y a la práctica financiera en muchos países que, incluso permiten convenios con los infractores si reconocen su responsabilidad y facilitan información.

Por último, este reglamento del procedimiento sancionador en el ámbito financiero incurrió en otra imprecisión al atribuir a la Comisión nacional la tramitación de los expedientes relativos a las infracciones a la normativa de la LSA sobre autocartera. Este aspecto no podía figurar en una norma reglamentaria, pues implicaba una alteración de la competencia y la directa modificación de un precepto con rango de ley, el artículo 89 de la LSA. Un mínimo respeto al principio de jerarquía normativa, así como a las previsiones relativas a las reglas sobre la competencia administrativa que establece el artículo 12 de la LPA, exigían una disposición legal. Este defecto se salvó con la Ley 3/94, de 14 de abril, que con el debido rango normativo atribuyó la competencia de instrucción de los expedientes a la Comisión.

V. LOS PRONUNCIAMIENTOS JURISPRUDENCIALES

Junto a estas reformas normativas, tiene también notable interés conocer la doctrina que en estos años han dictado los Tribunales a la hora de resolver los conflictos, que se les han planteado a raíz de la impugnación de sanciones en los mercados de valores⁽¹²⁾. Pero al existir ya algunos comentarios a sentencias sobre sanciones bursátiles⁽¹³⁾, me centraré en la última jurisprudencia que se ha producido⁽¹⁴⁾.

1. Los principios del derecho punitivo

Quizá uno de los principios que exige más precisiones es el *principio de culpabilidad*. Toda infracción requiere la concurrencia de una cierta voluntad en el sujeto infractor, de algún grado de culpa. En este sentido, la Audiencia Nacional, en su sentencia de 14 de abril de 1997 (RJCA 1516) ha precisado que

(12) Una completa y detallada información sobre el ejercicio de la potestad sancionadora de la Comisión nacional del mercado de valores se contiene en las pulcras e ilustrativas memorias que edita.

(13) Entre otros, puede verse el artículo de G. JIMÉNEZ-BLANCO, "El derecho sancionador del mercado de valores en la jurisprudencia de los Tribunales contencioso-administrativos (1991-1996)", RDBB, núm. 67, págs. 150 y ss.

(14) La cita de las sentencias se realiza por su fecha y con la referencia de los repertorios de jurisprudencia de Aranzadi: RJCA: repertorio de los "Tribunales Superiores de Justicia y Audiencias Provinciales" y RJ, repertorio de jurisprudencia del Tribunal Supremo.

la culpabilidad existe no sólo en las conductas activas, sino también en casos de inactividad y clara omisión.

Esta sentencia resolvía el recurso planteado por el vicepresidente de una sociedad, al que se le impusieron varias sanciones por haber realizado la sociedad operaciones ilícitas y prohibidas. En concreto, mediante aplicaciones bursátiles se había conseguido mantener la cotización de un valor, creando una apariencia de mercado que no existía. La Audiencia Nacional contestó la falta de culpabilidad alegada por el recurrente explicando que los administradores de las sociedades tienen la obligación de actuar en beneficio de la sociedad y son garantes ante los accionistas de la correcta gestión. Por ello, cuando una sociedad realiza actos ilícitos la responsabilidad puede imputarse también a los administradores, salvo que éstos acrediten que intentaron esclarecer los hechos, evitar la comisión de la infracción. En consecuencia, si los administradores no utilizan de manera voluntaria los instrumentos jurídicos para impedir la infracción o reaccionar contra la misma “*su omisión e inactividad es negligente*” y ha de sujetarse a responsabilidad.

También ha tenido oportunidad la Audiencia Nacional en recordar que para considerar la existencia de *non bis in idem* es imprescindible que los hechos sean idénticos. De ahí que confirmara las sanciones impuestas por la concurrencia de dos infracciones, las tipificadas en los artículos 99 i) y 100 n) de la LMV, al tratarse de distintos hechos (sentencia de 29 de septiembre de 1997, RJCA 1812)⁽¹⁵⁾.

2. El ámbito subjetivo de la potestad sancionadora

Una de las características más singulares del Derecho administrativo sancionador frente al Derecho penal es la posible exigencia de responsabilidad a las personas jurídicas. Esta previsión es esencial en este sector, pues su inadmisibilidad haría ineficaz e inoperantes la práctica mayoría de las medidas de reacción del Ordenamiento jurídico, ante la facilidad de constituir entidades, cuando no la necesidad de que los actores de las relaciones de intermediación financiera sean personas jurídicas.

Es doctrina constitucional que esta singularidad no quiebra los principios jurídicos, en el sentido de exigir la existencia de alguna voluntariedad, de cierta

(15) Ya con anterioridad se había reiterado este aserto, en la STS de 17 de noviembre de 1993 (RJ 8367) o en la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid, de 19 de octubre de 1994, que confirmó la existencia de dos bienes jurídicos distintos en el castigo del uso de información privilegiada y la posible existencia de maquinaciones para alterar el precio de las cosas.

culpabilidad, en la actuación infractora⁽¹⁶⁾. La Audiencia Nacional, al conocer de los recursos contra las decisiones ministeriales que imponen sanciones por infracciones bursátiles, ha recordado esta doctrina y ha explicado cómo, aunque falta en puridad un auténtico elemento volitivo en las personas jurídicas, las mismas tienen la capacidad de infringir el ordenamiento bursátil y, en consecuencia, debe imputárseles las conductas ilícitas cuando mantienen y alteran mediante operaciones la cotización de un valor (sentencia de 29 de septiembre de 1997, RJCA 1812).

Junto a la responsabilidad de las personas jurídicas, la LMV también atribuye responsabilidad a aquellas personas que “ostentan cargos de administración y dirección” (art. 95 LMV)⁽¹⁷⁾. La determinación del ámbito de este concepto se realiza en el mismo precepto, que no se centra sólo en los “administradores”, sino que se extiende hasta los “directores generales y asimilados”. Sin embargo no parecen suficientes estas precisiones, pues se percibe cierta dificultad de apreciación ante las múltiples variedades de organización interna que pueden adoptar las personas jurídicas⁽¹⁸⁾. Por ello, será conveniente precisar en cada caso concreto la posible exigencia de responsabilidad en la que incurre el directivo de la sociedad. En todo caso, hay que recordar que la reciente reforma de la LMV, en virtud de la citada Ley 37/1998, ha modificado la redacción originaria de este artículo 95 y alude a los cargos que ejerzan la administración “de hecho o de derecho”, así como a la “alta dirección”. Será, en consecuencia determinante para imponer una sanción la acreditación mediante las oportunas pruebas de las efectivas facultades del directivo.

En este sentido, puede resultar ilustrativa la sentencia de la Audiencia Nacional de 7 de julio de 1997 (RJCA 1631) que confirmó la sanción impuesta a un directivo de una entidad financiera porque se comprobó que, por un lado, durante un largo período de tiempo había sido el único directivo de la entidad y,

(16) En concreto, sentencia 246/91, de 19 de diciembre. Sobre la misma pueden leerse los comentarios de B. LOZANO, “La responsabilidad de la persona jurídica en el ámbito sancionador administrativo (a propósito de la sentencia del TC 246/1991, de 19 de diciembre), RAP, núm. 129, págs. 211 y ss.

(17) Este precepto tiene un claro antecedente en el artículo 1.4 de la LDIEC, cuya redacción prácticamente reitera. Sobre el mismo pueden verse las consideraciones realizadas por T.R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ en la obra que dirige *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, cit., pág. 34; S. MARTÍN RETORTILLO, *Derecho Administrativo Económico*. La Ley, pág. 170 del segundo tomo y M. BROSETA, “Referencias al régimen de los bancos”, RDBB, núm. 28, págs. 739 y ss.

(18) En este sentido puede verse J. QUIJANO, “Responsabilidad administrativa en la reciente legislación de crédito, seguro y mercado de valores: algunas cuestiones substantivas”, RDBB, núm. 34, págs. 293 y ss.

por otro lado, se aportaron faxes firmados únicamente por él, donde se especificaban las órdenes de las operaciones. En otras sentencias se confirmó el carácter de “responsable de las gestiones”, el papel relevante en la empresa por la “participación en planes estratégicos” (sentencias de la Audiencia Nacional de 4 y 11 de marzo de 1994).

3. Precisiones sobre algunas infracciones bursátiles

Tiene, a mi juicio, también interés conocer las precisiones que han realizado los Tribunales a la hora de admitir que diversas conductas y actuaciones queden incluidas en las infracciones tipificadas en la LMV. Frente a otros sectores del Ordenamiento, donde la interpretación de las infracciones no deja margen alguno a la duda y es relativamente fácil acreditar la comisión de una infracción, en el sector financiero, la labilidad y maleabilidad de las operaciones bursátiles, la agilidad y celeridad de las negociaciones, la complejidad en el entramado de sociedades, la concurrencia de multitud de agentes y personas interpuestas, son circunstancias, entre otras, que dificultan en algunas ocasiones determinar la comisión de una infracción. De ahí la utilidad de esta doctrina jurisprudencial que analiza ya algunas situaciones, facilitando la futura aplicación de los preceptos.

A) Las prácticas que alteran la libre formación de los precios

Los mercados de valores sólo pueden consolidarse garantizando la libre formación de los precios. Esta es la pieza clave de los mercados, como ya se dijo, y el fin que ha de perseguir la intervención pública, junto con la transparencia del mercado y la protección de los inversores. De ahí que todo aquello que falsee el mercado, que altere el juego bursátil sea considerado muy pernicioso y, por ello, calificado como infracción muy grave [art. 99 i) LMV].

La claridad de esa idea no se corresponde con una convicción diáfana de cuáles son las “prácticas” a las que alude la Ley como constitutivas de la infracción. La indeterminación del concepto debe ser analizado en cada situación para poder precisar si una concreta operación o unas negociaciones han constituido “prácticas que falsearon el mercado”.

Varias son las sanciones que se han impuesto por la apreciación de esta infracción y las sentencias, que han resuelto los recursos planteados contra las mismas, contienen precisiones importantes sobre la interpretación y aplicación de este precepto.

Así, la Audiencia Nacional ha recordado que el bien jurídico que protege la tipificación de esta infracción es “la libre y correcta formación de los precios para garantizar la transparencia del mercado y la igualdad de oportunidades entre los inversores” (sentencia de 16 de abril de 1997, RJCA 1518) y que “la infrac-

ción se consuma cuando las prácticas en cuestión logran que se forme el precio del valor fuera del libre juego de la oferta y la demanda” (sentencia de 7 de julio de 1997, RJCA 1632)

En otra sentencia, la Audiencia Nacional confirmó la sanción impuesta al entender que se había acreditado la comisión de esta infracción en las operaciones realizadas entre entidades pertenecientes al mismo grupo y vinculadas entre sí. Estas transacciones habían conseguido mantener estable la cotización del valor de una de las empresas del grupo y, al mismo tiempo, disimular su nivel de autocartera (sentencia de 14 de abril de 1997, RJCA 1516).

También se ha precisado que las “prácticas” a las que alude la Ley no tienen por qué producirse en un corto período de tiempo. Falsear el mercado puede conseguirse con pocas o muchas operaciones que generen la impresión de una estabilidad en el mercado, de existencia de una continua oferta y demanda. Lo frecuente puede ser que se sucedan las operaciones de manera conjunta (sentencia de la Audiencia Nacional de 7 de marzo de 1994). Lo que sí exige el tipo infractor es que ese tiempo de “falso mercado” esté *definido*. Que se concrete el período en el cual se realizaron las “prácticas” ilegales (sentencia de 29 de septiembre de 1997, RJCA 1812).

Otra precisión importante es la de que la infracción se consuma con las operaciones que falsean el mercado, con las “prácticas” en sí, sin necesidad de que se dirijan a otra finalidad ilícita. No se requiere la consecución de un fin ilícito posterior para entender que se ha producido esta infracción (sentencias de la Audiencia Nacional de 16 de abril y 7 de julio de 1997, RJCA 1518 y 1631). En fin, también la Audiencia Nacional ha afirmado que esta infracción no incluye entre sus elementos esenciales la obtención de un lucro (sentencia de 7 de julio de 1997, RJCA 1631).

B) Actos fraudulentos, transferencias simuladas y utilización de personas interpuestas

Dos son realmente las infracciones que se tipifican en la expresión contenida en la letra s) del art. 99 de la LMV. Una, la realización de actos fraudulentos, fraude de ley que se puede conseguir mediante la utilización de personificaciones interpuestas. Dos, la simulación de operaciones. Sin embargo, a pesar de describirse distintas perspectivas la complejidad en la realización de algunas operaciones bursátiles puede conducir a que se aprecie la comisión de ambas infracciones en una misma operación. Así sucedió con la negociación que dio origen a la sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de mayo de 1997 (RJCA 1574). Un intermediario financiero había simulado la existencia de órdenes dadas por distintas personas, entre ellas, una sociedad suiza. En el procedimiento sancionador se acreditó no sólo que no había ninguna orden, lo que constituía la simulación de transacciones, sino que además, con relación a la

sociedad suiza, que existía en realidad, estaba domiciliada en distinta localidad a la señalada por el infractor y desconocía la operación, esto es, se había producido también la otra infracción, pues se había utilizado a una persona interpuesta para la comisión de actos ilícitos. Las operaciones ilícitas consistieron en que el intermediario financiero, tras ejecutar las órdenes ficticias, se aplicaba a su favor los títulos suscritos, lo que condujo a desvirtuar las condiciones establecidas por la sociedad emisora mediante engaños.

La Audiencia Nacional, tras recordar que son dos los tipos de infracciones, por un lado el fraude y por otro la simulación, y pese a que estaban plenamente probados los hechos, que suponían la realización de las dos conductas tipificadas, confirmó la imposición de una única sanción, por ser esa la solución más favorable al infractor.

En consecuencia, las operaciones ilícitas pueden subsumirse en uno o en los dos tipos regulados, aunque en la mayoría de las ocasiones en que se han sancionado conductas en virtud de este precepto se ha debido a la interposición de personas interpuestas para la consecución de actos ilícitos. Así, en las situaciones que dieron origen a las dos sentencias de la Audiencia Nacional de 7 de julio de 1997 (RJCA 1631 y 1632), donde se multiplicaron las operaciones bursátiles, utilizando la identificación incluso de cercanos familiares como una abuela, con el fin de conseguir la apariencia de que había una activa negociación sobre determinado valor, que las órdenes de compra eran siempre casadas y existía una tendencia al alza de la cotización.

También se confirmó la sanción por la comisión de esta infracción al acreditarse que la creación de una sociedad limitada tuvo como único objetivo la adquisición de unas acciones, que no podía adquirir lícitamente el propietario de la nueva sociedad, porque el incremento de su participación haría necesaria la formulación de una oferta pública de adquisición. Además, la contraprestación de la adquisición de esas acciones se obtuvo mediante un crédito bancario que avaló una entidad, de la que era vicepresidente el propietario de la nueva sociedad limitada. Se había conseguido así que aparentemente, frente a terceros, las acciones tuvieran como titular a una nueva sociedad, mientras que en realidad pertenecían al propietario que había conseguido mediante esta operación eludir la normativa bursátil, que imponía la obligatoria presentación de una oferta pública de adquisición para incrementar su participación (sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de junio de 1997, RJCA 1527).

C) La resistencia a la actuación inspectora

Varios son también ya los pronunciamientos que han precisado la infracción tipificada en la letra t) del art. 99 de la Ley, pues no es nada infrecuente que para el adecuado ejercicio de las funciones que tiene encomendadas la Comisión nacional del mercado de valores, se precise la colaboración de las personas

y entidades que intervienen en el mercado y, por ello, se les requiera informaciones, que no puede obtener por otros medios la Comisión. La eficaz consecución de las funciones públicas, que no se paralice o impida la actividad garantista de la Administración, es la idea que justifica esta infracción.

La Audiencia Nacional ha confirmado que para que se aprecie la comisión de esta infracción no es en absoluto precisa la existencia de una estricta “actuación inspectora” por parte de la Comisión nacional con relación a la persona a la que se le requiere la información. Se interpretan, así, en términos muy amplios los vocablos “actuación inspectora”, como toda aquella actuación administrativa que se dirige a verificar y comprobar determinados hechos⁽¹⁹⁾. En el caso concreto, que da lugar a la sanción recurrida, se había solicitado a una sociedad intermediaria información relativa a las órdenes que había recibido, relativas a una sociedad que se investigaba (sentencia de 19 de mayo de 1997, RJCA 1636).

También se ha afirmado que la “resistencia”, a la que alude el precepto, no implica necesariamente una actitud combativa u obstaculizadora de la investigación, ni tampoco una conducta omisiva; sino que también incluye aquellas actuaciones que permiten eludir el hecho de facilitar la información requerida e, incluso, por ejemplo, la entrega de información falsa. En uno de los casos, se había entregado primero a la Comisión nacional un listado de órdenes incompleto y parcial, con importantes omisiones, que luego se comprobó que tenían el carácter de sustancial para el expediente sancionador que se tramitaba, y que, sólo después de varios meses, cuando un periódico difundió la información completa, se envió a la Comisión un segundo listado de las órdenes (sentencia de la Audiencia Nacional de 19 de mayo de 1997, RJCA 1636). En conclusión, la “resistencia” no se ha interpretado sólo como oposición a la actividad investigadora, sino también como entorpecimiento al facilitar datos falsos y erróneos, en otros términos, cuando no se presta la colaboración exigida (sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de octubre de 1996, RJCA 1456).

D) Otras infracciones

Existen, en fin, otras sentencias que han confirmado sanciones impuestas como consecuencia de la comisión de infracciones bursátiles, pero con menor doctrina que no hace conveniente su tratamiento independiente.

(19) Con anterioridad se había fijado ya este amplio criterio por la jurisprudencia afirmando, incluso, que estas actuaciones, que pueden ser anteriores al formal inicio del procedimiento sancionador no lesionan derechos fundamentales ni originan indefensión (STS de 13 de marzo de 1996, RJ 2770, que confirmó la sentencia de la Audiencia Nacional de 26 de marzo de 1993 relativa a una infracción por uso de información privilegiada).

Así, la sentencia de la Audiencia Nacional de 4 de junio de 1997 (RJCA 1524) atendió a la situación de elusión de la formulación de una oferta pública de adquisición y declaró que incurría en la comisión de la infracción tanto quien compraba de manera directa los valores, como también quien lo hacía de manera indirecta e, incluso, de forma concertada. Otra interpretación más restrictiva del precepto, en el sentido de exigir en el infractor la condición de adquirir él sólo las acciones y de manera directa privaría de gran parte de eficacia esta medida de reacción en un ámbito donde es relativamente fácil utilizar personas interpuestas y distribuir entre varias entidades el control de otras sociedades.

Esta misma idea de conseguir la eficacia en el cumplimiento de la normativa bursátil a pesar de complejos entramados de sociedades y personificaciones interpuestas es la que conduce a ratificar que la infracción relativa a la falta de comunicación de participaciones significativas no sólo obliga a la sociedad filial a comunicar las adquisiciones, sino también a la sociedad dominante (sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de junio de 1997, RJCA 1526).

En fin, con relación a la tipificación de la infracción por utilizar información privilegiada, la Audiencia Nacional ha admitido que la definición de este concepto es clara en la LMV y en sus disposiciones de desarrollo y que no es posible precisar cuáles son las informaciones “concretas” que pueden originar la infracción (sentencia de 4 de junio de 1997, RJCA 1346). Afirmación lógica, pues muchos son los hechos relevantes para la evolución de los mercados y no sería conveniente constreñirlos a un anuncio de oferta pública de adquisición, ampliaciones de capital u otros más tradicionales⁽²⁰⁾.

4. Las sanciones

En la mayoría de las sentencias la Audiencia Nacional ha confirmado las sanciones impuestas por las infracciones bursátiles, incluso aunque las mismas fueran las máximas posibles. Para permitir esa graduación máxima se han admitido como circunstancias a considerar la gravedad de las actuaciones ilícitas y trascendencia en la opinión pública (sentencia de 16 de abril de 1997, RJCA 1518); o el número y entidad de las operaciones ilícitas, las nefastas consecuencias en la confianza de los inversores y en el funcionamiento del mercado, así como la posible repercusión en la honorabilidad atribuible a otros intermediarios (sentencia de 7 de julio de 1997, RJCA 1632).

Únicamente en una sentencia se redujo la sanción económica impuesta, en virtud de la aplicación del tradicional principio punitivo de aplicar siempre la

⁽²⁰⁾ De manera más amplia sobre la información privilegiada puede verse D.J. GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Mc. Graw Hill, 1997.

norma más beneficiosa al infractor. Fue la sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de octubre de 1996 (RJCA 1456) que había utilizado como criterio para determinar la cuantía de la multa la cifra de recursos propios de los que disponía la entidad financiera. Se suscitó el problema de determinar a qué recursos propios se podía referir la Ley, si a los declarados en el momento de la comisión de la infracción o a los existentes en el momento de dictarse la resolución sancionadora. La Audiencia, tras reconocer que la Ley no distinguía el momento para computar esos recursos, declaró que debía aplicarse la norma más beneficiosa y, en consecuencia, acudirse a los declarados en el año en que se resolvió el procedimiento sancionador y no a los declarados en el año en que se produjo la infracción.

VI. LA ÚLTIMA REFORMA DE LA LEY

Con motivo de la necesaria adaptación del Ordenamiento español a la Directiva relativa a los servicios de inversión (Directiva 93/22, de 10 de mayo)⁽²¹⁾, que tenía que haberse producido antes del 31 de diciembre de 1995, acaba de publicarse la reforma de la LMV en virtud de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre. El contenido esencial de este proyecto es, lógicamente, la incorporación de la citada Directiva que pretende garantizar la libertad de establecimiento y de prestación de servicios de las “empresas de inversión”, de tal modo que se exija sólo una autorización, que servirá como “pasaporte comunitario”, para poder actuar en los países miembros de la Comunidad. Esta reforma implica la necesaria modificación de varios aspectos del régimen actual de la LMV, no sólo con relación a los intermediarios financieros, sino también el régimen de los mercados secundarios, la creación de un fondo de garantía, similar al ya existente en el sector bancario y, también, las normas de supervisión y sanción⁽²²⁾. En este último aspecto, que es el que interesa a los efectos de este trabajo, existen algunas novedades dignas de comentario.

Así, en primer lugar, deberá tenerse en cuenta que las competencias de supervisión y sanción de la Comisión nacional del mercado de valores se extenderán a las sucursales existentes en España de empresas y entidades de servicios de inversión o de crédito, que hayan sido autorizadas por cualquier país comunitario, así como a las sucursales de intermediarios españoles establecidas en cualquier país comunitario. Pero estas facultades de inspección no impedirán ni

(21) Sobre la misma puede verse el comentario de J. ABELLA, “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del mercado de valores”, RDBB, núm. 53, págs. 55 y ss.

(22) En este sentido puede verse A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del mercado de valores”, RDBB, núm. 62, págs. 357 y ss.

limitarán las que corresponden también a las autoridades competentes del Estado comunitario que haya otorgado la autorización o en el que se encuentre la sucursal de la entidad española (nueva redacción del art. 85.2.2º, párrafos 3 y 5).

La Comisión nacional podrá también supervisar, inspeccionar y sancionar a las empresas de servicios de inversión comunitarias con relación a las operaciones y actuaciones que realicen en España. En este caso, la Comisión deberá remitir la debida comunicación a las autoridades del país comunitario que ha otorgado la autorización (art. 85.2 párrafo 3º).

Será conveniente, en consecuencia, estrechar los lazos y relaciones con las autoridades competentes de los países miembros, para que una completa información impida prácticas abusivas o incorrectas en el más extenso espacio europeo.

Otra importante novedad, a mi juicio, es la posibilidad de que el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión nacional, pueda “condonar, total o parcialmente, o aplazar el pago de las multas impuestas a personas jurídicas cuando hayan pasado a estar controladas por otros accionistas después de cometerse la infracción, estén incurso en un procedimiento concursal o se den otras circunstancias excepcionales que hagan que el cumplimiento de la sanción en sus propios términos atente contra la equidad o perjudique a los intereses generales” (art. 98.6). Esta previsión, que quizá sorprenda en su primera lectura, tiene sin embargo una sólida razón que la ampara.

Ya ha ocurrido, y puede volver a producirse que, tras la imposición de cuantiosas multas pecuniarias a una entidad financiera, un distinto grupo adquiera la empresa sancionada y se incorpora un nuevo equipo administrador, diferente totalmente a los que cometieron las infracciones o incurrieron en conductas ilícitas. No parece del todo adecuado que se mantenga el lastre de una gran sanción, que repercutirá sobre la nueva gestión de los administradores y sobre los accionistas y posibles inversores que, probablemente, nada hayan tenido que ver en la comisión de las infracciones realizada por los antiguos gestores. En estas situaciones tan singulares no parece desequilibrada la reserva a favor del Ministro de una cierta facultad de ponderación y adopción de medidas equitativas. Hay que tener en cuenta que muchas de las infracciones se cometen normalmente por personas físicas, los consejeros, administradores o directores de las entidades de inversión o de las sociedades cotizadas que, por ejemplo, pueden multiplicar las transacciones para ofrecer una apariencia de estabilidad de la cotización, pueden simular operaciones financieras, pueden realizar actividades que no tienen autorizadas, incumplir las reglas de contratación, etc. En estos casos, la sanción económica que se imponga a la sociedad afectará directamente a su patrimonio, incidirá en el reparto de dividendos a los accionistas y, si está admitida a cotización, en el posible rechazo por los inversores a adquirir ese valor y consiguiente tendencia a la baja de su cotización. De

ahí esta previsión que no implica una renuncia al ejercicio de la potestad sancionadora, sino sólo una reserva ante situaciones ciertamente especiales.

Eso sí, estas medidas de ponderación de las consecuencias de la sanción, como no podía ser menos no se extenderán en ningún caso a los infractores, a los cargos de administración y dirección que cometieron la infracción, como advierte este mismo precepto *in fine*.

La reforma crea, además, un nuevo registro en la Comisión nacional en el que se harán constar las sanciones impuestas, con la excepción de la amonestación privada. Además, la difusión de las sanciones muy graves se realizará por medio del Boletín Oficial del Estado y las que afecten a cargos de administración, como las de suspensión y separación, se inscribirán en el Registro Mercantil (art. 92.3 y 5).

Otras novedades del proyecto de reforma se refieren a la modificación de los tipos de infracciones. Existe una modificación con el fin de adecuar las infracciones al nuevo régimen de las entidades de servicios de inversión, pero también se da nueva redacción perfilando los elementos descriptivos de algunas infracciones que antes eran más difusos y genéricos. Además se añaden nuevos tipos no previstos con anterioridad y que suponen conductas claramente contrarias al Ordenamiento bursátil, como el incumplimiento de los requisitos esenciales de las operaciones, la obtención de las autorizaciones incurriendo en falsedad o la realización de operaciones societarias sin las preceptivas autorizaciones, infracciones graves que se recogen en las nuevas letras v), w) y x) del art. 100.

La reforma de la LMV puede, en conclusión, suponer un avance en la conveniente precisión del Derecho sancionador del mercado de valores. Sin embargo, no hay que desconocer que las prácticas financieras y, de manera especial las bursátiles, tienen incorporados elementos de difícil comprensión por el Derecho sancionador. Siempre existirá la intención de buscar fórmulas y operaciones más rentables, porque la actividad financiera se apoya en cierta medida en el *alea*, en el riesgo de apostar por una posición o jugar con el dinero; y no es infrecuente que en esa búsqueda aparezcan actuaciones no claramente perfiladas en la ley. En estos casos, el problema será determinar si esas conductas elusivas constituyen fraude de ley. Tampoco puede desconocerse que el juego de las transacciones financieras permite multiplicar las operaciones y elevar sin ningún control y sin ninguna razón objetiva el precio de los valores. El precio del mercado es aquel que ofrece el comprador, sin mayor referencia a datos objetivos en muchas ocasiones. De ahí que la generación de plusvalías “extrañas” sea difícilmente controlable por las autoridades financieras... En fin, la acreditación de información privilegiada no será siempre tarea fácil y es el objetivo de los operadores del mercado, porque la información siempre será la mercancía de más valor.

Muchos son, en consecuencia, los flecos que siempre aparecen al intentar aprehender y cercar con un sistema sancionador el mudable y volátil mundo bursátil. Solo queda desear que las autoridades administrativas sigan manteniendo su eficaz actuación, que consiga consolidar la confianza de los inversores en un fuerte y transparente mercado y evitar así la convicción que expresa Sir Robert (uno de los personajes de la obra *Un marido ideal* de Oscar Wilde) de que *“la información confidencial constituye, prácticamente, el origen de todas las grandes fortunas modernas”*.

3. VALORES NEGOCIABLES

LAS PARTICIPACIONES COMO VALORES MOBILIARIOS NEGOCIABLES

VÍCTOR CERVERA-MERCADILLO

Doctor en Derecho. Abogado

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN.
 - 1. Noción y naturaleza jurídica.**
 - 2. Características definitorias de las participaciones.**
 - A) Igualdad de contenido.
 - B) Acumulabilidad.
 - C) Indivisibilidad.
 - D) Nominatividad.
 - E) Ausencia de valor nominal.
 - F) Número indefinido.
 - 3. Participaciones y regulación sobre emisiones y OPVs.**
-

III. FORMAS DE REPRESENTACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN.

1. **Representación mediante certificados.**
2. **Representación mediante anotaciones en cuenta.**

IV. LA SUSCRIPCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN.

1. **Generalidades. Naturaleza jurídica.**
2. **Práctica de la suscripción.**
3. **Precio de la suscripción de participaciones.**
4. **Satisfacción de la demanda de suscripción.**

V. NEGOCIOS SOBRE LAS PARTICIPACIONES: CIRCULACIÓN Y CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES.

1. **Generalidades.**
2. **Transmisión de participaciones representadas mediante títulos.**
3. **Transmisión de las participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta.**
4. **Constitución de derechos reales.**

VI. EXTINCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN.

1. **El reembolso de la participación.**
2. **Extinción de las participaciones por desaparición del FII.**

VII. BIBLIOGRAFÍA CITADA.

I. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo pretende servir como instrumento de aproximación al régimen propio de las participaciones de fondos de inversión en general. En esta exposición se parte de la caracterización básica del fondo como patrimonio separado en situación de cotitularidad, que comparten los partícipes, y sometido a un régimen comunitario especial, de conformidad con lo que dispone, entre otros preceptos, el artículo 2.2 de la LIIC. Por ello, se asume la consideración de la participación como valor que incorpora una cuota de titularidad sobre el patrimonio que el fondo comprende, rechazándose tácitamente aquellas otras opciones interpretativas que parten de la incorporación a la participación de un derecho asociativo ejercitable en el propio fondo o de un crédito contra la entidad encargada de su gestión⁽¹⁾ (ya que estas posiciones sólo pueden defenderse partiendo de la caracterización societaria del fondo o de la atribución de la titularidad del patrimonio que integra a la sociedad gestora, soluciones ambas contrarias al sentido general de la regulación española sobre fondos de inversión).

II. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN

1. Noción y naturaleza jurídica

El régimen jurídico básico de las participaciones en fondos de inversión se recoge, fundamentalmente, en los arts. 9.1 y 20 de la LIIC y 12.2, 41, 42 y 74.4 del RLIIC. El tenor de tales preceptos permite aplicar a las participaciones la noción general formulada por el profesor DUQUE DOMÍNGUEZ⁽²⁾, según la cual cada participación se define como derecho del inversor (partícipe) en un fondo de inversión. Precizando el alcance de tal concepto, la participación puede caracterizarse actualmente como el valor que incorpora cada una de las cuotas-parte en que se divide el dominio del patrimonio comprendido en el fondo, cuya titularidad confiere al partícipe la condición de copropietario de tal

(1) SÁNCHEZ CALERO, F., “Acto de Apertura”, en *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, VV.AA., Bilbao, 1974, p. 13, y DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados en los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en *Coloquio...*, cita., p. 362.

(2) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 327.

masa patrimonial y le atribuye los derechos que, según la regulación aplicable, derivan de tal condición (art. 20 LIIC)⁽³⁾.

La naturaleza jurídica de la participación es la de un valor mobiliario negociable (art. 20.1 LIIC). La participación es, en primer lugar, un valor, ya que, con independencia de que se encuentre cartular o tabularmente representada, constituye el soporte material o inmaterial para la incorporación de un derecho o conjunto de derechos. Además, las participaciones se caracterizan como valores mobiliarios, toda vez que son objeto de emisión en serie y no de manera aislada o particular. Por último, estos valores presentan una naturaleza negociable, ya que pueden ser objeto de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de carácter financiero [art. 2.2.f) RD 291/1992]⁽⁴⁾.

2. Características definitorias de las participaciones

A) Igualdad de contenido

La primera nota definitoria de las participaciones radica en la plena igualdad de contenido que afecta a todas las que incorporan fracciones de la titularidad del mismo fondo de inversión (art. 20.1 LIIC)⁽⁵⁾. Por ello, resulta técnicamente inviable la configuración de series o clases diferenciadas de participaciones, ya que la exclusión de diferencias o privilegios se proyecta categóricamente tanto sobre el plano económico como sobre el administrativo⁽⁶⁾.

(3) POLO, E., *Los Llamados Fondos Inmobiliarios en el Marco Jurídico de la Inversión Colectiva*, Málaga, 1973, pp. 13-14, TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria: La Orden de 24 de septiembre de 1993”, RDBB, 52 (1993), pp. 1220-1221 y *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998, p. 165 y FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión a través de Instituciones de Inversión Colectiva”, RDBB, 51 (1993), pp. 714-716.

(4) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II (20ª edición), Madrid, 1997, pp. 10-11 y 18-19 y MADRID PARRA, A., “Instituciones de Inversión y Financiación Colectiva”, en *Derecho Mercantil*, vol. I, VV.AA. bajo la dirección de G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Barcelona, 1995, p. 415.

(5) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión)”, en *Derecho del Mercado Financiero*, vol. I, VV.AA. bajo la dirección de A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS Y SÁNCHEZ, Madrid, 1994, p. 330.

(6) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones...”, en *Coloquio...*, cita., p. 328, VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica de los Fondos de Inversión en el Derecho Español*, tesis doctoral, Pamplona, 1993, p. 283 y GOULD, J. B./LINS, G. T., “Unit Investment Trusts: Structure and Regulation under the Federal Securities Laws”, *Bus. Law*, 43 (1988), pp. 1182-1183.

No obstante lo expuesto, cabe la posibilidad de que, en la práctica, se configuren de manera indirecta determinados privilegios económicos mediante la articulación de diversas categorías de comisiones que atiendan en progresión decreciente al volumen global de la suscripción efectuada⁽⁷⁾. En efecto, no existe en la regulación vigente ninguna disposición que excluya directamente la presente posibilidad (arts. 22 LIIC y 45 RLIIC). En cualquier caso, debe hacerse notar que tales diferencias implican una ventaja en favor de los suscriptores más dotados económicamente, por lo que, a nuestro juicio, contravienen una de las finalidades esenciales propias de cualquier IIC, cual es la de facilitar el acceso del ahorrador modesto a la actividad inversora⁽⁸⁾.

B) Acumulabilidad

Las participaciones del fondo, como valores mobiliarios emitidos en serie, son acumulables. Así, un mismo partícipe puede ser titular de varias participaciones incrementando cuantitativamente, en esa misma medida, el volumen global de la cuota de titularidad que le corresponde y, correlativamente, el de los derechos vinculados que ostenta. La acumulabilidad puede ser objeto de limitación contractual en algunos casos, ya que normativamente se autoriza la introducción de restricciones cuantitativas en el reglamento de gestión del fondo que impidan al partícipe la superación de determinadas magnitudes de participación [art. 35.1.i) RLIIC]. Por su parte, la acumulabilidad opera de forma limitada en los fondos inmobiliarios, en la medida en que, con relación a estas entidades, se prevé un volumen máximo de participación directa o indirecta de cada inversor equivalente al 25% del importe del patrimonio integrado en la entidad (art. 20.2 OMEH de 24 de septiembre de 1993)⁽⁹⁾. La presente restricción normativa se basa, fundamentalmente, en el grave riesgo de iliquidez que una solicitud cuantiosa de reembolso de participaciones puede implicar en estos casos, dado el carácter acusadamente ilíquido del patrimonio que el FII comprende.

(7) GOULD, J. B./LINS, G. T., "Unit Investment Trusts...", cita., *Bus. Law*, 43 (1988), p. 1193.

(8) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., "Participaciones...", en *Coloquio...*, cita., pp. 328-329. En cualquier caso, conviene hacer notar que tal finalidad queda desdibujada tras la reforma de la LIIC que se ha efectuado mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (Disp. Ad. Primera), toda vez que tal texto prevé la posibilidad de creación de fondos cuyos partícipes sean únicamente inversores institucionales o profesionales (nuevo artículo 23 quáter).

(9) TAPIA HERMIDA, A. J., "Fondos y Sociedades...", cita., *RDBB*, 52 (1993), p. 1221 y LÓPEZ PASCUAL, J., *Los Fondos de Inversión. Cien Preguntas Clave y sus Respuestas*, Madrid, 1995, p. 199.

Conviene hacer notar que, en aquellos casos en que un determinado partícipe alcance la titularidad directa o indirecta de un volumen global de participación equivalente al 20% del patrimonio integrado en el fondo, la sociedad gestora debe comunicar tal circunstancia a la CNMV (arts. 5 LIIC y 5 y 6 RLIIC).

C) Indivisibilidad

Pese a que la presente característica no se enuncia expresamente en la vigente regulación sobre fondos de inversión, puede deducirse de la operatividad del principio de igualdad antes enunciado, ya que la división de la participación comportaría la configuración de participaciones diferentes.

La indivisibilidad de la participación constituye expresión del carácter de fracción mínima de la titularidad del patrimonio comprendido en el fondo de inversión que normativamente se atribuye a estos valores mobiliarios⁽¹⁰⁾. Por tal motivo, en aquellos supuestos en los que la titularidad de una o varias participaciones corresponda a varias personas, se suscitara una situación de copropiedad de los valores mobiliarios afectados que, dada la ausencia de régimen específico, debe entenderse analógicamente sometida a la regulación de la copropiedad de acciones (art. 66 LSA) y a la normativa general sobre comunidad de bienes y derechos (arts. 392 y ss. CC).

D) Nominatividad

Las participaciones del fondo de inversión deben ser necesariamente nominativas (art. 20.1 LIIC). Por ello, estos valores serán objeto de representación a través de certificados nominativos o anotaciones en cuenta⁽¹¹⁾. Podrán ostentar la condición de partícipes las personas físicas y las jurídicas en general, incluidas la sociedad gestora y la entidad depositaria que se encarguen de la administración del fondo. Sin embargo, la gestora no podrá destinar a la adquisición de participaciones de los fondos administrados los recursos patrimoniales que estén adscritos al mantenimiento de los niveles propios mínimos que se imponen normativamente [art. 53.1.d) RLIIC].

(10) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cita., vol. I, pp. 577 y 323 (con relación a las acciones).

(11) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., "Participaciones y Certificados...", en *Coloquio...*, cita., pp. 329-330, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., pp. 312-313 y 330 y FARRANDO MIGUEL, I., "La Inversión...", cita., RDBB, 51 (1993), p. 717. Según mantiene el último autor citado, cabe entender implícita en la regulación vigente la exigencia de llevanza de un libro-registro de participaciones en estos supuestos aun cuando tal normativa no lo impone expresamente.

La nominatividad de las participaciones del fondo de inversión permite un inmediato conocimiento de la situación de titularidad del fondo de inversión (identidad de los cotitulares y del número total de participaciones que cada uno de ellos ostenta) ⁽¹²⁾. Ello resulta, por ejemplo, imprescindible a los efectos del artículo 20, apartados 1 y 2, de la OMEH, sobre volumen máximo de participación en los FII.

E) Ausencia de valor nominal

Los fondos de inversión no están dotados de una cifra contable o formal de capital, ya que estas entidades presentan siempre un carácter abierto o semiaabierto que, posibilitando la emisión o reembolso continuos de las participaciones en la mayoría de los supuestos, impide la determinación estable de tal cifra ⁽¹³⁾. No existiendo dotación de cifra de capital, desaparece el referente contable que podría permitir la atribución de valor nominal a las participaciones del fondo, ya que éste constituye submúltiplo de aquel.

De lo expuesto se deduce que las participaciones carecen de valor nominal, presentando únicamente un valor real (valor liquidativo) ⁽¹⁴⁾, resultante de dividir el importe neto del patrimonio del fondo entre el número total de participaciones en circulación y que constituye la contrapartida patrimonial efectiva de cada participación, y un valor de mercado, que consiste en el precio efectivo de transmisión derivativa de la participación ⁽¹⁵⁾. El valor verdaderamente relevante de las participaciones será el real o liquidativo, ya que la naturaleza abierta o semiabierto de los fondos antes aludida favorece el desarrollo ilimitado de las adquisiciones originarias en detrimento de las derivativas y permite al partícipe solicitar el reembolso a la propia entidad emisora de los valores. Se garantiza y fomenta, así, una negociación global de los valores con tal entidad emisora que reduce la relevancia de la potencial negociación con terceros, máxime atendiendo a las características típicas del inversor-masa, normalmente falto de preparación técnica especializada ⁽¹⁶⁾.

(12) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cita., vol. I, pp. 316-317 (sobre acciones).

(13) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., pp. 312-313 y 330.

(14) VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., pp. 282-283.

(15) URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Madrid, 1996, pp. 257-258.

(16) TAPIA HERMIDA, A. J., "Fondos y Sociedades...", cita., RDBB, 52 (1993), p. 1220 (sobre las particularidades de los FII a los presentes efectos) y *Sociedades y Fondos de Inversión...*, cita., pp. 166-167.

Según se deduce de lo que ha quedado expuesto, las oscilaciones del valor liquidativo dependerán directamente de la evolución del importe neto del patrimonio integrado en el fondo⁽¹⁷⁾. La emisión o reembolso de las participaciones no determinan una alteración del valor liquidativo de las restantes, puesto que, en todo caso, tales operaciones implican un correlativo incremento o disminución del importe del patrimonio neto que el fondo comprende. Por todo ello, para la correcta determinación del valor liquidativo de la participación resulta imprescindible una adecuada valoración del conjunto de elementos patrimoniales que el fondo de inversión comprende⁽¹⁸⁾.

Dadas las características propias de los fondos de inversión como IICs, cabe apreciar la existencia de un interés público en la adecuada difusión informativa del valor liquidativo de las participaciones de los fondos. Por este motivo, se impone a cada sociedad gestora la obligación de comunicar diariamente a la sociedad rectora de la bolsa de valores ubicada en la plaza en la que radique su domicilio, o a cualquiera de tales sociedades rectoras, los valores liquidativos propios de las participaciones de los fondos administrados. Por su parte, la sociedad rectora receptora de tal información deberá publicarla en el boletín de cotización correspondiente (art. 13, apdos. 5 y 6 RLIC)⁽¹⁹⁾.

F) Número indefinido

El número de participaciones representativas de fracciones de la titularidad del patrimonio comprendido en el fondo de inversión es indeterminado. Así se desprende de lo que dispone el art. 20.3 de la LIIC, cuyo tenor consagra la indefinición del número de participaciones del fondo en circulación y su variabilidad en función de las alteraciones resultantes de la suscripción o reembolso de tales valores⁽²⁰⁾. La presente característica constituye nueva expresión del carácter total o parcialmente abierto de los fondos de inversión, y se traduce, a

(17) CNMV, Carta Circular 2/1997, de 26 de febrero de 1997, (que dispone que el valor liquidativo de las participaciones de fondos de inversión debe especificarse necesariamente en pesetas. No obstante, y previo cálculo del equivalente, podrán atenderse órdenes de suscripción o de reembolso expresadas en divisas diferentes).

(18) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 331.

(19) TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y Fondos de Inversión...*, cita., pp. 166-167.

(20) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., "Participaciones y Certificados...", en *Coloquio...*, cita., p. 332, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 331, TAPIA HERMIDA, A. J., "Fondos y Sociedades...", cita., RDBB, 52 (1993), p. 1220 y FARRANDO MIGUEL, I., "La Inversión...", cita., RDBB, 51 (1993), p. 718.

efectos prácticos, en una amplia posibilidad de ejercicio de las facultades de suscripción y reembolso que confiere notable versatilidad a la presente categoría de entidades⁽²¹⁾.

Pese a que el número de participaciones a emitir resulta, según ha quedado expuesto, indeterminado, los gestores del fondo deben conocer en cada momento cuál es la cifra exacta de participaciones en circulación, toda vez que tal información resulta imprescindible para la determinación del valor liquidativo de estos valores. En este sentido, debe recordarse que, según lo que establece, entre otros, el art. 20.2 de la LIIC, el valor de cada participación será el resultante de dividir el importe que alcance el patrimonio del fondo por el número de participaciones en circulación.

La acusada variabilidad que deriva de la enunciada indefinición del número de participaciones se ve limitada en determinados supuestos en los que, previa autorización de la CNMV, cabe la suspensión de las suscripciones o reembolsos (art. 20.4 LIIC), y opera de manera restringida en los fondos inmobiliarios dado su carácter semiabierto (preámbulo OMEH de 24 de septiembre de 1993).

3. Participaciones y regulación sobre emisiones y OPVs

Según lo dispuesto en el art. 2.1.e) del RD 291/1992, regulador de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores, las participaciones de fondos de inversión merecen la consideración de valores negociables a los efectos propios de tales categorías de operaciones⁽²²⁾. Conviene analizar por separado las repercusiones de tal inclusión con relación a cada una de las dos operaciones de mercado primario referidas:

- **Emisiones:** La inclusión de las participaciones entre los valores que pueden ser objeto de emisión pública conforme a lo establecido en el texto normativo antes citado parece técnicamente acertada. Sin embargo, cabe destacar que estos valores sólo quedan limitadamente sometidos al contenido del RD, ya que son objeto de excepción general según lo que dispone el art. 6.f) de tal texto. Además, la normativa específica sobre IIC regula detalladamente los requisitos propios de la

(21) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 332.

(22) SÁNCHEZ CALERO, F., “Valores Negociables”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995, p. 54.

emisión de participaciones, lo que contribuye a restringir en mayor medida la aplicabilidad del citado RD⁽²³⁾.

- OPV: Dadas las características de las participaciones como valores reembolsables y de emisión continua, las ofertas públicas de venta se perfilan *a priori* como operaciones poco adecuadas a la naturaleza de tales valores⁽²⁴⁾. Sin embargo, cabe imaginar dos situaciones en las que la OPV de participaciones puede resultar útil o provechosa:
 - Casos de suspensión de los reembolsos o de las suscripciones, por las limitaciones a la liquidez o a la posibilidad de compra de participaciones que en estos supuestos operan.
 - Casos de fondos semiabiertos (FII), en atención a la circunstancia de que, en estos fondos, los reembolsos se periodifican restando liquidez a la inversión.

III. FORMAS DE REPRESENTACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN

Según se desprende de la puesta en relación de los arts. 9.1 y 20.6 de la LIIC y 41.4 de su reglamento, las participaciones del fondo de inversión pueden ser objeto de representación mediante certificados o a través de anotaciones en cuenta.

1. Representación mediante certificados

Como ha quedado indicado, la referencia normativa a la posibilidad de representación de las participaciones del fondo mediante certificados se contiene fundamentalmente en los arts. 9.1 y 20.6 de la LIIC. Según cabe deducir de los preceptos aludidos, las características de la participación como valor mobiliario deben llevar a la configuración del certificado correspondiente como título-valor nominativo y carente de valor nominal, representativo del número de participaciones al que su propia literalidad se refiera⁽²⁵⁾.

(23) TAPIA HERMIDA, A. J., “Excepciones Generales”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones...*, cita., pp. 164-165.

(24) Conviene recordar que las OPVs sirven, entre otras, a la finalidad de facilitar la desinversión y la consiguiente obtención de liquidez (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Definición”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones...*, cita., pp. 781 y ss.).

(25) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), pp. 716-717.

En cuanto a la fundamentación del encuadramiento del certificado de participación en la categoría de los títulos-valores, cabe indicar que la regulación vigente ofrece base normativa suficiente para la atribución de tal caracterización⁽²⁶⁾. En este sentido, debe señalarse que el art. 20.1 de la LIIC confiere expresamente a las participaciones el carácter de valores negociables, circunstancia ésta que condiciona la naturaleza que cabe atribuir al presente medio de representación de tales participaciones. Además, el certificado de participación reúne los caracteres propios de los títulos-valores, en la medida en que incorpora el derecho representado y resulta transmisible en las condiciones propias de circulación de los valores negociables en general (art. 41.4 RLIIC)⁽²⁷⁾.

Partiendo del alcance de las diversas clasificaciones de los títulos-valores comúnmente admitidas por la doctrina⁽²⁸⁾, el certificado de participación en el fondo se configura, a nuestro juicio, como título nominativo, emitido en serie (puesto que la masa de los existentes presenta idénticas características), de carácter declarativo (en la medida en que incorpora un derecho preexistente al propio título) y de naturaleza mixta representativa-participativa (ya que, sirviendo como mecanismo de representación de una fracción del dominio sobre el patrimonio que el fondo comprende, confiere a su titular una concreta posición en el ámbito de una entidad no societaria aunque dotada de organización externa)⁽²⁹⁾.

Cuestión que debe ser igualmente objeto de comentario es la relativa a la posibilidad de emitir certificados de participación múltiples, esto es, represen-

(26) POLO DÍEZ, A., “La Admisión de Valores a la Cotización Oficial”, en *Coloquio de Derecho Bursátil*, Bilbao, 1970, pp. 29 y 22 y 53-59, y DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 333 y ss.

(27) VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., p. 288 y ss. Según mantiene el autor citado, la doctrina española es unánime al caracterizar a las participaciones objeto de representación cartular como títulos-valores.

(28) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, Madrid, 1976, p. 730. El autor citado emplea designaciones diferentes, distinguiendo títulos jurídico-obligacionales, jurídico-reales y jurídico-personales.

(29) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cita., vol. II, p. 10 y ss., JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “Los Títulos-Valores”, en *Derecho Mercantil*, vol. II, cita., pp. 12 a 14, VICENT CHULIÁ, F., *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, vol. II, Barcelona, 1990, p. 607 (que manifiesta que los certificados de participación en FIM deben integrar una categoría independiente) y VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., pp. 291-292, (que, en su posición societaria, caracteriza al certificado de participación del fondo como título-valor de participación).

tativos de varias participaciones⁽³⁰⁾. En la vigente regulación sobre fondos de inversión, la posibilidad de emisión de certificados múltiples se recoge de modo expreso en el art. 12.2.a) del RLIIIC. Tal previsión reglamentaria carece de fundamento legal directo, aun cuando tampoco cabe deducir del contenido de la LIIC obstáculo alguno que impida la admisión de la presente submodalidad de representación⁽³¹⁾. En cualquier caso, la referencia a los certificados múltiples que se recoge en el precepto reglamentario aludido debe estimarse insuficiente, ya que no contiene desarrollo adecuado de la posibilidad de desglose de los títulos. Sobre la presente cuestión, debe indicarse que el sistema de representación por medio de títulos múltiples puede determinar dificultades en la transmisión de los valores así representados, ya que la transmisión parcial, referida a algunos de tales valores, requerirá del desglose del título por la entidad a la que corresponda tal atribución⁽³²⁾. Pese a la inexistencia de previsión normativa de la presente potestad, debe entenderse, a nuestro juicio, que se confiere al titular en cualquier caso, pues la solución contraria resultaría claramente opuesta al sentido general de la regulación sobre IIC e implicaría un menoscabo injustificado de la versatilidad de la posición jurídica del partícipe⁽³³⁾.

Por último, cabe indicar que la eventual configuración de títulos múltiples debe contenerse, como mención mínima necesaria, en el reglamento de gestión del fondo [art. 35.1.j) RLIIIC]⁽³⁴⁾.

2. Representación mediante anotaciones en cuenta

La posibilidad de utilización del sistema de representación de las participaciones del fondo por medio de anotaciones en cuenta se contempla expresamente en el art. 12.2.b) del RLIIIC⁽³⁵⁾. Tal disposición contiene el desarrollo normativo de la cláusula remisoria que se recoge en el art. 9.1, párr. 2º, de la LIIC, prescripción ésta que se refiere genéricamente a la posibilidad de utiliza-

(30) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), pp. 716-717.

(31) VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., p. 290.

(32) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 342 y ss. El autor citado expone que la facultad de solicitud del desglose se contemplaba expresamente en el art. 24.1 de la Orden de 1 de diciembre de 1970.

(33) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 342 y ss. y VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., p. 290.

(34) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), pp. 716-717.

(35) TAPIA HERMIDA, A. J., “El Nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva”, DN, 4 (1991), p. 3 y FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), p. 717 y ss.

ción de sistemas de representación diferentes de los certificados que sean objeto de previsión reglamentaria. La indeterminación de la presente disposición legal se debe al hecho de que el texto en que se contiene fue promulgado con anterioridad a la aprobación de la LMV, en la medida en que es la presente norma la que, con alcance general, regula por primera vez en nuestro Ordenamiento el sistema de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta⁽³⁶⁾. En cualquier caso, debe indicarse que los arts. 12.2.b) y 41.4 del RLIC declaran expresamente la aplicabilidad a las participaciones anotadas de las prescripciones generales sobre anotaciones en cuenta contenidas en la LMV (arts. 5 a 12).

Como es sabido, la representación tabular comporta una desmaterialización de los valores mobiliarios que contribuye a incrementar la agilidad en la negociación de tales valores y a disminuir los gastos inherentes a su emisión sin menoscabar la seguridad del titular, constituyendo adecuada respuesta a las necesidades derivadas del actual funcionamiento de los mercados financieros. Por ello, se trata de un mecanismo de representación cuyo uso se fomenta legalmente en detrimento del sistema documental clásico (art. 5.2º y 3º LMV, sobre la irreversibilidad del presente sistema de representación)⁽³⁷⁾.

La representación mediante anotaciones en cuenta de valores mobiliarios debe formalizarse, en condiciones normales, a través de la correspondiente escritura pública de emisión⁽³⁸⁾. La delimitación normativa del contenido de tal escritura plantea ciertos problemas interpretativos con relación a las participaciones del fondo, ya que, según lo que dispone el artículo 6 de la LMV, en ella deben especificarse el valor nominal y el número total de los valores integrantes de la correspondiente emisión. La adecuación a tales exigencias normativas de la escritura de emisión de participaciones anotadas resulta, así, dificultosa, ya que las participaciones en fondos de inversión son valores carentes de valor nominal y de emisión continua (número indefinido) que, en condiciones normales, se constituyen según la demanda existente y se extinguen en función de los reembolsos practicados. Sobre estas cuestiones, resultan interesantes las

(36) FARRANDO MIGUEL, I., "La Inversión...", cita., RDBB, 51 (1993), pp. 717-719.

(37) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cita., tomo I, pp. 365-366 y URÍA, R., *Derecho...*, cita., pp. 259-261. Dada la nominatividad tácita que deriva del presente sistema de representación, su utilización no desvirtúa la naturaleza jurídica de las participaciones del fondo deducible de los caracteres definitorios antes expuestos.

(38) Según la nueva redacción del artículo 6 de la LMV (Ley 37/1988, de 16 de noviembre), la escritura pública no será necesaria en determinados supuestos entre los que, al menos por el momento, no se incluye el de emisión de participaciones en Fondos de Inversión.

observaciones formuladas por FARRANDO⁽³⁹⁾, que parte de la exigibilidad de determinación de un número inicial de participaciones en la escritura pública de emisión. Sin embargo, no podemos compartir las soluciones ofrecidas por este autor por los motivos que se exponen a continuación:

- Según manifiesta el autor citado, en los casos de discordancia a la baja derivada de la práctica de reembolsos no será necesaria la alteración de la escritura puesto que las participaciones rescatadas subsisten como valores en cartera. Si bien la conclusión deducida parece razonable, el fundamento basado en la eventual existencia de participaciones “en cartera” debe rechazarse en la medida en que el reembolso determina la extinción de la participación⁽⁴⁰⁾.
- Por su parte, con relación a los casos de discordancia al alza derivada de la práctica de suscripciones el autor citado indica que tales excesos deben formalizarse en escritura. Sobre la presente conclusión, cabe indicar que resulta por completo inviable, desde un punto de vista práctico, aceptar la constante dinámica de otorgamiento de escrituras que tal solución comporta. El autor citado reconoce la existencia de tales problemas de origen práctico, indicando incluso que la conclusión que se ve abocado a admitir llega a distorsionar la propia utilidad del sistema de representación tabular de participaciones.

Por nuestra parte entendemos que, dadas las características peculiares de las participaciones de fondos de inversión, la solución interpretativa más apropiada y que en mayor medida puede permitir una adaptación al régimen específico de estos valores de las exigencias que se contienen en el artículo 6 de la LMV es la que se describe en los dos puntos siguientes:

- De conformidad con lo estipulado en el artículo 6 de la LMV, la escritura de emisión de participaciones de fondos de inversión representadas por anotaciones en cuenta debe especificar el valor liquidativo inicial de tales valores y el número total de los que se integran en la emisión en el momento en que se formaliza tal escritura (número total inicial). De esta manera se adecua el contenido del citado artículo 6 de la LMV a la circunstancia de que las participaciones carecen de valor nominal *stricto sensu* y al hecho de que son valores de emisión y reembolso continuados.

(39) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), pp. 717-719.

(40) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 376.

- Las posteriores alteraciones que se registren en el valor liquidativo de las participaciones o en el número total de las que en cada momento se encuentren en circulación (discordancia al alza o a la baja) no deben ser objeto de plasmación en la escritura pública de emisión. La presente opción se basa en las propias particularidades de las participaciones, en la circunstancia de que el artículo 6 de la LMV atiende obviamente a valores dotados de valor nominal y comprendidos en emisiones cerradas y, finalmente, en el hecho claro de que ningún fondo de inversión podría funcionar adecuadamente si se entendiera impuesta al gestor la obligación de formalizar documentalmente en la escritura cualesquiera alteraciones del número de participaciones en circulación o de su valor liquidativo⁽⁴¹⁾.

La solución propuesta encuentra fundamento normativo indirecto en los artículos 9.1 y 20.3 de la LIIC, que consagran la carencia de valor nominal y la indeterminación del número de las participaciones de fondos de inversión y que, por principio de especialidad, deben prevalecer sobre el contenido del art. 6 de la LMV, obligando así a una adaptación interpretativa del contenido de este último precepto al de aquellos. En la misma medida, contribuye a reforzar la aplicabilidad de la presente solución desde una proyección analógica el artículo 6.f) del RD 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores, donde se excluye expresamente la emisión de participaciones de fondos de inversión del cumplimiento de los requisitos generales previstos en el art. 5.2 del mismo texto⁽⁴²⁾. Además, las peculiaridades características de las emisiones abiertas de valores homogéneos quedan igualmente reconocidas en el art. 4.4 del RD antes mencionado, lo que puede contribuir en la misma medida al mantenimiento de la solución propugnada⁽⁴³⁾. En cualquier caso, *de lege ferenda* sería deseable una articulación concreta y precisa de la oportuna previsión normativa que, operando como excepción al régimen general del artículo 6 de la LMV, sirviera como mecanismo de adaptación de tal disciplina a las características propias de las participaciones de fondos, ello con la finalidad de clarificar el alcance de los requisitos exigibles en los supuestos de representación tabular de

(41) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), p. 719. V. especialmente la nota 155, en la que el autor citado se refiere específicamente a los problemas de carácter práctico que, necesariamente se asocian a la solución que él mismo propone.

(42) SÁNCHEZ CALERO, F. “Valores Negociables” y TAPIA HERMIDA, A. J., “Excepciones Generales”, ambos en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995, respectivamente pp. 54 y 164 y ss.

(43) TAPIA HERMIDA, A. J., “Criterios de Homogeneidad”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones...*, cita., p. 90 y ss.

tales valores. Tal adaptación se ha facilitado tras la aprobación de la Ley 37/1998, toda vez que la nueva redacción del artículo 6 de la LMV (último párrafo) permite al gobierno aprobar reglamentariamente las exclusiones de la cumplimentación del referido requisito que resulten necesarias.

Por último, cabe indicar que, según lo dispuesto por el art. 7 de la LMV (nueva redacción según Ley 37/1998, de 16 de noviembre), la llevanza de los registros contables de participaciones anotadas puede encomendarse a cualquier empresa de servicios de inversión o entidad de crédito autorizada (ya que las participaciones no se encuentran admitidas a negociación en un mercado secundario oficial *stricto sensu*). Tal designación debe ser objeto de registro en la CNMV (art. 7.2 LMV). Con relación a la presente cuestión se plantea un nuevo problema interpretativo, derivado en este caso de la circunstancia de que el artículo 12.2.b) *in fine* del RLIIC confiere a la sociedad gestora del fondo la potestad de expedir certificados legitimatorios referidos a las participaciones anotadas en contra de lo que, de forma terminante, dispone el artículo 12 de la LMV. En este supuesto, por simple operatividad del principio de jerarquía normativa debe postularse la inaplicación del precepto de rango reglamentario, máxime considerando que el propio artículo 56.c) del RLIIC alude incidentalmente y ajustándose al contenido del citado artículo 12 de la LMV, a la expedición de los certificados legitimatorios por parte de las entidades encargadas de la llevanza del registro contable⁽⁴⁴⁾.

IV. LA SUSCRIPCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN

1. Generalidades. Naturaleza jurídica

La suscripción de las participaciones del fondo constituye la fórmula de adquisición originaria de tales valores mobiliarios. De este modo, la suscripción implica la emisión de nuevas participaciones conjuntamente por parte de la sociedad gestora y el depositario y, correlativamente, el incremento de la cifra neta del patrimonio comprendido en el fondo.

La suscripción de la participación puede definirse como el negocio jurídico por virtud del cual el suscriptor adquiere originariamente tal valor mobiliario, desembolsando su importe para efectuar la correlativa aportación y pasando a ostentar desde ese momento la condición de cotitular del fondo en la magnitud

(44) FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51 (1993), p. 719, donde el autor expone los términos del problema interpretativo planteado pero sin ofrecer directamente ninguna solución.

representada por el volumen de las participaciones suscritas ⁽⁴⁵⁾. La celebración del negocio jurídico de suscripción determina el nacimiento de la participación. Por ello, debe entenderse que la participación sólo existe desde el momento en que se verifica su suscripción, resultando así inviable la existencia de participaciones sin titular.

El negocio de suscripción presenta una naturaleza jurídica compleja. A tenor de lo que se estipula en las prescripciones normativas de aplicación, cabe entender que se trata de un negocio de naturaleza contractual y sometido a condiciones generales de la contratación ⁽⁴⁶⁾, en el que intervienen, de una parte, el suscriptor y, de otra, la sociedad gestora y el depositario actuando de manera unitaria ⁽⁴⁷⁾. Pese a la aparente bilateralidad descrita, no debe perderse de vista que la celebración del negocio de suscripción origina un complejo entramado de relaciones obligatorias cuyo alcance se predetermina en la normativa aplicable y en el reglamento de gestión de la entidad ⁽⁴⁸⁾, y en las que, frente al partícipe, el gestor y el depositario quedan vinculados o facultados conjuntamente en algunas ocasiones ⁽⁴⁹⁾ y por separado en otros casos ⁽⁵⁰⁾. Las consideraciones que quedan expuestas deben llevar a la caracterización del contrato de suscripción como negocio formalmente bilateral, aunque su propia multivocidad ori-

(45) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 347.

(46) VERDERA Y TUELLS, E., “La Constitución...”, en *Coloquio...*, cita., p. 87 y ss.

(47) Arts. 54.e) y 56.c) del RLIIC y DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 347. En lo relativo a la participación del Depositario en el negocio de suscripción, cabe indicar que, en la práctica, su intervención resulta extraordinariamente relevante, toda vez que la amplia infraestructura de la que disponen las entidades de crédito sirve como mecanismo de promoción y canalización de la presente variedad de contratación (OLIVENCIA RUIZ, M./JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “El Depositario”, en *Coloquio...*, cita., p. 266). En cualquier caso, debe tenerse en consideración que la nueva redacción del artículo 27.1.c) de la LIIC (Ley 37/1998) puede potenciar en el futuro el desarrollo de la comercialización de las participaciones por parte de la propia Sociedad Gestora del Fondo.

(48) VERDERA Y TUELLS, E., “La Constitución...”, y OLIVENCIA RUIZ, M./JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “El Depositario”, ambos en *Coloquio...*, cita., respectivamente pp. 47-48 y 258 y ss.

(49) Así, las facultades de modificación del reglamento de gestión o de disolución voluntaria del fondo sólo pueden ser ejercidas conjuntamente por la Sociedad Gestora y el Depositario [vid. arts. 23 de la LIIC y 47, 54.a) y 56.a) del RLIIC].

(50) Así, por ejemplo, la adecuada selección de los elementos patrimoniales integrados en el fondo corresponde como facultad exclusiva a la sociedad gestora [art. 26.a) de la OMEH de 24 de septiembre de 1993]. Por su parte, el depositario asume ante los partícipes la función de vigilancia y control de la gestión desarrollada por la sociedad gestora [vid. art. 56.b) del RLIIC].

gine una estructura funcional trilateral⁽⁵¹⁾, compleja, puesto que comporta la aparición de un haz de relaciones obligatorias que responden a causas diversas, y atípico, en la medida en que no resulta susceptible de encuadramiento en ninguna de las categorías contractuales tradicionales⁽⁵²⁾.

2. Práctica de la suscripción

La suscripción de participaciones puede verificarse en tres momentos diversos que conviene diferenciar:

- Con anterioridad a la constitución del fondo de inversión, puede efectuarse la suscripción de participaciones en los casos en que se utilice el procedimiento de fundación sucesiva de la entidad (*cash method*, suscripción pública de las participaciones). En estos casos, la perfección del negocio de adquisición originaria de las participaciones tiene lugar con anterioridad a la propia existencia de tales valores (pues no cabe la emisión antes de la constitución del fondo), por lo que, según nuestra opinión, debe entenderse que la obligación de dar que incumbe al emisor se encuentra sometida a condición suspensiva impropia (*conditio iuris*)⁽⁵³⁾.
- En el periodo inmediatamente posfundacional la suscripción masiva de participaciones derivará normalmente de la utilización del procedimiento de fundación simultánea (*appropriation method*) para la constitución del fondo. A los presentes efectos, debe recordarse que

(51) OLIVENCIA RUIZ, M./JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “El Depositario”, en *Coloquio...*, cita., pp. 258 y ss.

(52) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Normas Generales”, y GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “Apertura y Cierre de la Suscripción”, ambos en *Régimen Jurídico de las Emisiones...*, cita., respectivamente pp. 212 y ss. y 535 y ss. Conviene indicar que el binomio emisión-suscripción no opera en el caso de participaciones como en los supuestos de emisiones típicas de valores. En efecto, el carácter abierto de las emisiones de participaciones genera una indeterminación temporal y objetiva que distorsiona la relación entre oferta y aceptación (no se produce adecuación cuantitativa de la aceptación a la oferta, sino, a la inversa, de la oferta a la aceptación).

(53) Art. 17.3.3º LIIC. En sentido parcialmente divergente, VERDERA Y TUELLS, E., “La Constitución...” y DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y certificados...”, ambos en *Coloquio...*, cita., respectivamente p. 201 y ss. y 347-348. Sobre los caracteres de la *conditio iuris* como variedad de condición impropia, vid. Díez Pícazo/Gullón Ballesteros, *Sistema...*, vol. II, cita., pp. 105-106 LACRUZ BERDEJO, J. L., *Nociones de Derecho Civil Patrimonial...*, cita., p. 348; LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho Civil*, tomo I, cita., p. 487 y, en la doctrina comparada, GALGANO, F., *El Negocio Jurídico*, cita., pp. 162-163 y LARENZ, K., *Derecho Civil...*, cita., p. 683 y ss.

el art. 15 del RLIC prevé la concesión del plazo de un año a contar desde la inscripción de la entidad en el registro administrativo correspondiente para que, en los presentes casos de constitución simultánea, se alcance el número mínimo de partícipes legalmente exigido. Por ello, el periodo posfundacional en el que debe completarse, en medida suficiente a los presentes efectos, la suscripción de las participaciones representativas del patrimonio inicial será el que acaba de indicarse ⁽⁵⁴⁾.

- En cualquier momento posterior constante la existencia del fondo de inversión pueden efectuarse igualmente suscripciones de participaciones, en tanto no se produzca la disolución de la entidad. La emisión de participaciones por parte de la sociedad gestora del fondo resulta obligatoria cuando exista solicitud de suscripción procedente de cualquier interesado. Sin embargo, el presente principio general de obligatoriedad de la emisión es objeto de ciertas limitaciones, toda vez que, según lo que establece el art. 20.4 de la LIIC, cabe la posibilidad de que, en determinadas circunstancias, se suspenda la suscripción de las participaciones previa la autorización de la CNMV ⁽⁵⁵⁾.

3. Precio de la suscripción de participaciones

El precio de suscripción de la participación equivale a su valor liquidativo, resultante de dividir la cifra del patrimonio neto del fondo entre el número total de participaciones en circulación ⁽⁵⁶⁾, y podrá verse incrementado, cuando exista previsión expresa en el reglamento de gestión de la entidad, por una comisión de suscripción que no podrá superar los límites legales ⁽⁵⁷⁾. El referido importe constituye la aportación mínima que debe efectuar el inversor para pasar a

(54) La presente circunstancia limitativa despliega su eficacia como condición resolutoria impropia de origen legal (vid. reflexiones y citas recogidas *supra*).

(55) TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos y Sociedades...”, cita., RDBB, 52, 1993, p. 1220.

(56) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva...”, en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 331.

(57) Arts. 20.5 LIIC y 42.3 y 45 RLIC. En cualquier caso, cabe indicar que, en la práctica, las comisiones de suscripción son infrecuentes tanto en los FIM como en los FIAMM, ya que constituyen un elemento disuasorio cuya utilidad sólo se aprecia en los casos en que se estime conveniente limitar el crecimiento económico de un determinado fondo.

ostentar la condición de cotitular del fondo⁽⁵⁸⁾. Dado que el precio de las nuevas participaciones se determina con referencia al valor de las preexistentes, queda garantizada la igualdad de tales valores con independencia del momento en que se proceda a su emisión y consiguiente suscripción.

El precio de suscripción de las participaciones se satisfará normalmente en efectivo, aun cuando se admiten determinadas aportaciones no dinerarias materializadas en valores u otros activos financieros aptos (vid. arts. 9.1 LIIC y 14 RLIIC). En el caso de los fondos inmobiliarios se excluyen por completo las aportaciones *in natura* dadas las particularidades de la composición patrimonial propia de estas entidades (arts. 74.2 del RLIIC y 16.3 de la OMEH de 24 de septiembre de 1993)⁽⁵⁹⁾. En condiciones normales y salvo excepciones, el desembolso del importe correspondiente debe efectuarse íntegramente en el momento de la suscripción, sin que resulte viable la configuración de dividendos pasivos⁽⁶⁰⁾.

Por último, y en lo relativo a la frecuencia de cálculo del valor liquidativo, cabe indicar que las participaciones de fondos financieros serán valoradas diariamente (arts. 20.5 LIIC y 42.2 RLIIC), en tanto que las de fondos inmobiliarios lo serán mensualmente⁽⁶¹⁾. Pese a que las participaciones no son objeto de cotización en un mercado secundario oficial *stricto sensu*, los valores liquidativos correspondientes deberán ser objeto de publicación en el boletín de cotización propio de la Bolsa de Valores que radique en el lugar que constituya sede del gestor del fondo.

4. Satisfacción de la demanda de suscripción

Según ha quedado indicado, la atención de la demanda de suscripción por medio de la correspondiente emisión de participaciones resulta obligatoria para

(58) V., a efectos comparativos, GOULD, J. B./LINS, G. T., "Unit Investment Trusts: Structure and Regulation...", *Bus. Law.*, 43, 1988, cita., p. 1193.

(59) CNMV, *Informe Anual 1993*, cita., p. 218 y RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 330.

(60) Las dilaciones en el pago del precio de suscripción únicamente están previstas con relación a los fondos financieros y tan sólo en determinados supuestos excepcionales (v. art. 42.9 RLIIC). Sobre estas cuestiones, v. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 314.

(61) Art. 19.2 de la OMEH de 24 de septiembre de 1993, CNMV, *Informe Anual 1993*, cita., p. 218 y TAPIA HERMIDA, A. J., "Fondos y Sociedades...", *RDBB*, 52, 1993, cita., p. 1220. El presente periodo de intervalo entre determinaciones del valor de las participaciones parece razonable, ya que la magnitud e intensidad de las fluctuaciones de valor que afectan a los inmuebles son comparativamente reducidas en relación con las propias de los valores mobiliarios (menor volatilidad).

la sociedad gestora del fondo de inversión en condiciones normales de funcionamiento (arts. 20.4 de la LIIC y 42.1 del RLIIC). La operatividad de la presente imposición normativa se fundamenta en la circunstancia de que, no estando dotado el fondo de cifra de capital estable ni de número determinado de participaciones, cabe la práctica de una serie de emisiones indefinidas de tales valores que, a medida que se vayan produciendo, determinarán incrementos patrimoniales correlativos al importe de las emisiones suscritas⁽⁶²⁾. Tal obligatoriedad de atención de la demanda de suscripción acentúa la dimensión pública del fondo como IIC, potenciando la adquisición originaria de las participaciones y reduciendo correlativamente la volatilidad inherente a la negociación secundaria propiamente dicha⁽⁶³⁾.

El presente principio general se encuentra limitado en su alcance por la medida excepcional de suspensión de la suscripción a la que se hace referencia en los arts. 20.4, párr. 2º, de la LIIC, 74.4.d) del RLIIC y 18.2 de la OMEH de 24 de septiembre de 1993. En virtud de lo que establecen tales disposiciones, la suscripción de participaciones podrá suspenderse, en determinadas circunstancias, mediante decisión adoptada por la CNMV de oficio o a instancia de la sociedad gestora del fondo afectado⁽⁶⁴⁾. Los supuestos concretos normativamente previstos son los siguientes:

- Imposibilidad de determinación del precio de las participaciones (art. 20.4.2º LIIC): En estos casos, la eventual suspensión de las suscripciones derivará de la imposibilidad de concreción de uno de los ele-

(62) TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos y Sociedades...”, RDBB, 52, 1993, cita., p. 1220.

(63) TAPIA HERMIDA, A. J., “El Nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva”, RDBB, 40, 1990, p. 982. El carácter esencialmente abierto propio de los fondos (asociado al libre ejercicio de las potestades de suscripción y reembolso en condiciones normales de funcionamiento) determina la artificiosidad de la negociación secundaria *stricto sensu* de las participaciones, potenciando el mercado primario de libres suscripciones y el secundario impropio de reembolsos. Tal potenciación sólo afecta parcialmente a los FII dado el carácter semiabierto que deriva de las limitaciones que afectan a los reembolsos.

(64) La suspensión podrá ser adoptada o autorizada por la CNMV de oficio o a instancia de parte con relación a cualquier fondo de inversión, aun cuando el art. 18.2 de la OMEH de 24 de septiembre de 1993 parezca excluir la posibilidad de decisión de oficio con relación a los fondos inmobiliarios. Esta es la solución a la que conduce la aplicación del principio de jerarquía normativa, máxime considerando que no existe ningún motivo que justifique tal diferencia de trato.

mentos fundamentales del negocio de adquisición originaria, cual es el precio del valor a adquirir⁽⁶⁵⁾.

- Concurrencia de cualquier circunstancia de fuerza mayor que imposibilite la celebración de negocios de suscripción (art. 20.4.2º LIIC): Mediante la presente cláusula de cierre se confiere flexibilidad a la articulación de la presente medida, atribuyéndose simultáneamente un considerable margen de discrecionalidad a la CNMV.
- Casos en los que las solicitudes de suscripción superen el 15% del activo total integrado en el FII (art. 18.2 OMEH de 24 de septiembre de 1993): La previsión expresa de esta medida con relación a los fondos inmobiliarios resulta acertada ya que, dadas las particularidades de la composición patrimonial de estas entidades, la integración de un volumen excesivo de recursos podría originar graves dificultades de gestión patrimonial⁽⁶⁶⁾.

Otra circunstancia que puede limitar la presente atención obligatoria de la demanda de suscripción es la que deriva de la imposición de límites máximos al volumen de participación global de cada partícipe. Tales restricciones, que pueden imponerse contractualmente en los casos de fondos financieros y que despliegan efectos *ope legis* con relación a los inmobiliarios⁽⁶⁷⁾, determinan la imposibilidad de emitir participaciones en los casos en que el inversor demandante pueda llegar a superar los límites impuestos de atenderse su solicitud.

Conviene destacar, por último, que la disolución del FII debe comportar, a nuestro juicio, la exclusión de las suscripciones de participaciones, y ello pese

(65) La referida imposibilidad puede plantearse en los supuestos de suspensión o exclusión de la negociación de valores cotizados (v. art. 42.9 RLIIC, sobre criterios especiales de determinación del precio de las participaciones en los casos de suspensión de negociación) o cuando concurren circunstancias especiales que imposibiliten la adecuada valoración de los activos patrimoniales no cotizados.

(66) CNMV, *Informe Anual 1993*, cita., p. 218, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva...”, en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 331 y TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos y Sociedades...”, RDBB, 52, 1993, cita., p. 1220. Debe recordarse que los FII son compradores anticíclicos de bienes inmuebles (OSÁCAR GARAIKOECHEA, *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Madrid, 1994, pp. 93 y ss.).

(67) Arts. 35.1.i) RLIIC y 20.2 de la OMEH. Según se deduce de tales preceptos, cabe la imposición de límites máximos de participación en los casos de fondos financieros, fijándose normativamente el límite, en los casos de fondos inmobiliarios, en el 25% del patrimonio integrado en la entidad. V. igualmente CNMV, *Informe Anual 1993*, cita., p. 217 y TAPIA HERMIDA, A. J., “El Nuevo Reglamento...”, RDBB, 40, 1990, cita., p. 981.

al tenor del art. 47.2 del RLIC, que sólo dispone que la disolución del fondo determinará la suspensión de los reembolsos sin referirse concretamente a las suscripciones. En efecto, en nuestra opinión los objetivos de la suscripción de participaciones resultan absolutamente opuestos a los propios de la fase de liquidación, al igual que ocurre con los reembolsos, lo que permite justificar una extensión analógica de la eliminación de los rescates a las operaciones de suscripción⁽⁶⁸⁾. Por ello, entendemos que la incoherencia normativa descrita debe ser corregida *de lege ferenda*, ya que las circunstancias fácticas que motivan la terminante exclusión de los reembolsos en la fase de liquidación son las mismas que justifican la no prevista suspensión de las suscripciones.

V. NEGOCIOS SOBRE LAS PARTICIPACIONES: CIRCULACIÓN Y CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES

1. Generalidades

En la noción de circulación de la participación del fondo deben entenderse comprendidas, a estos efectos, las fórmulas que posibiliten la transmisión derivativa a terceros de los presentes valores mobiliarios. La presente cuestión es objeto de tratamiento en el art. 41.4 del RLIC, que dispone que la transmisión de las participaciones y la eventual constitución de derechos reales sobre ellas se someterán a lo dispuesto con carácter general para los valores mobiliarios, resultando igualmente de plena aplicación las prescripciones contenidas en los arts. 5 a 12 de la LMV cuando tales participaciones estuvieren representadas mediante anotaciones en cuenta⁽⁶⁹⁾. De lo expuesto se deduce que la transmisión de participaciones representadas mediante certificados deberá ajustarse a la disciplina general sobre enajenación de títulos-valores nominativos, en tanto

⁽⁶⁸⁾ Debe recordarse que los objetivos de la liquidación son, fundamentalmente, la reintegración patrimonial y la determinación de las cuotas de liquidación correspondientes (v., con relación a las finalidades de la fase liquidatoria en la SA, SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, vol. I, cita., pp. 622 y ss.).

⁽⁶⁹⁾ La transmisión derivativa de las participaciones de fondos de inversión de carácter financiero ha presentado tradicionalmente escasa incidencia práctica en nuestro sistema económico, toda vez que la demanda de suscripción (adquisición originaria) debe atenderse obligatoriamente en circunstancias normales y que el reembolso del importe que representan (desinversión directa) resulta, en principio, igualmente obligatorio desde el momento en que el partícipe lo solicite. En el caso de FII, la periodificación dilatada de los reembolsos puede propiciar una cierta activación del mercado secundario de participaciones *stricto sensu* (mecanismos de desinversión indirecta). V., a efectos comparativos, GOULD, J. B./LINS, G. T., "Unit Investment Trusts: Structure and Regulation...", *Bus. Law.*, 43, 1988, cita. pp. 1185-1186, donde se alude al funcionamiento de determinados mercados secundarios de participaciones en EE.UU.

que la de participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta quedará adicionalmente sujeta a las normas generales vigentes sobre transmisión de los valores así representados ⁽⁷⁰⁾.

Con independencia de lo expuesto, cabe indicar que la transmisión derivativa de las participaciones se ajustará a los principios generales sobre la transferencia de dominio que rigen en el Ordenamiento Jurídico español. Resultando, así, de aplicación la teoría del título y el modo, será necesaria la concurrencia tanto de acuerdo entre las partes como de entrega o tradición del objeto enajenado (art. 609 CC). Adicionalmente, conviene señalar que la forma de representación de las participaciones del fondo de inversión por la que se opte determinará la concurrencia de ciertas peculiaridades que son objeto de comentario en los apartados siguientes.

2. Transmisión de participaciones representadas mediante títulos

La transmisión de participaciones representadas mediante títulos debe entenderse sometida, en nuestra opinión, a la regulación aplicable a la enajenación de acciones nominativas, ya que, no existiendo disciplina general sobre la transmisión de títulos valores nominativos en nuestro Derecho, concurre identidad de razón suficiente como para justificar la extensión analógica propuesta ⁽⁷¹⁾. Así, la plena eficacia *erga omnes* de la transmisión del título requerirá de la inscripción del negocio traslativo en el correspondiente libro-registro de participaciones, pesando sobre los intervinientes en el negocio traslativo la obligación de comunicar la transmisión al emisor. Acreditada suficientemente la práctica de la transmisión, la sociedad gestora deberá inscribir la nueva titularidad en el libro-registro de participaciones ⁽⁷²⁾.

⁽⁷⁰⁾ DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 372.

⁽⁷¹⁾ Arts. 55, 56 y 58 de la LSA. La presente asimilación analógica es admitida por DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 372.

⁽⁷²⁾ En general, v. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, vol. I, cita., pp. 368 y 369, URÍA, R., *Derecho...*, cita., pp. 284-286 y VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., p. 292. V. igualmente FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión...”, cita., RDBB, 51, 1993, p. 717, quien entiende necesaria la llevanza de un libro-registro de participaciones en los casos de representación cartular aun cuando la regulación sobre IIC no imponga específicamente tal exigencia.

3. Transmisión de las participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta

La transmisión derivativa de las participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta se rige por la normativa reguladora del mercado de valores⁽⁷³⁾. De este modo, las presentes transmisiones surtirán efectos frente a la entidad emitente a partir del momento en que se verifique la correspondiente transferencia contable (mecanismo de *traditio ficta*). A los presentes efectos, las partes deberán comunicar la celebración del negocio de transmisión a la entidad encargada de la llevanza del registro contable para que, a continuación, ésta pueda practicar la anotación correspondiente atribuyendo, desde ese momento, plena legitimación *erga omnes* al adquirente como nuevo titular de las participaciones transmitidas⁽⁷⁴⁾. Lo expuesto no interfiere en los efectos puramente obligatorios del negocio traslativo, que vinculan a las partes desde el momento de su celebración⁽⁷⁵⁾.

4. Constitución de derechos reales

Dada la condición de valores mobiliarios que se confiere a las participaciones en nuestro Ordenamiento, resulta posible la constitución de derechos reales sobre ellas de conformidad con lo establecido en el artículo 41.4 de la LIIC y las restantes disposiciones a las que se remite tal precepto (vid. art. 10 LMV en lo relativo a la constitución de derechos reales sobre valores anotados en general).

Debido a la expansión que la inversión colectiva a través de fondos ha experimentado en los últimos tiempos, resulta cada vez más frecuente en la práctica la utilización de las participaciones como instrumento de garantía, especialmente con la finalidad de asegurar el cumplimiento de obligaciones contraídas frente a entidades de crédito a través de la pignoración de tales valores⁽⁷⁶⁾. No obstante lo indicado, las participaciones de fondos de inversión presentan una serie de particularidades que impiden la aplicación directa, a los efectos descritos, de las normas generales propias del préstamo mercantil con garantía de valores (arts. 320 y ss. CCo), toda vez que aquellas no merecen la

(73) Art. 9 LMV y DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 372, cuya opinión puede hacerse extensiva a las participaciones objeto de representación tabular.

(74) VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica...*, cita., pp. 296-297.

(75) URÍA, R., *Derecho...*, cita., pp. 285-286.

(76) TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y Fondos de Inversión...*, cita., p. 168.

consideración de valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial. Por ello, en la práctica bancaria se han venido configurando sistemas de adaptación de tal disciplina jurídica a las especialidades diferenciales propias de las participaciones. La principal particularidad se refiere al mecanismo de ejecución de la prenda que consistirá, en los casos de pignoración de participaciones, en la atribución contractual al acreedor pignoraticio de la potestad de solicitar el correspondiente reembolso a la sociedad gestora emisora. Se articula de este modo un mecanismo sustitutivo suficientemente ágil y seguro que, atendiendo a las peculiaridades de las participaciones, suple adecuadamente al de enajenación forzosa de los valores cotizados objeto de prenda que se contempla en el art. 322 del CCo⁽⁷⁷⁾.

Adicionalmente cabe indicar que en aquellos casos en los que se constituya un derecho real de usufructo sobre participaciones, debe entenderse analógicamente aplicable la normativa propia del usufructo de acciones (LSA), ya que tal regulación es la única existente en nuestro Ordenamiento sobre usufructo de valores. Pueden plantearse ciertos problemas de adaptación en los supuestos, especialmente relevantes en la práctica, de fondos de acumulación, ya que en estos casos no se efectúa una distribución periódica del beneficio generado sino que éste se va adicionando al importe de la participación a través del incremento de su valor liquidativo. La adaptación analógica de los artículos 67 y 68 LSA debe llevar, a nuestro juicio, a la conclusión de que el eventual incremento del valor liquidativo que se registre en estos casos entre el momento de constitución y el de extinción del usufructo corresponde al usufructuario en concepto de rendimiento generado por la cosa usufrutuada (frutos)⁽⁷⁸⁾.

VI. EXTINCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN

1. El reembolso de la participación

El reembolso de participaciones constituye una consecuencia del ejercicio, por parte del partícipe, del derecho de rescate que la Ley le confiere⁽⁷⁹⁾. El referido ejercicio de la presente potestad de desinversión directa determina el reintegro del importe de las participaciones cuyo reembolso se solicita por parte

(77) TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y Fondos de Inversión...*, cita., pp. 168-169.

(78) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cita., p. 324 y LOJENDIO OSBORNE, I., "La Acción. Autocartera. Derechos Reales", en *Derecho Mercantil*, vol. I, cita., pp. 268-270.

(79) URETA, J. C., "Fondos de Inversión..." (II), *Actualidad Financiera*, 22, (1993), cita. p. F-147.

de la sociedad gestora que, actuando en representación de los restantes partícipes, hará efectivo tal montante con cargo a los recursos integrados en el patrimonio común que el fondo comprende⁽⁸⁰⁾. En tal situación se produce una amortización de los valores reembolsados en la medida en que, satisfecho el valor liquidativo que tienen atribuido, dejan de representar contravalor patrimonial alguno⁽⁸¹⁾. El partícipe recibirá el valor liquidativo de las participaciones reembolsadas en efectivo y previa la deducción, en su caso, de la cantidad cuya percepción corresponda en concepto de comisión de reembolso a la sociedad gestora (arts. 22 LIIC y 52 RLIIC). El plazo normativamente establecido para el pago de los reembolsos es de tres días a contar desde la fecha de la solicitud. No obstante, el art. 42.9 RLIIC contempla un supuesto excepcional de pago parcial que conllevará normalmente una mayor dilación de la efectividad íntegra del importe del reembolso⁽⁸²⁾.

La amplitud con la que se incorpora a la regulación sobre fondos de inversión la presente potestad de desinversión directa encuentra su fundamento en el carácter esencialmente variable que presentan tanto el importe del patrimonio comprendido en la entidad como el número de participaciones que pueden

(80) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., p. 376. El mercado de reembolsos constituye una variedad específica de mercado secundario, en la medida en que la práctica de tales rescates se negocia con la entidad emisora y determina la extinción del valor reembolsado. Sobre la distinción entre mercado primario y secundario de valores, v. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, vol. II, cita., p. 244, y PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J. L., “La Contratación en el Mercado de Valores”, en *Derecho Mercantil*, vol. II, cita., p. 326. A efectos comparativos, v. sección 2ª, apartado 32, de la *Investment Company Act* norteamericana.

(81) La eficacia extintiva a la que se hace referencia se reconoce expresamente en el art. 20.3 de la LIIC, que establece que el número de participaciones “aumentará o disminuirá a medida que aumente o disminuya el patrimonio del Fondo en virtud de la suscripción o reembolso de las participaciones”. Con relación a la normativa sobre FIM de 1970, el profesor DUQUE DOMÍNGUEZ (v. “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., pp. 376-377) reconocía la existencia de un supuesto excepcional en el que el reembolso del valor de la participación al cotitular no implicaba la amortización del valor y que operaba cuando la Sociedad Gestora abonaba el importe correspondiente con cargo a su propio patrimonio y pasaba a ostentar la titularidad de la participación “reembolsada”. Con relación al presente supuesto, cabe indicar, en primer lugar, que no constituye un auténtico caso de reembolso, sino que se trata de una transmisión derivativa en la que la sociedad gestora interviene como *accipiens* (v., sobre las características propias de operaciones de esta naturaleza, GOULD, J. B./LINS, G. T., “Unit Investment Trusts: Structure and Regulation...”, *Bus. Law.*, 43, 1988, cita., p. 1185) y, en segundo lugar, que actualmente la adquisición por la gestora de participaciones de los fondos que administre se encuentra limitada [vid. art. 53.1.d) del RLIIC].

(82) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva...”, en *Derecho del Mercado...*, cita., p. 314.

encontrarse en circulación en cada momento. Tal variabilidad presenta, no obstante, una intensidad comparativamente menor en los casos de fondos inmobiliarios, en los que el reembolso sólo debe garantizarse una vez por año (art. 74.4 RLIIC), por lo que la operatividad del presente mecanismo de extinción de las participaciones será más reducida en los FII que en los FIM o FIAMM⁽⁸³⁾.

Con independencia de lo que ha quedado expuesto, cabe indicar que la vigente normativa aplicable a los fondos de inversión prevé la posibilidad de adopción de la medida excepcional de suspensión de los reembolsos cuando concurren determinadas circunstancias y, en todo caso, bajo supervisión pública (autorización de la CNMV)⁽⁸⁴⁾. La presente medida se estima especialmente procedente en los casos de fondos financieros cuando no resulte viable la determinación del precio de las participaciones y, en los supuestos de fondos inmobiliarios, cuando se formulen solicitudes de reembolso que representen una magnitud global superior al 15% del activo del fondo (arts. 20.4 LIIC y 19.5 OMEH).

Por último, cabe indicar que, en virtud de lo que establece el art. 47.2 del RLIIC, la posibilidad de ejercicio del presente derecho de reembolso quedará en suspenso cuando se produzca la disolución del fondo de inversión.

2. Extinción de las participaciones por desaparición del FII

El fondo de inversión se extingue cuando, concurriendo alguna de las causas de disolución previstas en los arts. 23 de la LIIC y 47.1 del RLIIC y previa la práctica de la correspondiente liquidación, se procede a la total distribución del activo neto remanente entre los partícipes en proporción a las respectivas cuotas-parte de titularidad que cada uno de ellos ostente⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸³⁾ V. art. 42.1 RLIIC y, con relación a los FII, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de Inversión Colectiva...", en *Derecho del Mercado...*, cita., pp. 331-332, TAPIA HERMIDA, A. J., "Fondos y Sociedades...", RDBB, 52, 1993, cita., p. 1220 y URETA, J. C., "Fondos de Inversión..." (II), *Actualidad Financiera*, 22, 1993, p. F-147. V., igualmente, CNMV, *Informe Anual 1993*, cita., p. 218, donde se indican expresamente, como causas de la menor operatividad de la separación con reembolso en los FII, "(...) la escasa profundidad del mercado inmobiliario y la existencia de unos elevados costes de transacción (...)", que "(...) reducen significativamente la liquidez de los activos de los FII (...)". A efectos comparativos, V. BROUWER, K., *Mutual Funds. How to Invest with the Pros*, New York, Chichester, Brisbane, Toronto, Singapore, 1988, pp. 35-36 y 104 y ss.

⁽⁸⁴⁾ V. art. 20.4 LIIC y art. 37 de la Directiva 85/611/CEE.

⁽⁸⁵⁾ DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., "Participaciones y Certificados...", en *Coloquio...*, cita., p. 378.

Dado que el volumen total de participaciones poseídas por cada partícipe constituye la medida de determinación de la cuota liquidatoria que habrá de corresponderle en los presentes supuestos, debe entenderse que la participación no se extingue con la mera disolución del fondo de inversión, sino con la efectiva extinción de la entidad. La presente afirmación encuentra apoyo en el contenido del art. 47.2 del RLIIC, que dispone que la disolución del fondo determina la apertura del periodo de liquidación y la suspensión del derecho de reembolso que se asocia a la titularidad de las participaciones. Evidentemente, si se ha considerado necesaria la expresa supresión de la posibilidad de ejercicio de tal derecho es porque implícitamente se admite la subsistencia de la participación tras la disolución del fondo y durante el periodo de liquidación⁽⁸⁶⁾.

Por último, y considerando que, según la opinión que mantenemos, la inscripción registral del fondo carece de eficacia constitutiva, la extinción de la entidad no se producirá en el momento de cancelación de los asientos registrales correspondientes a la institución sino cuando se proceda a la distribución total del activo remanente entre los cotitulares del patrimonio comprendido en ella. En efecto, si no se reconoce eficacia constitutiva a la inscripción registral de la entidad con referencia a su creación al no existir pronunciamiento normativo expreso en tal sentido, tampoco debe atribuirse esa eficacia constitutiva-negativa a la cancelación de asientos registrales con referencia a la extinción de la entidad si no existe manifestación normativa expresa que fundamente tal reconocimiento. La presente circunstancia puede originar imprecisiones en lo relativo a la determinación del momento de extinción de las participaciones, ya que, en estos supuestos, tal extinción se produce en el mismo instante en que el fondo de inversión desaparece. La dimensión práctica de los problemas que pueden derivar de tal circunstancia presenta notable intensidad en los FII ya que, en estas entidades, la distribución de fracciones patrimoniales derivada de la liquidación puede dilatarse considerablemente en el tiempo⁽⁸⁷⁾.

(86) DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados...”, en *Coloquio...*, cita., pp. 378-379.

(87) Art. 24.3 OMEH, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva...”, en *Derecho del Mercado...*, pp. 332-333 y TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos y Sociedades...”, RDBB, 52, 1993, p. 1221.

VII. BIBLIOGRAFÍA CITADA

CNMV, Informe Anual 1993; DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. II, Madrid, 1990; DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., “Participaciones y Certificados en los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, VV.AA., Bilbao, 1974; FARRANDO MIGUEL, I., “La Inversión a través de Instituciones de Inversión Colectiva”, RDBB, 51 (1993), p. 681 y ss.; GALGANO, F., *El Negocio Jurídico*, traducción por Blasco Gascó, F. de P./ Prats Albentosa, L., Valencia, 1992; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “Apertura y Cierre de la Suscripción”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, Madrid, 1976; GOULD, J. B./LINS, G. T., “Unit Investment Trusts: Structure and Regulation under the Federal Securities Laws”, *Bus. Law*, 43 (1988), p. 1177 y ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “Los Títulos-Valores”, en *Derecho Mercantil*, vol. II, VV.AA. (2ª edición, bajo la dirección de G. J. Jiménez Sánchez), Barcelona, 1995; LACRUZ BERDEJO, J. L., *Nociones de Derecho Civil Patrimonial e Introducción al Derecho*, Barcelona, 1992; LARENZ, K., *Derecho Civil. Parte General*, traducción de Izquierdo y Macías-Picavea, M., Madrid, 1978; LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho Civil*, vol. I, Madrid, 1995; LOJENDIO OSBORNE, I., “La Acción. Autocartera. Derechos Reales”, en *Derecho Mercantil*, vol. I, VV.AA. (3ª edición bajo la dirección de G. J. Jiménez Sánchez), Barcelona, 1995; LÓPEZ PASCUAL, J., *Los Fondos de Inversión. Cien Preguntas Clave y sus Respuestas*, Madrid, 1995; MADRID PARRA, A., “Instituciones de Inversión y Financiación Colectiva”, en *Derecho Mercantil*, vol. I, VV.AA. (3ª edición bajo la dirección de G. J. Jiménez Sánchez), Barcelona, 1995; OLIVENCIA RUIZ, M./JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., “El Depositario”, en *Coloquio sobre el Régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, VV.AA., Bilbao, 1974; OSÁCAR GARAIKOECHEA, C., *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Madrid, 1994; PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J. L., “La Contratación en el Mercado de Valores”, en *Derecho Mercantil*, vol. II, VV.AA. (2ª edición bajo la dirección de G. J. Jiménez Sánchez), Barcelona, 1995; POLO DÍEZ, A., “La Admisión de Valores a la Cotización Oficial”, en *Coloquio de Derecho Bursátil*, Bilbao, 1970; POLO SÁNCHEZ, E., *Los Llamados Fondos Inmobiliarios en el Marco Jurídico de la Inversión Colectiva*, Málaga, 1973; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión)”, en *Derecho del Mercado Financiero*, vol.

I, VV.AA. bajo la dirección de A. Alonso Ureba, y J. Martínez-Simancas y Sánchez, Madrid, 1994; SÁNCHEZ CALERO, F., “Acto de Apertura”, en *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, VV.AA., Bilbao, 1974; idem, “Valores Negociables”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; idem, *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II (20ª edición), Madrid, 1997; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Normas Generales”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; idem, “Definición”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; TAPIA HERMIDA, A. J., “El Nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva”, DN, 4 (1991), p. 1 y ss.; idem, “Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria: La Orden de 24 de septiembre de 1993”, RDBB, 52 (1993), p. 1213 y ss.; idem, “Criterios de Homogeneidad”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; idem, “Excepciones Generales”, en *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*, VV.AA. bajo la dirección de F. Sánchez Calero, Madrid, 1995; idem, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998; URETA, J. C., “Fondos de Inversión Inmobiliaria (I)”, *Actualidad Financiera*, 19 (1993), p. F-119 y ss.; idem, “Fondos de Inversión Inmobiliaria (II)”, *Actualidad Financiera*, 22 (1993), págs. F-135 y ss.; URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Madrid, 1996; VERDERA Y TUELLS, E., “La Constitución de los Fondos de Inversión Mobiliaria”, en *Coloquio sobre el Régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, VV.AA., Bilbao, 1974; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, vol. II, Barcelona, 1990; VILLARINO HERRERA, J., *La Naturaleza Jurídica de los Fondos de Inversión en el Derecho Español*, tesis doctoral, Pamplona, 1993.

DERECHOS REALES LIMITADOS Y OTROS GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS

EDUARDO CORTÉS GARCÍA

Profesor Asociado de Derecho mercantil. Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO

- I. ASPECTOS GENERALES.
 - II. PRENDA DE VALORES ANOTADOS.
 - 1. Consideraciones previas.**
 - 2. Constitución de prenda de valores anotados.**
 - A) Constitución contractual de la prenda.
 - a) *Procedimiento de inscripción.*
 - B) Constitución no contractual de la prenda.
 - a) *Adquisición mortis causa*
 - b) *Usucapión*
 - c) *Adquisición a non domino*
 - d) *Constitución por acto unilateral*
 - C) Constitución mediante certificado de legitimación.
 - 3. Oponibilidad de la prenda de valores anotados.**
 - 4. Ejercicio de los derechos vinculados a los valores anotados.**
 - 5. Ejecución de la prenda.**
-

III. USUFRUCTO DE VALORES ANOTADOS.

1. Ejercicio de los derechos vinculados a los valores.

IV. TRANSMISIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS.

V. CANCELACIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS.

VI. EMBARGO DE VALORES ANOTADOS.

1. Ejercicio de los derechos.

2. Ejecución del embargo.

VII. ESPECIALIDADES DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE DEUDA PÚBLICA ANOTADA.

VIII. BIBLIOGRAFÍA CITADA.

I. ASPECTOS GENERALES

La constitución de derechos reales u otra clase de gravámenes sobre valores anotados por su titular está expresamente prevista en la ley [artículo 10 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) ⁽¹⁾].

En el caso de valores anotados, la constitución de un derecho real limitado necesita de un negocio formal contable perfeccionado con la inscripción. Cabría una previa promesa de constituir el derecho real, como la de prenda, de acuerdo con lo previsto en el artículo 1862 CC, que sólo produciría “acción personal entre los contratantes” ⁽²⁾ obligando a quien prometió constituir la prenda a hacer inscribir la garantía sobre los valores objeto de la misma. La inscripción sería un acto de ejecución de ese contrato consensual, y daría lugar a la constitución del derecho real limitado en sentido estricto.

(1) “La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que haya practicado la correspondiente inscripción.”

(2) Así, en este sentido, DÍAZ MORENO, *La prenda de anotaciones en cuenta*, 1991, pág. 394.

No cabe entender sin embargo, que la garantía quede constituida con anterioridad a la inscripción, que sea un acto extrarregistral, pues la constitución sólo debe entenderse producida con la inscripción ⁽³⁾. La LMV señala (artículo 10.II) que “la constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya producido la correspondiente inscripción” —por “gravamen” han de entenderse aquí también los derechos reales limitados, pues el párrafo primero de este artículo se refiere a “derechos reales limitados u otra clase de gravámenes”— y precisa además expresamente (artículo 10.I prop. seg.) que “la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título”, estableciendo por tanto la inscripción como forma necesaria para la constitución del derecho real.

El hecho de que el dictado literal de la ley y de su reglamento parecen recoger la inscripción de derechos reales ya constituidos extrarregistralmente, no es un dato esencial. La LMV (artículo 10.I) sólo exige que la “constitución de los derechos reales limitados (...) deberá inscribirse en la cuenta correspondiente”. El Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, RDAC recoge también esta idea y se refiere a las inscripciones “derivadas de la constitución (...) de derechos reales limitados u otros gravámenes” (artículo 51.1) y prevé la práctica de la inscripción cuando la “constitución” de los derechos reales limitados u otros gravámenes quede “acreditada” ante la entidad encargada del registro contable (artículo 39.1). A pesar del tenor de estos artículos la prenda o cualquier otro derecho real limitado, nace como derecho con la inscripción. En el caso de la prenda, ésta debe constituirse necesariamente mediante la inscripción, pues ésta equivale al desplazamiento posesorio del título (artículo 10.I, pro. Seg. LMV). Dado en definitiva que la oponibilidad frente a terceros sólo se obtiene con la inscripción (artículo 10.II, LMV), no se comprende qué derecho real habría quedado constituido extrarregistralmente.

Al practicar la inscripción del derecho real limitado o del gravamen, se debe efectuar la correspondiente individualización o desglose en la cuenta correspondiente ⁽⁴⁾, por lo que los valores dejan de ser valores fungibles. De esta forma quedan identificados e individualizados los valores sobre los que se constituye el derecho en cuestión, puesto que dada la fungibilidad de los valores anotados, los valores concretos sujetos al derecho de garantía no quedarían identificados sólo con la inscripción registral.

⁽³⁾ Vid. DÍAZ MORENO, *La prenda...*, 1991, pág. 393, y ESPINA, *Las anotaciones en cuenta*, 1995, pág. 533. En contra, SANTOS MARTÍNEZ, *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta*, 1994, pág. 479, y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, 1997, pág. 268.

⁽⁴⁾ Artículo 17 RDAC, y artículo 2 del RD 505/1987, para la Deuda Pública anotada.

II. PRENDA DE VALORES ANOTADOS

1. Consideraciones previas

La LMV viene a reconocer en su artículo 10 que es posible constituir una prenda de valores anotados. El establecer la naturaleza de esta prenda y su ubicación resultan sin embargo una tarea que no es fácil de resolver, sobre todo teniendo en cuenta que, como señala DÍAZ MORENO ⁽⁵⁾, no se recoge una regulación completa de la prenda de valores anotados en la LMV.

Nuestro CC al regular la prenda parte de la entrega de una cosa mueble al acreedor que la retiene hasta que es cumplida la obligación garantizada. Sin embargo, la prenda de cosas incorpóreas, de derechos, incluso la de los derechos de crédito, a pesar de su falta de regulación ha sido reconocida también por la doctrina ⁽⁶⁾, aunque la jurisprudencia del Tribunal Supremo —en concreto las Sentencias de 27 de diciembre de 1985 y de 18 de julio de 1989— parece negar que la prenda de créditos se trate de una verdadera prenda ⁽⁷⁾, al negarle eficacia frente a terceros.

Sin embargo el hecho de que la LMV previese expresamente la posibilidad de constituir un derecho de prenda sobre valores anotados vino a confir-

⁽⁵⁾ Vid. “*La prenda...*”, 1991, p. 388.

⁽⁶⁾ Vid. SÁNCHEZ GUILARTE, J., “Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta”, en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, 1990, pág. 654; MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta*, 1990, pág. 89; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. “El sistema español de anotaciones en cuenta”, en *VV.AA. Anotaciones en cuenta...* pág. 122; PANTALEÓN PRIETO, F., “Cesión de créditos”, en *ADC*, 1988, págs. 1.043 y ss.; DÍEZ PICAZO, L. /GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, 1981, pág. 612; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho Civil*, Tomo III, volumen 2.º, págs. 253-255; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, págs. 495-499; LACRUZ BERDEJO, J.L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho Civil*, Tomo III, volumen 2.º, 1980, pág. 155; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, Tomo III, volumen 3.º, pág. 28.

⁽⁷⁾ Vid. los comentarios a la Sentencia de 27 de diciembre de 1985 de EIZAGUIRRE, “Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoraticia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores”, en *RDBB*, 1987, núm. 25, págs. 179 y ss.; BARBA DE VEGA, J., en *CCJC*, 1986, núm. 10, págs. 3363 y ss.; SÁNCHEZ GUILARTE, J., “Pignoración de saldos de depósitos bancarios...” cit., pág. 664; MANZANARES SECADES, “Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985” en *ADC*, 1986, págs. 1293 y ss.

Esta tendencia jurisprudencial parece no obstante, que comienza a cambiar a raíz de la reciente Sentencia de 19 de abril de 1997 en la que se ha venido a reconocer validez a la prenda del derecho de crédito a la restitución del dinero depositado en una Imposición a Plazo Fijo.

mar la postura de la doctrina. El artículo 10.1 de la LMV no sólo reconoce la posibilidad de constituir el derecho de prenda sobre valores anotados, sino que soluciona además la ausencia de desplazamiento posesorio que se produce en este tipo de prenda frente a la prenda tradicional —dada la imposibilidad de poseer físicamente un valor anotado— disponiendo que la “inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título”. La doctrina del TS sobre la prenda de créditos resultará así inaplicable a la prenda de valores anotados ⁽⁸⁾.

Lo cierto es que en la prenda de valores anotados el acreedor pignoraticio no tiene la posesión de estos valores dado que, por naturaleza, son cosas no poseibles, por lo que no se produce un verdadero traspaso posesorio. En ese sentido la prenda de valores anotados es una *prenda registral* ⁽⁹⁾, cuya constitución y gestión se realiza a través de un registro. Por ello, y ante la ausencia de un régimen legal completo de la prenda de valores anotados, parece conveniente acudir también a las normas propias de la hipoteca mobiliaria y de la prenda sin desplazamiento de la posesión contenidas en la Ley de 16 de diciembre de 1954 ⁽¹⁰⁾.

Incluso, el hecho de la constitución del derecho de prenda en un registro que se rige por principios coincidentes con los del Registro de la Propiedad puede llevar a pensar que se asemeja más a la hipoteca que a la prenda, concretamente a la hipoteca mobiliaria ⁽¹¹⁾. Además, los valores anotados parecen más aptos para la hipoteca mobiliaria que para la prenda sin desplazamiento dada su fácil identificación por el registro, ya que según recogió la Exposición de Motivos de la Ley de 16 de diciembre de 1954, se optó por llevar determinados bienes al ámbito de la hipoteca mobiliaria —y no al de la prenda sin desplazamiento— al tratarse de bienes de identificación semejante a los inmuebles o de fácil identificación y, por tanto, susceptibles de ser perseguidos por acción real ilimitadamente, circunstancias que puede entenderse que se dan en el supuesto de valores anotados.

⁽⁸⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda de anotaciones en cuenta*, 1991, pág. 388; MADRID PARRA, A., *La circulación de los valores al portador...*, 1990, pág. 90.

⁽⁹⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda de anotaciones en cuenta*, 1991, pág. 388.

⁽¹⁰⁾ Así DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 388, 389 y 390; también BALLARIN MARCIAL, A., *Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada*, 1956, págs. 299 y ss.

⁽¹¹⁾ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta*, cit. 1994, pág. 482.

2. Constitución de la prenda de valores anotados

A) Constitución contractual de la prenda

Para la constitución de la prenda es necesaria su inscripción en la cuenta de los valores pignorados. Previamente sin embargo, se formalizará un contrato de garantía entre el pignorante (el propio deudor o un tercero) y el acreedor pignorratico ⁽¹²⁾, por el que el pignorante se obliga a inscribir la prenda. La inscripción será un acto de ejecución de ese contrato consensual de garantía y traerá consigo la perfección del mismo, de forma que antes de la inscripción no surgirá derecho o afección alguna sobre los valores ⁽¹³⁾.

Dada la ausencia de desplazamiento posesorio de los valores anotados para la constitución de la prenda, al no ser éstos susceptibles de ser poseídos materialmente, el desplazamiento de la posesión es sustituido por la inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente del registro. Así se dispone en el artículo 10.1, *in fine* de la LMV que “la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título”. Al hacerse en este inciso equivalente la inscripción de la garantía y el desplazamiento posesorio del título, se aclara que aquélla es el *modo* de adquirir ⁽¹⁴⁾. Se viene a aplicar en este artículo 10 el principio ya establecido en el artículo 9.1 LMV que equipara la inscripción de la transmisión de la titularidad plena sobre valores, a la tradición de los títulos.

La inscripción de la prenda en el registro por tanto, no es sólo obligatoria, según mandato de la ley (artículo 10 LMV), sino que tiene también un carácter *constitutivo*, pues mientras no se anote en la cuenta correspondiente el contrato de prenda no se perfeccionará; no se podrá entender que el bien pignorado ha sido *entregado*, si no se ha inscrito la prenda.

Realizada la inscripción, no será necesario que se proceda también a la notificación de la prenda a la entidad emisora de los valores ya que la prenda de valores anotados no actúa como una prenda de créditos en la que la notificación al deudor del crédito pignorado es necesaria para que la garantía quede constituida ⁽¹⁵⁾.

(12) La forma contractual no es sin embargo, la única para crear esta figura. Así se señalan como otras posibles la usucapión, la adquisición *a non domino*, la última voluntad, y el acto unilateral.

(13) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 394; MUÑOZ CERVERA, M. “La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta”, en Estudios Menéndez, ..., Tomo I, pág. 1241 y ss.

(14) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 392.

(15) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 395.

Constituido el derecho real de prenda, se produce el efecto de la desaparición de la fungibilidad que existía antes de la prenda entre los valores pignora- dos y los no pignorados de la misma emisión y con las mismas característi- cas ⁽¹⁶⁾. Esto es debido a la necesidad de desglose de los valores pignorados en la cuenta del deudor, que realiza la Entidad encargada del registro ⁽¹⁷⁾. Los valores quedan así inmovilizados, aunque podrán ser transmitidos en determi- nadas condiciones. Por otro lado, inscrita la prenda el acreedor pignoraticio tendrá derecho a obtener el correspondiente certificado de legitimación para acreditar la titularidad de su derecho real limitado ⁽¹⁸⁾.

a) *Procedimiento de inscripción*

La inscripción de la garantía en el caso de valores no admitidos a negocia- ción en un mercado secundario organizado se verificará en la correspondiente entidad encargada del registro contable, dado que el sistema de llevanza del registro es de entidad única. Por el contrario tratándose de valores cotizados en Bolsa al existir un sistema de doble escalón registral, la inscripción de la prenda se deberá producir en el registro contable de la entidad adherida donde conste inscrita la titularidad del pignorante o, siendo la entidad adherida el pignorante, cuando se inscriba en los registros a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, SCLV.

Para la práctica de la inscripción de la constitución de la prenda el RDAC remite a las reglas previstas en la transmisión de valores anotados (artículo 51.1 RDAC), aunque aquí el valor gravado sigue contabilizado a nombre del nudo titular, pero desglosado del saldo de los demás valores que le pertenezcan y a los que no afecte el derecho real (artículos 17.3 y 47.1 RDAC). Asimismo el desglose identificará al titular o en su caso cotitulares de la prenda (artículo 47.2 RDAC).

⁽¹⁶⁾ Vid. artículo 17 RDAC.

⁽¹⁷⁾ Vid. artículo 31.3 RDAC que señala que en las cuentas de los registros contables “se mantendrá el oportuno control de los valores afectados por situaciones especiales siendo, en todo caso, objeto de desglose los valores sobre los que se constituyan derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que se hayan expedido certificados”.

⁽¹⁸⁾ A este respecto el nuevo párrafo final del artículo 18.1 RDAC, introducido por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, ha establecido que “Asimismo también se podrán expedir otras certificaciones que acrediten (...) la constitución de prendas o cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro”.

La prenda quedará inscrita en cuanto la entidad encargada del registro contable “tenga constancia” de la voluntad del titular de los valores y del sujeto a cuyo favor se constituye la carga (artículo 50.2 RDAC). Las entidades encargadas en todo caso “deberán procurarse siempre la debida acreditación de la concurrencia de los consentimientos” a la inscripción, para su conservación según lo previsto en el artículo 30 del CCom (artículo 50.4 RDAC) y para efectuar la anotación correspondiente en el libro o fichero diario de inscripciones.

En el caso de haberse realizado las partes aportarán la documentación del acuerdo de inscribir la prenda, para que la entidad encargada pueda examinar la validez y suficiencia del mismo como título constitutivo (artículo 50.2 RDAC), salvo que deba practicar la inscripción sin otro requisito por tratarse de documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores (artículo 50.1, RDAC). Aunque no existe obligación de elevar a escritura pública el documento del acuerdo de inscribir la prenda, será el modo más normal de formalizarlo ⁽¹⁹⁾.

La inscripción se realizará “en la cuenta correspondiente”, según señala el artículo 10 LMV, que no precisa sin embargo cuál es esa cuenta. Habrá que entender que esa cuenta es la del deudor, y que será éste quien se dirija a la entidad encargada del registro ordenando que se inscriba el gravamen ⁽²⁰⁾. Pero si el disponente tuviera en ese momento expedido a su favor un certificado de legitimación sobre los valores, deberá devolverlo a la entidad encargada del registro para que ésta pueda dar curso a la inscripción del gravamen. La entidad encargada de la llevanza del registro deberá comprobar que el pignorante tenga previamente inscritos los valores a su favor ⁽²¹⁾. La entidad encargada sin embargo, no tiene que investigar si el disponente es el verdadero titular de los valores, sólo debe comprobar su titularidad formal, su legitimación de acuerdo con el artículo 11 de la LMV. Por tanto, si el constituyente de la prenda aparece inscrito como titular de los valores en el registro y devuelve el certificado que tuviera expedido, o si el certificado hubiera quedado sin valor, la entidad encargada del registro procederá a inscribir la prenda.

(19) Vid. infra II 2.3.; MEJÍAS GÓMEZ, J., “Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración”, en *Actualidad Civil*, 1992 (X), pág. 127.

(20) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta” en *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pág. 109. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 395.

(21) Así se deduce de lo previsto en los artículos 12.4 y 11.3 LMV, debiendo la entidad encargada del registro consultar sus propios “libros” a este fin.

B) Constitución no contractual de la prenda

Además de la constitución de la prenda mediante contrato que contempla nuestro Código Civil, existen otras formas de constitución de la prenda ⁽²²⁾, que pueden ser aplicables a la constitución de prenda de valores anotados. Así, la adquisición *mortis causa*, por usucapión, y la adquisición *a non domino*.

a) *Adquisición mortis causa*

Respecto a este supuesto cabe señalar que de acuerdo con la previsión del CC, por la que el acreedor pignoraticio adquiere el derecho desde el momento de la muerte del testador ⁽²³⁾, la titularidad de la prenda de valores anotados se adquirirá *mortis causa* sin necesidad de inscripción registral a su favor, aunque habrá de realizarse esta inscripción para que el titular quede legitimado para el ejercicio del derecho.

b) *Usucapión* ⁽²⁴⁾

La constitución de la prenda por usucapión requiere que el acreedor del crédito garantizado tenga inscrito a su favor un derecho de prenda sobre unos valores de los que sea titular un tercero, distinto del deudor del citado crédito. Esta situación será necesario además, que se mantenga durante el plazo que exige el artículo 1955 CC para la prescripción adquisitiva, es decir tres años, con buena fe, o seis años, sin necesidad de ninguna otra condición, lo que resulta difícil que llegue a darse.

c) *Adquisición a non domino*

Cabe admitir la adquisición *a non domino* del derecho de prenda en los mismos términos en los que lo sea la del derecho de propiedad. Así, puede

⁽²²⁾ Vid. ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, vol. 2.º, 1983, págs. 241-242; también O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio de Derecho Civil*, Tomo III, 1985, pág. 282.

⁽²³⁾ Vid. artículo 989 CC, mediante aceptación si es heredero; o sin ella si es legatario, artículo 882 CC.

⁽²⁴⁾ Vid. ALBALADEJO GARCÍA, M., “Adquisición por usucapión del derecho real de prenda” y “La posibilidad del derecho de prenda”, en *Estudios de Derecho Civil*, 1955, págs. 19 y ss. y 5 y ss.; también ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, 1983, pág. 241; LACRUZ BERDEJO, J.L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, 1980, pág. 150; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español, común y foral*, Tomo II, 1983, pág. 488.

interpretarse el artículo 464 CC en el sentido de que la persona que recibe de buena fe una cosa mueble en concepto de acreedor pignoraticio adquirirá, por ese acto, el derecho real de prenda sobre ella.

También cabe la extensión del artículo 545 CCom —que recoge la irrevindicabilidad respecto de los títulos-valores— a la transmisión del título a efectos de garantía, pudiendo aplicar analógicamente su contenido a los valores anotados.

El artículo 324 CCom por otro lado, tras su nueva redacción dada por la Disposición Adicional 4.^a de la LMV, establece expresamente que “Los valores pignorados (...) no estarán sujetos a reivindicación mientras no sea reembolsado el prestador, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los valores dados en garantía”. El texto anterior de este artículo se refería a la no reivindicación de los “efectos cotizables al portador” pignorados, mientras que ahora la nueva redacción introducida por la LMV se refiere a los “valores pignorados” incluyendo por tanto no sólo a los títulos-valores sino también a los valores anotados ⁽²⁵⁾. Si bien una lectura *a contrario* de este artículo 324 puede cuestionar que se produzca una adquisición *a non domino* auténtica del derecho de prenda, dado que el titular de los valores puede recuperarlos si abona al acreedor pignoraticio el importe de su crédito ⁽²⁶⁾, lo cierto es que al reconocer esta facultad no se niega la existencia de un derecho de prenda sino que se indica una característica de la prenda: la posibilidad de retener el bien pignorado que al acreedor le atribuye la Ley mientras no le sea pagado el crédito garantizado. Lo que afirma la idea de que realmente el acreedor sí había adquirido un derecho de prenda sobre los valores, pues si no fuera así sufriría la acción reivindicatoria del propietario.

Cabe señalar asimismo, que la LMV en su artículo 9.3 establece que no serán reivindicables los valores anotados adquiridos por un tercero, de persona que aparezca legitimada para transmitirlos según los asientos del registro contable, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Dado por tanto, que se prevé la posibilidad de que un tercero adquiera de *non domino* un derecho real pleno, será igualmente posible con mayor razón que pueda adquirir también de *non domino* un derecho real limitado, así la prenda, en las mismas circunstancias ⁽²⁷⁾.

⁽²⁵⁾ Vid. MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta*, 1990, pág. 100.

⁽²⁶⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 423.

⁽²⁷⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 426.

Para que este efecto se produzca será necesario que la adquisición del tercero proceda de un negocio constitutivo válido, debiendo quedar la prenda inscrita en el registro contable a favor del adquirente, pues en otro caso sólo surgirían entre pignorante y acreedor relaciones de tipo personal y sin trascendencia real. Asimismo, la adquisición ha de realizarse a persona que se encuentre legitimada para constituir la prenda según el registro contable, y deberá realizarse con carácter oneroso, según precisa el artículo 9.3 LMV, lo que se producirá —si no resultase de la propia configuración negocial— cuando la constitución de la prenda se configure como una condición del nacimiento de la operación garantizada, que se considera así como contraprestación de la misma ⁽²⁸⁾. Por último, la ley viene a indicar que el adquirente debe haber obrado en el momento de la adquisición —en el caso de constitución de la prenda, en el momento de la inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente— sin mala fe o culpa grave. Si bien en otros supuestos semejantes ⁽²⁹⁾, se exige haber actuado con buena fe, en este caso se reduce esa exigencia a la ausencia de mala fe o culpa grave, exigiendo una actuación mínimamente diligente del adquirente respecto de la apariencia de titularidad obtenida ⁽³⁰⁾.

d) *Constitución por acto unilateral*

Si bien lo normal es que para la constitución de la prenda exista un acuerdo de voluntades, aunque la orden haya de emitirse por el constituyente de la garantía, se plantea la posibilidad de constituir la prenda sin contar con la voluntad del favorecido por la garantía.

Este sistema no parece factible respecto de la prenda posesoria, pues es necesaria la entrega de la cosa al acreedor y por tanto su cooperación, e igualmente si se decide dejar la cosa en poder de un tercero, éste deberá ser designado de mutuo acuerdo. En cambio, sí parece posible plantearse la constitución de prenda de valores anotados por acto unilateral ⁽³¹⁾, sin contar con la voluntad del favorecido por la garantía. Esto es así, por cuanto se prevé la constitución de

⁽²⁸⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 427. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta*, 1995, pág. 538.

⁽²⁹⁾ Como los de los artículos 464 CC, 34 LH, y 19.2 LCCh.

⁽³⁰⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 428-429.

⁽³¹⁾ Aun cuando el RDAC parece excluir dicha constitución sin contar con el consentimiento del beneficiario (artículo 50.2, RDAC).

hipoteca inmobiliaria por acto unilateral (artículo 138, LH), y en ambos casos existe un sistema de carácter registral ⁽³²⁾.

Por tanto, una vez dada la orden de constitución de la prenda por el titular registral, la entidad encargada del registro contable deberá ejecutarla. Si el titular tuviera expedido a su favor un certificado de legitimación, deberá devolverlo a la entidad gestora para que ésta proceda a dar curso a la orden, salvo que el certificado hubiera perdido su valor (artículo 12.4 LMV). La entidad encargada deberá ejecutar la orden con independencia de que se trate de una actuación unilateral del disponente o haya existido previamente un acuerdo con el acreedor. Pero si se trata de una actuación unilateral el constituyente de la prenda —al igual que ocurre en la hipoteca unilateral— deberá señalar un plazo para que el acreedor acepte la prenda, y si el plazo terminara sin que el acreedor la aceptase el disponente podrá revocar la inscripción de la prenda.

La aceptación del beneficiario no podría constar en el registro, al no existir aquí una posible “nota marginal” (artículo 141.I, LH). Si tras el requerimiento correspondiente realizado por el constituyente de la prenda, según se hubiera previsto al efecto en el título constitutivo, no se produjera la aceptación el retraso provocaría la revocación de la prenda. Esta cancelación no exigiría en ese caso el consentimiento del beneficiario de la prenda que no la hubiese aceptado (artículo 50.2 RDAC), anotándose por la entidad encargada del registro al acreditársele la producción de las circunstancias establecidas, entre ellas el requerimiento realizado (artículo 237.I, RH). En definitiva la cancelación se produciría por orden del constituyente de la prenda a la entidad gestora, de manera similar a la orden de inscripción de la prenda.

La Ley de Reforma de la LMV ⁽³³⁾ (LRLMV), ha confirmado la posibilidad de constitución unilateral de prenda de valores anotados al recoger en su Disposición Adicional Sexta 2, la constitución de prenda sobre valores anotados cotizados en mercados secundarios oficiales, mediante manifestación unilateral del titular registral.

En efecto, la citada Disposición Adicional en su número 1 establece que: “Cuando en garantía de las obligaciones generales contraídas frente a algún mercado secundario oficial o frente a sus sistemas de compensación y liquidación, o en garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas por opera-

(32) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 396.

(33) Ley 37/1998, de 16 de noviembre, publicada en el BOE de 17 de noviembre de 1998.

ciones efectuadas en uno de estos mercados ⁽³⁴⁾, se constituyesen prendas sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios y representados por medio de anotaciones en cuenta, tales prendas podrán constituirse mediante póliza intervenida por corredor de comercio colegiado o escritura pública”. No obstante, en su número 2, la citada Disposición Adicional prevé que dichas prendas podrán constituirse “sin los efectos de los documentos referidos, pero con aplicación de lo dispuesto en el artículo 10 LMV”: “b) Mediante manifestación unilateral del que aparezca como titular en el registro contable, incluso realizada por medios telemáticos, en cuyo caso se entenderá producida la aceptación de la entidad a cuyo favor se constituya desde que se comuniquen dicha manifestación unilateral a la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores, siempre que así esté previsto en la reglamentación del mercado o sistema de compensación y liquidación de que se trate, o se haya pactado expresa y previamente esta forma de aceptación entre las partes interesadas...”.

Por consiguiente, como alternativa a la constitución de la prenda mediante documento público ante notario o corredor de comercio, la LRLMV permite la constitución de la prenda por manifestación unilateral del titular registral. Ante la falta de intervención de fedatario público, la constitución de la prenda no tendrá los efectos que recoge el artículo 1218 del CC, ni tampoco se acreditará por fedatario la identidad y capacidad legal para contratar de los intervinientes, extremos que quedan al cuidado de la entidad encargada del registro. No obstante, se precisa que será aplicable a estas prendas lo dispuesto en el artículo 10 de la LMV ⁽³⁵⁾, y que por tanto la prenda así constituida será oponible y surtirá efectos contra terceros desde la fecha en que quede inscrita en el registro contable ⁽³⁶⁾.

A fin de permitir una mayor rapidez en la constitución de la prenda, la Disposición Adicional Sexta 2.b), permite incluso que la manifestación unilateral del titular registral se produzca “incluso realizada por medios telemáticos”.

⁽³⁴⁾ Asimismo, en garantía de las obligaciones contraídas frente al Banco de España en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria, así como a las que hayan de constituir las entidades participantes en un sistema interbancario de pagos en garantía de dicha participación. Disposición Adicional Sexta, 6 LRLMV.

⁽³⁵⁾ Esta precisión fue introducida por el Grupo Parlamentario Catalán a través de una enmienda al Proyecto de Ley (Enmienda núm. 68, publicada en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, del 26 de marzo de 1997), justificando dicha enmienda en la necesidad de aclarar que el sistema de los artículos 10 y ss. de la LMV sigue plenamente en vigor y en consecuencia se aplica a todos los efectos, a las prendas constituidas del modo establecido en el número 2 de dicha Disposición Adicional.

⁽³⁶⁾ LRLMV, Disposición Adicional Sexta 2.b), párrafo final.

Esta previsión que indudablemente puede lograr una mayor agilidad en la constitución de las prendas y por tanto en el funcionamiento de los mercados, hace temer sin embargo las consecuencias jurídicas que pueden producirse (así por errores o mal funcionamiento de los sistemas informáticos) de la constitución de prendas por el titular registral simplemente apretando las teclas de un ordenador.

No se establece un plazo para que se produzca la aceptación de la prenda por el acreedor, sino que dicha aceptación se entiende producida desde que se comunique a la entidad encargada de la llevanza del registro la manifestación unilateral del disponente, pero siempre que se haya previsto esta forma de aceptación en la reglamentación del mercado o sistema de compensación y liquidación de que se trate, o se haya pactado expresa y previamente esta forma de aceptación entre los interesados.

Dado el carácter unilateral de la prenda cabría el riesgo de que la garantía prestada no fuera suficiente, por ello se continúa diciendo por el referido apartado 2. b) de la Disposición Adicional que “No obstante, esta forma de aceptación de la constitución de la prenda no implicará la suficiencia de la garantía que se debiera prestar, por lo que, en caso de resultar insuficiente, habrá de estarse a lo que proceda en tal supuesto”.

La constitución de la prenda mediante su inscripción en el registro, será comunicada a la entidad beneficiaria por la entidad encargada del registro contable de los valores sobre los que se constituya la prenda, que también le informará de las incidencias que pudieran producirse ⁽³⁷⁾.

Cabe señalar asimismo que se regula la constitución unilateral de prenda, únicamente sobre valores anotados admitidos a negociación en mercados secundarios. No se prevé la prenda unilateral sobre valores anotados no cotizados, aunque no parece que no pudiera también constituirse de una forma similar.

C) Constitución mediante certificado de legitimación

La constitución de prenda sobre valores anotados mediante la entrega al acreedor del certificado de legitimación expedido respecto de los mismos no sería válida, no estando permitida por la ley ⁽³⁸⁾.

⁽³⁷⁾ LRLMV, Disposición Adicional Sexta, 2.b) segundo párrafo.

⁽³⁸⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 397. En contra FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Un nuevo registro jurídico de “bienes”: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*, 1989, pág. 1221.

Efectivamente el artículo 12.2 LMV ⁽³⁹⁾ precisa que “Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados”, lo que alcanza no sólo a los actos de enajenación, sino también a la constitución de gravámenes sobre los mismos.

Por otro lado, la entrega del certificado al acreedor podría parecer que crea efectos similares a la inscripción de la prenda, creando una situación de indisponibilidad al disponer el artículo 12.4 LMV que “las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor” ⁽⁴⁰⁾. Al no poder por tanto el titular de los valores devolver el certificado a la entidad gestora, no podría ordenar la transferencia de los valores.

Lo cierto es sin embargo, que el titular que hubiese entregado para la constitución de prenda el certificado emitido a su favor no quedaría imposibilitado para disponer de sus valores, ya que podría solicitar a la entidad gestora la expedición de otro argumentando su pérdida o sustracción, quedando el primer certificado —en manos del acreedor pignoraticio— privado de valor sin necesidad de seguir ningún procedimiento de amortización ⁽⁴¹⁾, pues según prevé el artículo 12.3 LMV “No podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado” ⁽⁴²⁾.

Los certificados realmente tienen como única función acreditar la legitimación que deriva exclusivamente de la inscripción en los registros contables. Son documentos probatorios o acreditativos del contenido de los registros, pero no incorporan propiamente derechos que puedan ser objeto de garantía real, por lo que su entrega al acreedor no tendría efectos registrales frente a terceros quedando en una mera relación obligacional entre las partes.

Por tanto, mientras no se inscriba la prenda en el registro, el acreedor “mero poseedor” del certificado no dispondrá del *ius distrahendi* en caso de incumplimiento ni tampoco de preferencia alguna sobre los demás acreedores del deudor, y además el titular no quedará imposibilitado para disponer de sus valores.

⁽³⁹⁾ Y en el mismo sentido el artículo 20.2 RDAC.

⁽⁴⁰⁾ En el mismo sentido artículo 21.1 RDAC.

⁽⁴¹⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 397-398.

⁽⁴²⁾ En el mismo sentido artículo 19.3 RDAC.

3. Oponibilidad de la prenda de valores anotados

La constitución de la prenda será oponible a terceros desde el momento en que quede inscrita en el registro contable (artículo 10.2, LMV, y 13.2 RDAC). A diferencia de la prenda posesoria en la que nace la prenda *inter partes* con la tradición de la cosa pero que sólo será oponible a terceros cuando conste por instrumento público la certeza de la fecha (artículo 1865 CC), por el contrario en la prenda de valores anotados la oponibilidad se produce por la inscripción, no dependiendo de que la fecha de la misma conste en instrumento público. El artículo 10.2 LMV deja por tanto sin aplicación el artículo 1865 CC del respecto de los valores anotados en cuenta ⁽⁴³⁾.

Si bien la finalidad que persigue el artículo 1865 CC es la de proteger a los demás acreedores del deudor/pignorante, que podrían quedar perjudicados por supuestos actos de constitución de la prenda hechos fraudulentamente por el deudor con el acreedor pignoraticio y que no responden a un verdadero acto de garantía, en el caso de prenda de valores anotados se ha considerado que con la inscripción del derecho real en el registro quedan ya suficientemente garantizados los terceros ante posibles actuaciones fraudulentas del deudor.

Por tanto, será posible formalizar en un *documento privado* la prenda de valores anotados, constituyendo título suficiente para que la entidad encargada del registro proceda a su inscripción en el registro ⁽⁴⁴⁾. Así se recoge en el artículo 50.1, RDAC, por remisión del artículo 51.1, RDAC, que prevé la práctica de la inscripción por la entidad encargada cuando la prenda se hubiera formalizado en documento público o privado. Incluso el artículo 51.2, RDAC permite a la entidad encargada del registro proceder a inscribir la prenda “en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción ⁽⁴⁵⁾”.

La Ley de Reforma de la LMV ⁽⁴⁶⁾ (LRLMV), ha recogido expresamente en la Disposición Adicional Sexta, 2.a) ⁽⁴⁷⁾, la posibilidad de constituir mediante *documento privado* prenda sobre valores anotados cotizados en mercados secun-

(43) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 398 y 399.

(44) Vid. MEJÍAS GOMEZ, J. “*Las acciones representadas mediante anotaciones...*” 1992 (X), pág. 127.

(45) Aunque el mismo artículo 50.4 RDAC exige que “Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos...”.

(46) Ley 37/1988, de 16 de noviembre publicada en el Boletín Oficial del Estado de 17 de noviembre de 1998.

(47) Vid., *supra* II.2.B).d).

darios oficiales en garantía de las obligaciones generales contraídas frente a algún mercado secundario oficial o frente a sus sistemas de compensación y liquidación, o en garantía de las obligaciones contraídas por operaciones efectuadas en uno de estos mercados ⁽⁴⁸⁾.

La constitución de la prenda en documento privado se configura en la Disposición Adicional Sexta 2.a) como alternativa a la constitución de la prenda mediante póliza intervenida por corredor de comercio colegiado o escritura pública, y por tanto sin los efectos de estos documentos, aunque con aplicación de lo dispuesto en el artículo 10 de la LMV ⁽⁴⁹⁾.

En el caso de constitución de prenda mediante documento privado, la entidad encargada de la llevanza del registro contable deberá practicar la correspondiente inscripción cuando tenga constancia del consentimiento del que aparezca como titular en el citado registro y de la entidad a cuyo favor se constituya la prenda. La entidad encargada del registro contable de los valores sobre los que se constituya la prenda, comunicará a la entidad en cuyo favor se haya realizado tanto la inscripción de la prenda como en su caso las incidencias o circunstancias que se produzcan.

Fuera del supuesto previsto en la Disposición Adicional Sexta de la LRLMV acabada de referir, sin embargo aunque exista la posibilidad de formalizar la prenda en documento privado, será conveniente su formalización en documento intervenido por Corredor de Comercio Colegiado o en escritura pública, dado que tendrá así un mayor grado de seguridad jurídica.

Si bien la inscripción es necesaria y suficiente para la constitución de la prenda sobre valores anotados sin necesidad de otros requisitos formales, sin embargo sí se requerirán algunos requisitos formales para la constitución de prenda en determinadas circunstancias. Así ocurre en el caso de préstamos con garantía de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será necesario que la prenda se documente en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio o en escritura pública, por aplicación de lo previsto en los artículos 320 y ss. del CCom. Esta precisión concuerda con la exigencia del

⁽⁴⁸⁾ Asimismo, en garantía de las obligaciones contraídas frente al Banco de España en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria, así como a las que hayan de constituir las entidades participantes en un sistema interbancario de pagos en garantía de dicha participación, Disposición Adicional Sexta, 6 LRLMV.

⁽⁴⁹⁾ Vid. supra II.2.B).d).

artículo 1865 CC ⁽⁵⁰⁾, aunque se trataría de un simple requisito formal pues los efectos frente a terceros de la prenda de valores anotados sólo se producirán, según señala el artículo 10.2 LMV, desde el momento en que se haya practicado su inscripción en el registro contable y no desde el día de la formalización en documento público. Igualmente sucede en el supuesto de constitución de prenda sobre acciones anotadas sujetas a nominatividad obligatoria, donde a efectos de conseguir una completa legitimación ante la sociedad emisora, deberá inscribirse la prenda —una vez constituida registralmente— en el libro registro interno de acciones nominativas (artículos 55.1 y 57.2.II LSA).

Al ser la prenda oponible a terceros desde su inscripción, los acreedores personales del pignorante tendrán que someterse al derecho preferente del acreedor pignoraticio, que podrá cobrar su crédito con el importe obtenido de la venta de los valores pignorados excluyendo a cualquier otro acreedor. Por tanto, producida la suspensión de pagos o la quiebra del deudor, el acreedor pignoraticio de valores anotados tendrá un derecho de abstención y de ejecución separada respectivamente. En el caso de quiebra el derecho de separación reconocido al acreedor pignoraticio está contenido en el artículo 918 CCom. Este artículo sin embargo exige que la prenda conste en póliza intervenida por fedatario mercantil o en escritura pública para reconocer el derecho de ejecución separada al acreedor. En el caso de prenda de valores anotados podría por tanto exigirse este requisito formal, que obligaría a acudir al fedatario tras obtener la inscripción del gravamen con un certificado acreditativo. Sin embargo, en la prenda de valores anotados la oponibilidad no depende de la formalización en documento público, teniendo un carácter general que no puede excluir a los acreedores del pignorante. Por ello el acreedor con prenda de valores anotados debe tener también un derecho de ejecución separada en la quiebra, debiendo entenderse incluidos en el artículo 918 CCom los acreedores con prenda de valores anotados inscrita en el registro correspondiente ⁽⁵¹⁾.

4. Ejercicio de los derechos vinculados a los valores anotados

Al constituirse la prenda, en el asiento del valor anotado objeto de la misma se inscribirán, el titular del valor —deudor pignorante— y el titular del derecho real limitado —acreedor pignoraticio— ⁽⁵²⁾. Si bien no cabrá duda sobre la titularidad de cada uno, sí se planteará duda sobre el alcance de esa titularidad respecto del ejercicio de los derechos gravados.

⁽⁵⁰⁾ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta*, 1993, pág. 110.

⁽⁵¹⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 400-401.

⁽⁵²⁾ Artículo 47.2 RDAC.

Será necesario por tanto, establecer la forma de ejercicio de los derechos, económicos, políticos y de otro tipo que los valores anotados pignorados llevan aparejados.

Por lo que se refiere a los *derechos de contenido económico* o patrimonial: el derecho al dividendo o a la percepción de intereses, derecho al reembolso del principal por amortización de los valores, derecho de suscripción preferente de acciones nuevas, derecho de conversión de obligaciones convertibles, derecho a la cuota correspondiente en el caso de reducción del capital o de disolución de la sociedad, etc., el titular de los valores seguirá, en la mayoría de los casos, detentando el ejercicio de estos derechos a pesar de la constitución de la prenda, de forma que será el titular y no el acreedor pignoraticio el que acreditará estos derechos ⁽⁵³⁾.

El ejercicio de estos derechos se realizará a través de la entidad encargada del registro, que procederá a abonar en la cuenta de valores o de efectivo del titular el dinero o los valores resultado del ejercicio de los derechos. Incluso el ejercicio de estos derechos se realizará en muchos casos automáticamente por la entidad encargada, al no necesitarse ninguna decisión o actuación del titular. En otros casos sin embargo, sí será necesario que la entidad encargada consulte previamente al titular de los valores su parecer, como ocurre en el caso del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones, de nuevos desembolsos del socio, conversión de obligaciones en acciones y derechos análogos.

Cabe prestar una mayor atención al derecho a la percepción de prestaciones periódicas, intereses, y al derecho al reembolso del principal en caso de amortización.

Respecto al primero de estos derechos es preciso determinar si resulta aplicable a los valores anotados lo previsto en el artículo 1868 del CC, que dispone que “Si la prenda produce intereses, compensará el acreedor los que perciba con los que se le deben; y si no se le deben, o en cuanto excedan de los legítimamente debidos, los imputará al capital” ⁽⁵⁴⁾. Este artículo parte sin embargo, del supuesto de que el acreedor pignoraticio es el poseedor de la cosa

⁽⁵³⁾ Este es el principio general con relación a las acciones de la sociedad anónima, ya que salvo disposición contraria de los estatutos, el ejercicio de los derechos de socio corresponde al titular de los valores (artículo 72 LSA), criterio que puede aplicarse también a otras clases de valores. Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 416.

⁽⁵⁴⁾ Vid. SÁNCHEZ PARODI PASCUA, J.L., “Prenda y embargo de acciones”, en *Derecho de Sociedades Anónimas*, T. II, vol. 2, 1993, págs. 808 y ss.; DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 416 y ss.

empeñada que produce intereses, ya que el CC conoce la prenda con desplazamiento posesorio, y al estar el bien pignorado en manos del acreedor es lógico que sea éste quien perciba los intereses y realice la compensación prevista por el artículo 1868 CC. El acreedor no tiene —en virtud de dicho artículo— un derecho de prenda sobre los intereses, aunque por el hecho de percibirlos al poseer el bien pignorado, debe compensarlos con los que se le deben, extinguiéndose por la compensación la obligación del deudor. Dado que en los valores anotados el acreedor no es también poseedor de los valores pignorados, no cabe aplicar la compensación anticrética referida contenida en el artículo 1868 CC, salvo que por acuerdo entre acreedor y deudor se acordara su aplicación, lo que debería ser notificado a la entidad que administre los valores para que ésta distribuyera los intereses en la forma acordada ⁽⁵⁵⁾.

Por lo que se refiere al derecho al reembolso del principal, cabe señalar que si los valores pignorados son amortizados antes de que resulte exigible la obligación garantizada, la prenda se extenderá al importe resultante de la amortización. Este importe se mantendrá indisponible por el titular de los valores y afecto al cumplimiento de la obligación garantizada. La inmovilización de los saldos de valores anotados pignorados se traslada a los saldos de efectivo que resultan de la amortización, cuyo importe deberá depositarse en una cuenta de la que el deudor no podrá disponer sin consentimiento del acreedor ⁽⁵⁶⁾.

En cuanto a los *derechos políticos* o administrativos, como los de asistencia y voto en Junta General, el de información, el de impugnación de derechos sociales, etc., serán ejercitados por el titular de los valores pignorados frente a la entidad emisora. Para ello el titular se valdrá de los certificados expedidos a su favor por la entidad encargada del registro contable ⁽⁵⁷⁾.

Respecto del *derecho de transmisión* de los valores anotados pignorados cabe señalar que el titular inscrito pignorante podrá transmitir los valores anotados gravados a tercero que no recibirá la titularidad plena sobre ellos, pues el tercero no adquirirá mayor titularidad que aquella para la que aparezca legitimado el cedente “según los asientos del registro contable” (artículo 9.III LMV). La transmisión mantendrá la sujeción a la prenda de los valores anotados trans-

(55) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 418.

(56) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 419, quien señala que éste es el sistema utilizado con relación a la Deuda Pública anotada por el artículo 17 de la OM de 19 de marzo de 1987 y la norma sexta de la Circular 16/1987, de 19 de mayo del Banco de España.

(57) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 419-421.

mitidos⁽⁵⁸⁾, y en tanto se mantenga el gravamen, el adquirente tendrá que soportar que su potestad dominical se encuentre restringida.

El RDAC admite de modo expreso la transmisión de los valores pignorados, y contiene normas para hacer operativo el funcionamiento de la transmisión de dichos valores sin riesgo para los terceros adquirentes, que pueden quedar informados suficientemente de la situación de gravamen de aquéllos⁽⁵⁹⁾. El artículo 18.1 RDAC establece que el certificado de legitimación expedido al titular contendrá “los derechos limitados o gravámenes” que se hayan constituido sobre los valores”, por lo que a la hora de enajenarlos, el adquirente puede quedar informado de la existencia del derecho real de prenda⁽⁶⁰⁾, no existiendo ningún obstáculo por tanto para que este derecho continúe gravando los valores que son objeto de la transmisión. El artículo 21.2 RDAC contempla explícita-

(58) Con anterioridad a la promulgación del RDAC, DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 407 y ss., consideraba que la postura preferible pasaría por considerar transmisibles los valores pignorados, al ser la opción menos restrictiva para las facultades de su titular. Propugnaba arbitrar un sistema que permitiera a los terceros conocer si los valores que iban a adquirir estaban o no pignorados, para lo que sugería que a ese efecto podrían ser útiles los certificados de legitimación referidos en el artículo 12.3 LMV. Sin embargo concluía que la falta de publicidad formal en la regulación legal y la falta de “visibilidad” del gravamen de los valores anotados, hacían que la oponibilidad frente a terceros del gravamen, referida en el artículo 10 de la LMV, se tuviera que interpretar en el sentido de que afecta a los terceros acreedores del dueño de los valores y no a terceros adquirentes de los mismos, lo que le lleva a postular su intransmisibilidad mientras dure la prenda.

En el mismo sentido, ANGULO RODRÍGUEZ, L., *Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta*, 1992, pág. 303, entiende que “aunque pudiera ser deseable la disponibilidad de los valores pignorados con constancia de esa situación, lo impide la inexistencia de un auténtico sistema de publicidad formal de las anotaciones en cuenta practicadas y su eventual situación pignoraticia”.

Estas posturas quedaron superadas tras la aprobación del RDAC cuyo artículo 50.3 regula el procedimiento para la transmisión de los valores pignorados.

(59) En este sentido MUÑOZ CERVERA, M., “La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta”, en *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, 1996, págs. 1237 y ss., llega a la conclusión de que los valores anotados pignorados son transmisibles ya se trate de valores cotizados o no cotizados. También SANTOS, V., *Acciones y obligaciones...*, 1994, págs. 483-485, considera que el RDAC conduce a admitir la posibilidad de una transmisión de los valores gravados, pudiendo cumplir el “certificado de legitimación” la función de publicidad formal desatendida por el legislador al crear el registro de anotaciones en cuenta. Asimismo, ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta...*, 1995, págs. 604 y ss. y RAMOS GASCÓN, F.J., *Régimen jurídico de los valores*, 1997, pág. 613, se manifiestan a favor de la transmisión de los valores pignorados.

(60) Señala MUÑOZ CERVERA, M., *Prenda de valores...*, 1996, pág. 1260, que el adquirente “...obraría de forma nada diligente si adquiriese finalmente los valores sin exigir la previa exhibición de un certificado vigente”. De no hacerlo, añade, “se puede decir que no obraría de buena fe y por tanto no estaría amparado por el artículo 9, III de la LMV”.

mente la transmisión de los valores anotados sobre los que recaigan gravámenes al establecer que, tan pronto como al usufructuario, acreedor pignoraticio o titular de gravámenes le sea notificada la transmisión de los valores, deberá restituir el certificado que tenga expedido a su favor, sin perjuicio de que pueda solicitar y obtener la expedición de uno nuevo.

Con referencia a los valores no admitidos a negociación en mercado secundario oficial, el artículo 50.3 RDAC establece expresamente que “cuando la transmisión se refiera a la propiedad de valores sujetos a derechos reales o gravámenes”, la entidad encargada en cuanto se practique la inscripción tiene la obligación de notificarla al usufructuario, acreedor pignoraticio, o titular del gravamen, quienes deberán restituir el certificado acreditativo que se hubiera expedido a su favor, sin perjuicio de que puedan solicitar la expedición de uno nuevo que acredite su derecho conforme a la nueva identidad del titular de los valores pignorados.

En cuanto a los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el artículo 39.2 RDAC establece que los valores sobre los que recaigan gravámenes no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos, pero eso no significa que queden privados de transmisibilidad, sino que su transmisión queda sometida a otro tratamiento que es el regulado en el artículo 38 RDAC que recoge las operaciones liquidadas directamente entre las partes y las transmisiones contempladas en el (nuevo, tras la reforma de la LRLMV) artículo 36 LMV. De todas formas, como se trata de valores cotizados, será necesario comunicar la operación a los organismos rectores del mercado —según exigen los artículos 2.2.e) y 5.2 del RD 1416/1991, de 27 de septiembre—, aunque en ocasiones sólo como forma de asegurar la publicidad y registro de estas operaciones especiales.

La circulación de los valores anotados pignorados no impide que quede reservado el *ius distrahendi* a favor del acreedor, por lo que si el deudor del crédito garantizado incumpliese la obligación, el acreedor realizará su deuda sobre los valores.

Por último, respecto al *derecho de traspaso o transferencia* entre entidades adheridas de los valores anotados pignorados, el artículo 41.3 RDAC dispone que “No podrá tener lugar la transferencia entre Entidades adheridas de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes sin que lo solicite también el titular de los mismos o se acredite que concurre su consentimiento”. Por tanto, de no producirse la citada intervención del acreedor pignoraticio no le es posible al titular de los valores, la transferencia de los mismos de una entidad adherida a otra manteniéndose la misma titularidad.

5. Ejecución de la prenda

En el supuesto de que el deudor incumpliera la obligación garantizada, el acreedor pignoraticio tendrá que realizar su deuda sobre los valores. Sin embargo ni la LMV, ni tampoco el RDAC, han establecido un sistema para la ejecución de la prenda de valores anotados, por lo que habrá que acudir al procedimiento previsto en el CCom ⁽⁶¹⁾.

El artículo 322 CCom recoge un procedimiento de ejecución al que el acreedor sólo puede acudir en el caso de que se trate de valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial y cuando además la obligación garantizada tenga el carácter de préstamo, o de crédito otorgado por una entidad de crédito y haya sido documentada en escritura pública o en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio ⁽⁶²⁾, en la que se identifique adecuadamente el valor anotado en cuenta pignorada. El acreedor deberá entregar a los organismos rectores del correspondiente mercado secundario oficial —la Sociedad de Bolsas, si se trata de valores incluidos en el Sistema de Interconexión Bursátil, o la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente si los valores sólo cotizan en una Bolsa—, la escritura o póliza en la que se hubiera formalizado el préstamo y el certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable ⁽⁶³⁾. Tratándose de operaciones de crédito se acompañará además, el documento fehaciente al que hace referencia el artículo 1435 de la LEC ⁽⁶⁴⁾.

El organismo rector correspondiente, una vez hechas las oportunas comprobaciones —lo que debería suponer consultar a la entidad encargada del registro sobre la correcta emisión del certificado y sobre su vigencia—, adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores pignorados en el mismo día en que recibe la comunicación del acreedor o, de no ser posible, en el día siguiente, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial ⁽⁶⁵⁾.

(61) Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 429.

(62) Vid. MEJÍAS GÓMEZ, J., *Las acciones representadas...*, 1992, pág. 127; DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 429-437; SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen de los valores...*, 1993, pág. 110; ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta*, 1995, pág. 610.

(63) Artículo 322.1 CCom.; Vid. MEJÍAS GÓMEZ, J., *Las acciones representadas...*, 1992, pág. 128, quien considera posible estipular póliza o escritura de pignoración en garantía de préstamos o créditos futuros. En cuyo supuesto, se debería acompañar al documento público de instrumentalización del préstamo o crédito aquel en que se formalizó la garantía.

(64) Artículo 323 CCom.

(65) Artículo 322.2 CCom. Vid. MEJÍAS GÓMEZ, J., *Las acciones representadas...*, 1992, pág. 128.

El plazo para que el acreedor pignoraticio pueda hacer uso de este procedimiento ejecutivo especial es sumarisimo, tres días hábiles desde el vencimiento del préstamo garantizado ⁽⁶⁶⁾. No es preciso requerir de pago al deudor, ni será necesario citar al deudor y al dueño de la prenda en su caso, como sí se prevé en el artículo 1872 del CC, lo que agiliza notablemente el procedimiento ⁽⁶⁷⁾.

Alternativamente al procedimiento del artículo 322 del CCom —y aparte del ejercicio judicial de las acciones del acreedor pignoraticio— cabe la posibilidad de que el acreedor y el deudor pacten el recurso a un procedimiento extrajudicial distinto del previsto en dicho artículo, siempre que se respete la prohibición del pacto comisorio, y que se asegure en interés del deudor una enajenación al mejor precio posible ⁽⁶⁸⁾. Pero si los valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será necesaria en cualquier caso la participación de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial.

La participación de la entidad miembro del mercado no puede limitarse a tomar razón de una operación a cambio convenido, sino que para una mayor tutela del deudor, debe actuar como un verdadero intermediario, buscando el mejor precio posible. Si los valores no son cotizables, también podrá pactarse la intervención de Sociedades o Agencias de Valores, lo que protegerá los intereses del deudor. Asimismo, si no existe un mercado que proporcione un cambio oficial y para evitar los peligros que ello supone para el dueño de la prenda, será necesaria la notificación previa al deudor antes de que el acreedor proceda a la enajenación por medio de un intermediario profesional ⁽⁶⁹⁾.

En el caso de las prendas previstas en la Disposición Adicional Sexta de la LRLMV antes reseñadas sobre valores anotados cotizados en mercados secundarios, el apartado 3 de la Disposición Adicional establece que la ejecución de estas prendas se realizará conforme a lo previsto en los artículos 322 a 324 del CCom, aunque será suficiente la acreditación de los documentos que prevean,

⁽⁶⁶⁾ Artículo 322.3 CCom. No obstante, sería posible ampliar este plazo por acuerdo entre las partes en la póliza o escritura pública. En este sentido, vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 438, y MEJÍAS GÓMEZ, J., *Las acciones representadas...*, 1992, pág. 128.

⁽⁶⁷⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 430.

⁽⁶⁸⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, pág. 438; ESPINA, D. *Las anotaciones en cuenta*, 1995, pág. 610.

⁽⁶⁹⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A., *La prenda...*, 1991, págs. 439-440, que señala la posibilidad de pactar la enajenación del valor pignorado por Corredor de Comercio, de forma análoga a su intervención en el supuesto de embargo judicial de valores no cotizados previsto por el artículo 1482 de la LEC, en su redacción dada por la Disposición Adicional Quinta, 2 de la LMV.

en su caso, las normas de ordenación y disciplina del mercado al regular la creación de la prenda para acreditar la existencia de la garantía pignoratícia y de la cantidad adeudada.

Asimismo el apartado 5 de la referida Disposición Adicional también establece que cuando las garantías a que se refiere el apartado 1 de la misma consistieran en depósitos de efectivo, con o sin mandato de gestión, la ejecución de la garantía se hará por simple compensación. En los demás casos, cuando no exista un procedimiento de ejecución especialmente previsto por la ley se prevé que las garantías se ejecutarán por medio de subasta con intervención de notario o corredor colegiado de comercio y citación del deudor y del propietario del bien, valor o derecho dado en garantía si no fueran la misma persona, siguiéndose en lo demás el procedimiento previsto en el párrafo primero del artículo 1872 del CC, y sin que el procedimiento de ejecución pueda ser suspendido o interrumpido salvo por mandato judicial, debiendo en este caso el juez exigir garantía bastante para cubrir los daños que puedan derivarse de la suspensión a quien la hubiera instado.

III. USUFRUCTO DE VALORES ANOTADOS

Al constituirse el derecho real limitado sobre los valores anotados, se realiza la inscripción de la titularidad correspondiente junto a la del nudo titular en una misma cuenta ⁽⁷⁰⁾, una vez efectuada la correspondiente individualización o desglose de los valores afectados respecto del total de los valores fungibles no sujetos a gravamen ⁽⁷¹⁾. Resultará por tanto de gran importancia para el emisor u otro obligado, conocer el régimen de ejercicio de los derechos vinculados a los valores objeto de gravamen.

1. Ejercicio de los derechos vinculados a los valores

En el usufructo el usufructuario puede percibir directamente los frutos, sin que afecte al ejercicio del valor anotado gravado la distribución de los frutos que proceda en cada caso (artículo 471 CC). El usufructuario podrá reclamar el crédito vencido si tuviese dada o diere la fianza correspondiente, con independencia del destino del importe cobrado (artículo 507 CC). Si, sin embargo, estuviese dispensado de prestar fianza o no hubiese podido constituirla, o la

⁽⁷⁰⁾ Artículo 47.2 RDAC.

⁽⁷¹⁾ Artículo 47.1 RDAC.

constituida no fuese suficiente, necesitará autorización del propietario, o del Juez en su defecto para cobrar dichos créditos (artículo 507.I CC). Se atribuye por tanto al usufructuario un *ius exigendi* propio, que le permite reclamar por sí los créditos vencidos para que le sean pagados a él, aunque no tiene la obligación de ejercitar dicha acción. El usufructuario deberá también comunicar al propietario cualquier acto de que tenga noticia que pueda lesionar los derechos de propiedad, respondiendo en otro caso de los perjuicios como si se hubiesen ocasionado por su culpa (artículo 511 CC).

Dado que de los asientos del registro contable de los valores anotados no podría deducirse la distribución de facultades entre usufructuario y nudo propietario, deberá comunicarse al obligado contable dicha distribución. El usufructuario para ejercitar su derecho, deberá acreditar su legitimación registral como titular del derecho real limitado así como en su caso la prestación de fianza y la autorización del nudo titular ⁽⁷²⁾. A este efecto sería conveniente que se dejara constancia de la prestación de fianza en el registro contable al inscribirse el usufructo, con lo que el deudor podría conocer no sólo la inscripción de éste sino también la existencia y suficiencia de la fianza.

El usufructuario podrá reclamar, salvo pacto en contrario comunicado al deudor o inscrito en el registro, el capital así como los intereses y toda otra clase de utilidades del valor anotado (artículos 507 y 479 CC).

En el caso de las *acciones*, la complejidad de la participación social recibe un tratamiento específico, con independencia de la relación entre las partes. La cualidad de socio reside en el nudo propietario, y salvo disposición contraria de los estatutos, se atribuyen a éste los derechos de socio excepto el derecho al dividendo.

El usufructuario tendrá, en todo caso, derecho a los dividendos acordados por la sociedad durante el usufructo, a quien pertenecen siempre como frutos civiles (artículo 67.1.I LSA), aunque el ejercicio de los demás derechos de socio corresponderá al nudo propietario (artículo 67.1.I LSA). Como excepción, sin embargo si el nudo propietario no hubiese ejercitado o enajenado el derecho de suscripción preferente diez días antes de la extinción del plazo fijado para su ejercicio, estará legitimado el usufructuario para proceder a la venta de los derechos o a la suscripción de las acciones. Si se enajenan los derechos de suscripción, bien por el nudo propietario o por el usufructuario, el usufructo

(72) Vid. ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta*, 1995, pág. 598.

se extiende al importe obtenido por la enajenación (artículo 70.1 y 2 LSA) ⁽⁷³⁾. Estos mismos derechos son concedidos al usufructuario en el caso de emisión de obligaciones convertibles en acciones de la sociedad (artículo 70.4 LSA).

En el caso de usufructo de acciones “no liberadas”, el obligado frente a la sociedad a efectuar el pago de los dividendos pasivos es el nudo propietario, quien tiene derecho a exigir del usufructuario hasta el importe de los frutos, el interés legal de la cantidad invertida (artículo 69.1 LSA). Si el nudo propietario no hubiere cumplido esa obligación cinco días antes del vencimiento del plazo fijado para realizar el pago, podrá hacerlo el usufructuario, que podrá repetir contra el nudo propietario al terminar el usufructo (artículo 69.2 LSA).

En cualquier caso, y de una forma paralela al supuesto de prenda de acciones, el usufructuario queda obligado a facilitar al nudo propietario el ejercicio de los derechos que no hayan sido atribuidos al usufructuario (artículo 67.2 LSA).

IV. TRANSMISIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS

Los derechos reales limitados constituidos sobre valores anotados pueden también ser objeto de transmisión. Esta circulación del derecho real limitado tendrá lugar por medio de la inscripción registral correspondiente a favor del adquirente.

La inscripción de la transmisión del derecho real limitado se realizará según la forma prevista para la transmisión del valor anotado sometido a gravamen. La transmisión no quedará perfeccionada sino hasta que se practique la inscripción, aunque previamente existiera ya una relación entre los contratantes que justifique la transmisión del derecho real limitado.

La transmisión del gravamen inscrito se realizará fuera de los mercados secundarios oficiales, como operación liquidada directamente entre las partes ⁽⁷⁴⁾. En el caso de que la transmisión afecte a valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, el artículo 51.1 RDAC dispone que la

⁽⁷³⁾ Aunque el artículo 70.1 LSA utiliza el término legitimado para referirse a la facultad de venta o suscripción del usufructuario, PANTALEÓN PRIETO, F., “Copropiedad, usufructo, prenda y embargo”, en *Comentario al régimen legal de las Sociedades Anónimas*, tomo IV, volumen 3.º, pág. 161, considera que se configura en dicho artículo una situación de “titularidades temporalmente compartidas” en la que el usufructuario no es un simple legitimado, sino que nudo propietario y usufructuario son sucesivamente titulares del derecho.

⁽⁷⁴⁾ Vid. ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta...*, 1995, pág. 551.

transmisión se practicará de acuerdo con las reglas previstas para la transmisión del pleno dominio (artículo 50 RDAC), debiendo la entidad encargada del registro realizar la inscripción en cuanto se le acredite el acuerdo entre las partes (artículos 38.1 y 50 RDAC). Si se trata de la transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, el artículo 39.1 RDAC prevé que la acreditación de la transmisión se realizará ante la entidad adherida según las reglas establecidas en los artículos 50 y 51 RDAC.

El transmitente del gravamen deberá restituir a la entidad encargada del registro el certificado de legitimación acreditativo de su derecho, que en su caso hubiera sido expedido a su favor (artículo 50.3 RDAC). Asimismo, y de una forma similar a la que procede en el caso de transmisión del valor anotado gravado, en cuanto se practique la inscripción relativa a la transmisión del derecho real la entidad encargada del registro deberá notificarlo al nudo titular para que restituya el certificado que tuviera expedido (artículos 51.1 y 50.3 RDAC), y así se actualice la indicación del titular del gravamen en los nuevos certificados que se expidan.

V. CANCELACIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS

La cancelación de la inscripción de los derechos reales limitados requiere la constancia del consentimiento de su titular, que puede ser reflejo del contrato original que las partes podrán aportar a la entidad encargada del registro como hecho determinante de la extinción del derecho real (artículo 51.2 RDAC).

Las partes pueden entregar de común acuerdo a la entidad encargada del registro los documentos necesarios para la debida acreditación de dicho contrato original (artículo 50.4 RDAC), de forma que en base a dicha documentación cualquiera de ellas pueda más adelante pedir la cancelación correspondiente, una vez producida la extinción del derecho real (artículo 51.2 RDAC).

La cancelación del derecho real resultará por tanto de la constancia del consentimiento del titular —así en una declaración del acreedor pignoraticio ante el Corredor Colegiado de Comercio quien remitirá ejemplar del documento a la entidad encargada del registro—, o por acreditación del hecho que determine la extinción del derecho —así el fallecimiento del usufructuario, el cumplimiento de las condiciones previstas en el título constitutivo, o el cumplimiento de la obligación garantizada—⁽⁷⁵⁾.

(75) Vid. SERRA MALLOL, A.J., “El sistema de anotaciones en cuenta y las acciones no admitidas en un mercado oficial”, *Tribuna Fiscal*, núm. 26, 1992, pág. 55.

La cancelación exige también la restitución de los certificados vigentes, expedidos en favor del titular del gravamen (artículo 51.2 *in fine*, RDAC). La restitución acompañará a la acreditación del hecho que determine la extinción del derecho real, lo que resulta lógico dado que el artículo 21 RDAC señala que no se podrá practicar inscripción alguna mientras que no se restituyan los certificados que afecten al derecho. La obligación de restituir decae si el certificado ha perdido vigencia ⁽⁷⁶⁾.

VI. EMBARGO DE VALORES ANOTADOS

La LMV se refiere en su artículo 10.I a la constitución de derechos reales limitados “u otra clase de gravámenes” sobre valores anotados. Dentro de esta segunda categoría, los gravámenes de “otra clase”, se incluye el embargo judicial de valores anotados.

Dado el carácter inmaterial de los valores anotados no resultarán aplicables las previsiones contenidas en la LEC para el embargo de bienes muebles, por lo que su traba se realizará como créditos, que pueden ser realizables o no en el acto (artículo 1447.II.4 y 9 LEC).

En el supuesto de embargo de acciones, para fijar su graduación en el orden de prelación fijado por el artículo 1447 de la LEC, será necesario distinguir según estén o no admitidas a negociación en un mercado secundario oficial. En el primer caso podrán ser embargadas inmediatamente después del dinero (artículo 1447.2 LEC). En el segundo caso quedarán incluidas dentro de la categoría de los bienes muebles (artículo 1447.6 LEC), a pesar del carácter inmaterial de las acciones anotadas que también tienen la consideración de valores mobiliarios (artículo 51 LSA).

La constitución del embargo tendrá lugar mediante su inscripción en la cuenta correspondiente donde esté anotada la titularidad (artículo 10.I LMV y artículo 13.I RDAC). A este efecto el Juez requerirá a la entidad encargada de la llevanza del registro, la cual procederá a desglosar los valores afectados por el embargo, diferenciándolos de los demás (artículos 39, 47.1 y 51 RDAC). La inscripción del embargo como gravamen, procederá en todo caso desde que se presente, ante la entidad encargada del registro, la resolución judicial —docu-

⁽⁷⁶⁾ No obstante tras la modificación del artículo 21.5 del RDAC, por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, se ha establecido que la vigencia de los certificados que puedan emitirse para acreditar la constitución de prendas (según lo previsto en el nuevo párrafo final del artículo 18.1 del RDAC, introducido por el RD 2590/1998) será “...la de la circunstancia de la que den cuenta...” por lo que mantendrán su vigencia en tanto esté viva la prenda.

mento público— en la que se declara el embargo de los valores anotados (artículos 50.1 y 51.1 RDAC). Una vez realizada la inscripción, será oponible a terceros (artículo 10.II LMV y 13.2 RDAC). La existencia del embargo podrá acreditarse mediante certificación expedida al efecto (artículo 18.1 RDAC, modificado por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre).

El ejecutado debería restituir los certificados de legitimación expedidos a su favor (artículo 12.IV LMV), aunque podría aplicarse la previsión de una inscripción inmediata en el caso de “transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas” (artículo 21.1 RDAC)⁽⁷⁷⁾. La constitución del embargo se deberá asimismo comunicar por la entidad encargada del registro a los titulares, plenos o limitados inscritos para que sustituyan los certificados que tuvieran expedidos a su favor por otros nuevos en los que conste el gravamen constituido. Se actuaría así de una forma similar al supuesto previsto en el artículo 50.3 RDAC, que en el caso de transmisión de valores anotados sujetos a derechos reales limitados impone la sustitución de los certificados emitidos para acreditar esos derechos.

También debería comunicarse la constitución del embargo a la entidad emisora, para evitar que de buena fe y actuando en base al certificado presentado por el ejecutado realizara la prestación en su favor (artículos 11.II y 12.I LMV).

1. Ejercicio de los derechos

La inscripción del embargo identificará al titular del gravamen —administrador de los valores anotados embargados— que no tendrá facultades de gestión de los valores, en tanto el ejecutado siga manteniendo plena legitimación para ejercitar las prestaciones a que dé derecho el valor anotado (artículo 11.I de la LMV). Por ello deberá requerirse al obligado para que retenga el pago (artículo 1165 del CC).

En el caso de embargo de acciones, el artículo 73 LSA aplica al embargo la normativa propia de la prenda, siempre que sea compatible con su régimen específico. Se atribuye por tanto al socio ejecutado el ejercicio de los derechos de socio, a quien se deberá facilitar dicho ejercicio (artículo 72.1. I y II LSA). El propietario embargado deberá realizar el desembolso de los dividendos pasivos, o sino tendrá que soportar la realización de sus acciones y que el embargo pase a recaer sobre la cantidad obtenida (artículo 72.2 LSA).

(77) Estaríamos así en un supuesto atípico de privación de valor del certificado, vid. ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta...*, 1995, pág. 567.

La regla de atribución de ejercicio de los derechos de socio puede sin embargo modificarse por decisión judicial en base a una serie de circunstancias ⁽⁷⁸⁾, como la cantidad y calidad de las acciones, cuando peligre la integridad de las acciones, o exista un procedimiento concursal, de forma que el Juez atribuirá al depositario-administrador legitimación suficiente para ejercitar esos derechos de socio, tanto políticos como económicos.

En el caso de los valores anotados sin embargo, la legitimación para el ejercicio de los derechos no se modifica por la inscripción del embargo, pues el titular del embargo sólo aparece legitimado con este carácter y no respecto de los valores objeto del embargo. La inscripción no expresará por tanto una especial legitimación del administrador judicial, al no estar prevista más que la general en la transmisión del valor anotado. Registralmente asimismo, el titular ejecutado podría ejercitar íntegramente los valores anotados, por lo que será necesario requerir al obligado para que cumpla las prestaciones que debe realizar sólo en los términos que el Juez haya establecido entre el administrador judicial y el ejecutado ⁽⁷⁹⁾.

2. Ejecución del embargo

Una vez que en el proceso donde se haya acordado el embargo se dicte sentencia ejecutiva y ésta adquiera firmeza, el acreedor podrá solicitar la realización de los bienes embargados para con la suma obtenida cobrar el importe de la deuda.

En la ejecución del embargo hay que distinguir dos supuestos distintos, puesto que el artículo 1482 LEC, en su nueva redacción dada por la Disposición Adicional Quinta, 2 LMV, establece dos procedimientos diversos para la venta de los “valores”, según estén o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Los valores no admitidos a negociación se venderán a través de Notario o Corredor Colegiado de Comercio (artículo 1482. II LEC), quienes actuarán como auxiliares técnicos del Juez, que debe acudir a ellos para que la ejecución se desarrolle. El fedatario levantará acta del remate, que se presentará ante la entidad encargada del registro para la inscripción del comprador como nuevo titular del valor anotado (artículo 50.1 RDAC).

En el caso de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, la venta tendrá que efectuarse a través de dicho mercado; el Juez se

⁽⁷⁸⁾ Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J.L., *Prenda y embargo de acciones*, 1993, pág. 834.

⁽⁷⁹⁾ Vid. ESPINA, D., *Las anotaciones en cuenta...*, 1995, pág. 565.

dirigirá al organismo rector del mercado secundario de que se trate, el cual adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores embargados (artículo 1482. I LEC). La venta se realizará a través de una sociedad o agencia de valores de acuerdo con el cambio medio ponderado que los valores tengan el día en que aquélla tenga lugar. El adquirente quedará inscrito en el registro como nuevo titular de los valores en base a la documentación expedida por estos intermediarios (artículo 50.1 RDAC).

Al tratarse de transmisiones que derivan de ejecuciones forzosas judiciales, las entidades encargadas del registro darán curso a las correspondientes inscripciones aunque los certificados de legitimación expedidos en favor del ejecutado no hayan sido restituidos (artículo 21.1 RDAC).

VII. ESPECIALIDADES DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE DEUDA PÚBLICA ANOTADA

Cabe señalar que la LRLMV ha modificado la regulación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, estableciendo que se regirá por la LMV y su normativa de desarrollo, así como por un Reglamento cuya aprobación corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reglamento que podrá ser desarrollado cuando así se prevea expresamente, mediante Circulares del Banco de España.

No obstante, mientras no sea publicado dicho desarrollo reglamentario, y no se apruebe el citado Reglamento del Mercado, la Disposición Transitoria Quinta de la LRLMV establece que permanecerán vigentes las disposiciones reglamentarias que en la actualidad regulan el citado mercado.

En la regulación todavía vigente por tanto, existen ciertas especialidades en el régimen de los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores de Deuda Pública anotada, motivadas por el régimen específico de registro otorgado a estos valores, que constituye un régimen diferenciado del dispuesto para los demás valores anotados en la LMV y en el RDAC.

Para los valores de Deuda Pública el RDAC en su artículo 43 establece su carácter únicamente supletorio, respecto de la normativa específica dictada para la Deuda Pública constituida por el RD 505/1987, de 3 de abril.

La constitución de derechos reales u otros gravámenes está prevista en el RD 505/1987, aunque sin gran detalle. El artículo 2.2 de dicho RD 505/1987

establece que: “La constitución de la prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta será comunicada a la Central de Anotaciones, que procederá a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna” ⁽⁸⁰⁾.

La comunicación a la Central de Anotaciones de la constitución de la prenda o derecho de garantía la realiza el pignorante (artículo 17.1 OM de 19 de mayo de 1987), aunque es necesario distinguir si el pignorante es titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, en cuyo caso la comunicación la realizará él mismo directamente a la Central. En otro supuesto distinto la comunicación del pignorante la tramita la entidad gestora en cuyo registro individualizado están anotados los valores empeñados. Mediante la comunicación se procede al desglose de los valores, es decir a su individualización e identificación dentro del saldo global en la Central de Anotaciones de la Entidad Gestora en cuyo registro el titular/pignorante tiene registrados sus valores.

El desglose de los valores provoca su indisponibilidad por el deudor, su inmovilización absoluta. Si bien en el ámbito de la LMV y del RDAC, no se establece la inmovilización de los valores sujetos a derechos reales limitados que pueden ser transmitidos mientras se encuentran en esa situación, en el ámbito del RD 505/1987 se establece la inmovilización absoluta de los saldos afectos a garantías. Así en tanto no se levante la garantía, el titular de los valores no podrá disponer de los mismos y su orden en este sentido no deberá ser atendida por la Entidad Gestora.

Por otro lado la comunicación de la constitución de la prenda y el desglose de los valores no son bastantes para que la prenda tenga efectos frente a terceros, al exigirse asimismo que se acredite ante la Central de Anotaciones y ante la Entidad Gestora que la fecha de constitución de la prenda conste en instrumento público ⁽⁸¹⁾.

Existen por último, importantes diferencias entre el certificado de legitimación previsto en la LMV y el RDAC, y la certificación prevista para el sistema de deuda anotada por el RD 505/1987. Así el certificado de legitimación tiene un contenido más amplio que la certificación de deuda anotada, ya que el primero acredita tanto la titularidad plena como la limitada, la segunda sólo acredita la constitución de prenda y demás derechos de garantía. La certifi-

⁽⁸⁰⁾ Vid. MUÑOZ CERVERA, M., *Prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta*, 1996, págs. 1268 y ss.; SÁNCHEZ GUILARTE, J., “Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta”, 1990, pág. 669.

⁽⁸¹⁾ Artículo 1865 CC.

cación de deuda anotada la expide la Central de Anotaciones, mientras que el certificado de legitimación lo expide normalmente la entidad encargada del registro contable o la entidad adherida correspondiente. El certificado de legitimación lo recibe el acreedor pignoraticio, mientras que la certificación de deuda anotada la recibe el pignorante titular de los valores.

En definitiva todas estas diferencias entre los dos sistemas no parecen tener gran fundamento en la mayor parte de los casos, por lo que se propugna el establecer una armonización entre los dos sistemas vigentes: el de la deuda pública anotada y el sistema establecido para los demás valores anotados ⁽⁸²⁾.

VIII. BIBLIOGRAFÍA CITADA

ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho Civil*, Tomo III, vol. 2, 5.ª ed., Barcelona 1983.

ANGULO RODRÍGUEZ, L., “Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos”, en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Civitas, Madrid, 1992, págs. 261 y ss.

BALLARIN MARCIAL, A., “Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada”, en *Revista de Derecho Mercantil*, 1956, págs. 299 y ss.

BARBA DE VEGA, J., “Comentario a la Sentencia de 27 de diciembre de 1985”, en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, 1986, núm. 10, págs. 3363 y ss.

CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, vol. 2, Madrid, 1983.

DÍAZ MORENO, A., “La prenda de anotaciones en cuenta”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1991, págs. 355 y ss.

DÍEZ PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, vol. III, 4.ª ed., Madrid, 1981.

EIZAGUIRRE, J.M., “Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1987, núm. 25, págs. 179 y ss.

ESPINA PÉREZ, D., “Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos”, Civitas, Madrid, 1995.

(82) Vid. en este sentido MUÑOZ CERVERA, M., *Prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta*, 1996, pág. 1290.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Un nuevo registro jurídico de ‘bienes’: el sistema de anotaciones en cuenta de valores”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1989, núm. 593, págs. 1.213 y ss.

LACRUZ BERDEJO, J.L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho Civil*, Tomo III, vol. 2, Barcelona, 1980.

MADRID PARRA, A., “La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1990, págs. 23 y ss.

MANZANARES SECADES, A., “Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985”, en *Anuario de Derecho Civil*, 1986, págs. 1293 y ss.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, Aranzadi, 1997.

MEJÍAS GÓMEZ, J., “Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración”, en *Actualidad Civil*, 1992, núm. 10, págs. 109 y ss.

MUÑOZ CERVERA, M., “La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta”, en *Estudios Menéndez...*, Tomo I, págs. 1237 y ss., Madrid, 1996.

O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., “Compendio de Derecho Civil”, Tomo III, Madrid, 1985.

PANTALEÓN PRIETO, F., “Cesión de créditos”, en *Anuario de Derecho Civil*, 1988, fascículo IV, Tomo XLI, págs. 1033 y ss.

— “Copropiedad, usufructo, prenda y embargo”, en *Comentarios al régimen legal de las Sociedades Anónimas*, Tomo IV, vol. 3, Madrid, 1992, págs. 160 y ss.

PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, Tomo III, vol. 3, Barcelona, 1983.

RAMOS GASCÓN, F.J., *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997.

ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “El sistema español de anotaciones en cuenta”, en *VV.AA., Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, págs. 83 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, en *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, págs. 91 y ss.

SÁNCHEZ GUILARTE, J., “Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta”, en *ALONSO UREBA/BONARDELL/GARCÍA VILLAVARDE, Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, 1990, págs. 647 y ss.

SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J.L., “Prenda y embargo de acciones”, en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol. 2, 1993, págs. 773 y ss.

SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA/DUQUE/ESTEBAN VELASCO/GARCÍA VILLAVERDE/SÁNCHEZ CALERO, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol 1, 1994, págs. 341 y ss.

SERRA MALLOL, A.J., “El sistema de anotaciones en cuenta y las acciones no admitidas en un mercado oficial”, en *Tribuna Fiscal*, núm. 26, 1992.

JURISPRUDENCIA

ACTUACIÓN ERRÓNEA DE LA ENTIDAD BANCARIA Y FORMA DE LA ORDEN DE TRANSFERENCIA

[Comentario de la Sentencia de la A.P. de Málaga (Sección 4^a), de 30 de octubre de 1997](*)

Ponente: Sr. Pazos Calvo

MANUEL JOSÉ VÁZQUEZ PENA

Profesor Titular Interino de Derecho Mercantil. Universidad de A Coruña

ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.—El Juzgado de Primera Instancia número 2 de Melilla dictó sentencia de fecha 15 de julio de 1996 en el juicio de menor cuantía del que este rollo dimana cuyo fallo dice “*Que desestimando la excepción de falta de litisconsorcio pasivo necesario, y desestimando igualmente la demanda formulada por la Procuradora doña C.S.M. en nombre y representación de don J.M.H.S. contra el Banco ‘X S.A.’ debo absolver y absuelvo a dicho demandado de las pretensiones contenidas en la demanda; sin hacer expresa condena sobre el pago de las costas procesales*”.

Segundo.—Contra la expresada sentencia interpuso, en tiempo y forma recurso de apelación el demandante el cual fue admitido a trámite y emplazadas las partes para que comparecieran ante esta Audiencia, personadas y entregados los autos a las mismas para instrucción durante 4 días, se señaló la vista del recurso que tuvo lugar el día 2 de octubre, en el cual el Letrado de la parte apelante informó en apoyo de sus pretensiones y solicitó la revocación de la sentencia recurrida y el Letrado de la parte apelada solicitó su confirmación, adhiriéndose al recurso en el acto de la vista en cuanto a la imposición de las costas al actor.

(*) Actualidad Civil —Audiencias— núm. 7 (quincena 1 al 15 de abril de 1998), págs. 424 a 426.

Tercero.—En la tramitación del recurso se han observado las prescripciones legales, siendo Ponente el Ilmo. señor don Luis Alfonso Pazos Calvo.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—Por el actor don J.M.H.S., se interpuso demanda contra el Banco “X S.A.”, interesando una sentencia en la que se condene a la entidad demandada a hacerle pago de la cantidad de dos millones de ptas. (2.000.000 ptas.), más los intereses legales y gastos ocasionados. Basándose para ello en que es titular de una cuenta corriente en el citado Banco Sucursal de Melilla al número xx-xxxxx-x, y que el pasado 22 de diciembre de 1994, la entidad demandada procedió a efectuar una transferencia a favor de una tercera persona por el importe que reclama, y con cargo a su cuenta, sin que hubiera dado orden alguna de transferencia. Habiendo requerido en tal sentido a la mencionada entidad bancaria para la exhibición de la orden de transferencia sin que aquella haya contestado al citado requerimiento notarial.

Segundo.—Al desestimar la sentencia de instancia su demanda, el actor en su recurso muestra su disconformidad con el contenido del fundamento jurídico tercero de aquella en el que el Juzgado desarrolla los argumentos oportunos que le conducen al rechazo de sus pretensiones. Para ello, y centrándonos en el tema objeto de esta apelación, el Juez *a quo* al no existir documento alguno en el que conste la orden de transferencia, acude a la prueba de presunciones que autoriza el art. 1253 del Código Civil, y para ello señala que la cantidad que con fecha 16 de diciembre de 1994 ingresa el demandante en su cuenta a consecuencia de las negociaciones que junto con la entidad “P.S.A.” venía realizando frente a la mercantil “A.C.S.L.” y es por esto por lo que el 22 de diciembre de ese año efectúa la transferencia ahora cuestionada; para ello se apoya en las manifestaciones como testigo de D. E.R. repre-

sentante de “P.S.A.” (contestación a las preguntas quinta y sexta). Pero frente a ello es preciso partir del contenido del documento núm. 1 acompañado con la contestación por la entidad demandada, en el que consta un adeudo por transferencia de dos millones de ptas., a cargo de la cuenta de la que es titular el demandante y en el que aparece como ordenante la entidad “P.S.A.” de la que es representante como ya queda dicho el testigo señor R.; y no como es lógico su titular (el actor) y como beneficiario la entidad “A.C.S.L.”, de lo que es lícito deducir que, si hubo orden de transferencia —lo que no aparece acreditado— tal orden (según el documento que comentamos) no la dio su titular el actor sino la entidad “P.S.A.”, y en su caso su representante legal. Pero es que además, es preciso resaltar la contestación a las posiciones que se le formulan al representante legal del Banco demandado señor V.M. (folios 77 y 78) a las que contesta de modo afirmativo, es decir, reconociendo; que para cualquier movimiento bancario sobre la cuenta corriente del señor H. (actor) se requiere su autorización expresa; que en modo alguno el Banco está facultado para disponer en favor de un tercero de cantidades depositadas en la cuenta del demandante, sin previo conocimiento y consentimiento de éste; que para realizar una transferencia bancaria con cargo a la cuenta del actor es obligatorio que este firme los impresos habilitados al efecto; que no ha encontrado esa orden de transferencia o no está, y que es obligación del Banco conservar durante cinco años toda la documentación y justificantes concernientes a las operaciones realizadas y a disposición de cualquier cliente.

Se afirma asimismo en la sentencia que nos ocupa, que no constituye una norma de obligado cumplimiento como uso bancario que las órdenes de transferencia se tengan que dar por escrito, aunque sea frecuente hacerlo así, pudiendo ser expresa o tácita, verbal o escrita. Esto no es exacto. Normalmente en los contratos de cuenta corriente se pacta que las disposiciones que realice el ti-

tular —precisamente para lograr la máxima protección de sus fondos— sólo se podrán hacer por escrito y con su firma, porque todo intento de disponer de una cuenta por medios puramente orales entraña, principalmente para el cliente, un riesgo que debe ser reducido al máximo. En ocasiones constan también pactos del tenor siguiente: “Las órdenes telegráficas o telefónicas que curse el titular sólo serán cumplimentadas cuando el Banco tenga suficientes garantías sobre su autenticidad, no responsabilizándose por errores, demoras o deficiencias de los servicios de comunicación o por incidencias causadas por fuerza mayor”. Cláusulas sobre las que se ha afirmado que resultan contrarias a la buena fe y justo equilibrio, en cuanto exoneran al Banco de fallos o errores bancarios o de domiciliación de pagos que no le sean imputables directamente, prohibido por el art. 10.1 a 7.º de la L.G.D.C.U. Las órdenes telegráficas son tratadas con gran desconfianza por el art. 51 del C. de Comercio que las somete a la doble seguridad de la admisión previa por pacto y al uso de los signos o claves que convencionalmente y de antemano hubieran las partes establecido. Precisamente es en esta norma en la que suelen apoyarse determinadas formas de banca moderna que con extrema cautela van desarrollándose, porque permiten al cliente cursar sus órdenes por teléfono, en conversación grabada dando el cliente al operador una clave que sólo él debe conocer. Las consideraciones que se acaban de exponer llevan a la Sala a estimar como no acreditada la orden de transferencia que autorizaran al Banco a disponer de fondos del actor titular de una cuenta corriente, a favor de un tercero, violando así su deber de custodia, lo que conlle-

va la revocación de la sentencia objeto del presente recurso.

Tercero.—En cuanto a la adhesión formulada por el Banco “X” en el acto de la vista, en el sentido de pedir la condena en costas del demandante, es clara su improcedencia al ser la sentencia a dictar en esta segunda instancia estimatoria de la demanda deducida en el pleito. Debiendo además significarse que el momento procesal oportuno para adherirse al recurso es el que indica el art. 705 de la L.E.Civil, “en los seis días siguientes a la personación del apelante, sobre los puntos en que crea perjudicial la sentencia”.

Cuarto.—En materia de costas procesales es de aplicación lo dispuesto en los arts. 523 y 710 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

Vistos los artículos citados y demás aplicables.

FALLAMOS

Que estimando el recurso planteado por el Procurador don A.A.H. en representación de don J.M.H.S., debemos revocar la sentencia dictada el 15 de julio de 1996 por el señor Juez de 1.ª Instancia núm. 2 de Melilla; y estimando la demanda condenar al Banco “X” a hacer pago al actor de la cantidad de dos millones de ptas. (2.000.000 ptas.) intereses legales desde la reclamación judicial y gastos ocasionados por la transferencia, así como al pago de las costas de la primera instancia, y sin expresa condena a las de esta alzada.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LA INEXISTENCIA DE LA CORRESPONDIENTE ORDEN DE TRANSFERENCIA.
 1. **La relación existente entre la entidad de crédito y el titular de los fondos transferidos: el contrato de cuenta corriente bancaria.**
 2. **La transferencia como típica operación incluida en el servicio de caja de la cuenta corriente bancaria.**
 3. **Las obligaciones de la entidad de crédito en torno a la ejecución de la orden de transferencia.**
 4. **La consecuencia: la incorrección del cargo en cuenta objeto de análisis.**
 - III. LA FORMA DE LA ORDEN DE TRANSFERENCIA.
 - IV. EL ERROR DE LA ENTIDAD BANCARIA EN LA EJECUCIÓN DE LA ORDEN DE TRANSFERENCIA.
 - V. BIBLIOGRAFÍA CITADA.
-

I. INTRODUCCIÓN

La sentencia objeto de nuestro comentario analiza un supuesto de hecho en el que aparece una relación de cuenta corriente (concretamente, entre don J.M.H.S. y el Banco X S.A.), en virtud de la cual se ejecuta una transferencia bancaria de crédito ⁽¹⁾.

El principal problema que nos encontramos, fundamento de toda nuestra exposición, se plantea como consecuencia de que se carga una transferencia

⁽¹⁾ Esto es: una “operación bancaria, neutra y contable, consistente en que una entidad de crédito, a petición de un cliente suyo cuentacorrentista, y previo adeudo de una determinada cantidad en la cuenta corriente de este último, efectúa u ordena efectuar un abono por un importe equivalente, en otra cuenta distinta, en la misma o en diferente entidad bancaria” (cfr. VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 71 y 72).

en una cuenta corriente bancaria sin la oportuna y necesaria orden del titular de la misma. En un primer momento, estimamos necesaria una breve reflexión sobre el contrato de cuenta corriente bancaria y, especialmente, sobre los efectos que genera entre todo posible ordenante de una transferencia y su entidad de crédito. Así las cosas, después de analizar las obligaciones que cualquier banco ha de respetar a la hora de ejecutar una orden de transferencia, nos pronunciamos —finalmente— sobre la corrección o incorrección del referido cargo en cuenta.

En atención a una breve referencia que sobre la cuestión hace la Audiencia Provincial de Málaga, la segunda parte de nuestro trabajo se dedica al análisis de la forma —entendida como cauce de manifestación de la voluntad— que ha de revestir toda orden de transferencia.

Por último, tras poner de manifiesto que, en nuestra opinión, el cargo efectuado en la cuenta se debe a un error cometido por la entidad bancaria en la ejecución de la orden de transferencia, estudiamos las consecuencias jurídicas que dicha conducta —errónea— genera en las relaciones existentes entre las partes intervinientes en la operación. En este sentido, examinamos la petición —a nuestro juicio, correcta— que el demandante dirige contra la mencionada entidad crediticia.

II. LA INEXISTENCIA DE LA CORRESPONDIENTE ORDEN DE TRANSFERENCIA

1. La relación existente entre la entidad de crédito y el titular de los fondos transferidos: el contrato de cuenta corriente bancaria

Como se pone de manifiesto en la sentencia objeto de nuestro comentario, la relación que media entre don J.M.H.S. y el Banco X S.A. obedece a la existencia de un contrato de cuenta corriente bancaria previamente celebrado entre ambos. De hecho, la reclamación que aquél efectúa (dos millones de pesetas, más los intereses legales y los gastos efectuados) se basa en un cargo —a su juicio, incorrecto— en la cuenta corriente que mantiene abierta, a su nombre, en la Sucursal de Melilla del citado Banco (Fundamento de Derecho primero).

A nuestro modo de ver, esta circunstancia justifica por sí sola una breve y sencilla referencia a algunos puntos relativos al contrato de cuenta corriente bancaria, que nos permita —más adelante— extraer ciertas consecuencias bási-

cas para el estudio de la sentencia que estamos comentando. En concreto, aludiremos a tres distintas cuestiones ⁽²⁾:

En primer lugar, ha de ponerse de manifiesto que las relaciones —jurídicas— de los particulares con su entidad de crédito pueden tener carácter ocasional y momentáneo (“operaciones por caja” o “por ventanilla”), o bien carácter estable o permanente ⁽³⁾. Si nos referimos a la cuenta corriente bancaria, nos encontramos en este último caso —sin duda, el más frecuente ⁽⁴⁾—; es decir: nos hallamos ante una figura que da lugar a un vínculo continuado en el tiempo ⁽⁵⁾. No en vano se afirma que, en la inmensa mayoría de las ocasiones, la relación del cliente con su entidad de crédito, se manifiesta externamente en la apertura de una “cuenta”, la cual sirve de soporte a las diversas y concretas operaciones que median entre ellos ⁽⁶⁾.

En segundo lugar, es menester destacar, en cuanto a la calificación jurídica del contrato de cuenta corriente bancaria ⁽⁷⁾, lo siguiente: a) por un lado, que nos

(2) No pretendemos realizar un estudio exhaustivo del contrato de cuenta corriente bancaria. Bien por el contrario, lo único que intentamos es llamar la atención sobre aquellos puntos de su construcción jurídica que pueden tener cierta incidencia en el comentario que ahora nos ocupa.

(3) Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 113.

(4) Vid., poniendo de manifiesto esta realidad, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 302; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (en adelante: R.D.B.B.), 1984, núm. 13, págs. 166 y 167; MOLLE, *Manuale di Diritto Bancario*, pág. 117; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, pág. 421; y AURIOLES MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 424.

(5) Vid. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, págs. 303 y 304; GARCÍA-PITA Y LASTRES, R.D.B.B., 1984, núm. 13, págs. 166 y 167; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 503; Idem, *Manuale di Diritto Bancario*, pág. 117; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, pág. 421; EMBID IRUJO, R.D.B.B., 1997, núm. 65, pág. 129; AURIOLES MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 424; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 421; ALFARO ÁGUILA-REAL, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II, pág. 1834; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 358; SANTORO, *Il conto corrente bancario*, págs. 34 a 38; y FERRO-LUZZI, *Lezioni di Diritto bancario*, págs. 143 a 145.

(6) Vid. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 302; MOTOS GUIRAO, *Revista de Derecho Mercantil* (en adelante: R.D.M.), 1958, núm. 68, pág. 255; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, pág. 421; AURIOLES MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 424; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 421; ALFARO ÁGUILA-REAL, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II, pág. 1833; y ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 358 y 359.

(7) Sobre esta cuestión, vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 123 a 125.

hallamos ante un contrato atípico ⁽⁸⁾, aunque no innominado, ya que la cuenta corriente bancaria aparece mencionada, junto a otras referencias ⁽⁹⁾, en el Código de Comercio ⁽¹⁰⁾; y b) por otro lado, que una de las características del contrato de cuenta corriente bancaria, es la presencia, en su estructura, de elementos de otros contratos —elementos del contrato de cuenta corriente mercantil u ordinaria y elementos del mandato, concebido como contrato de gestión de intereses ajenos ⁽¹¹⁾—.

Esto es, que se trata de un contrato atípico y mixto, por cuanto carece de regulación y se halla integrado por elementos de otros contratos ⁽¹²⁾.

Por último, en tercer lugar, cabe señalar que la cuenta corriente bancaria se caracteriza por dos elementos positivos ⁽¹³⁾, siendo uno de ellos —el

(8) Cfr. la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de diciembre de 1995 [Repertorio Aranzadi de Jurisprudencia (en adelante: R.A.) 9425]. Entre la doctrina española, vid., por ejemplo, EIZAGUIRRE, *R.D.B.B.*, 1994, núm. 54, págs. 340 y 341; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, pág. 973; Idem, *R.D.B.B.*, 1986, núm. 23, pág. 636; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 363; y NÚÑEZ-LAGOS, *Contratos bancarios*, págs. 119 y 120.

(9) Cfr., entre otras muchas normas, la Circular del Banco de España (en adelante: C.B.E.) núm. 8/1988, de 14 de junio (B.O.E. del 27), a “*Entidades de depósito, sobre el Reglamento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica*”, concretamente su norma vigésima quinta, párrafos séptimo y octavo; la C.B.E. núm. 5/1991, de 26 de julio (B.O.E. del 10 de agosto), “*sobre perfeccionamiento y desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica*”; la Ley 7/1995, de 23 de marzo (B.O.E. del 25 —corrección de errores en el B.O.E. del 12 de mayo de 1995—), de “*Crédito al Consumo*”, particularmente los arts. 2, párrafo primero, letra c), y 19, párrafos primero y cuarto; y la C.B.E. núm. 4/1996, de 29 de marzo (B.O.E. del 13 de abril), que modifica la C.B.E. núm. 11/1990, de 6 de noviembre, “*a Entidades de depósito, sobre la Norma SNCE-004, Subsistema general de cheques y pagarés de cuenta corriente del Sistema Nacional de Compensación Electrónica*”.

(10) Vid. los arts. 175, núm. 9.º, 177, 180 y 182 del C.Com.

(11) Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 158. En el mismo sentido, EMBID IRUJO, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 65, págs. 133 y 134; y ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 363.

(12) Vid., entre otros, MOLLE, *I contratti bancari*, págs. 492 y ss.; FIORENTINO, *Conto corrente. Contratti bancari*, págs. 160 y ss.; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, pág. 423; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 363; y BONET SÁNCHEZ, *Contratos bancarios*, pág. 88.

(13) Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 13, págs. 174 y 175; e idem, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, págs. 418 y ss.

primero que citaremos— común a la cuenta corriente mercantil u ordinaria ⁽¹⁴⁾:

a) Por una parte, se trata de un sistema de compensación de créditos y deudas recíprocos. No cabe duda de que la finalidad última de la cuenta corriente bancaria es la economía en el movimiento de pagos de las obligaciones dinerarias, a través de un sistema de compensación de los créditos y deudas recíprocos ⁽¹⁵⁾. Esta compensación, que define a la cuenta corriente bancaria, se produce de forma escalar, inmediata y continua; es decir: extinguiéndose cada crédito desde el mismo momento de su entrada en la cuenta y su encuentro con otros créditos ostentados por el otro cuentacorrentista ⁽¹⁶⁾.

b) Por otra parte, la cuenta corriente bancaria se caracteriza —aunque se trata, a nuestro modo de ver, de un elemento normal o natural (no esencial, si

(14) Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, Cuadernos de Derecho y Comercio (en adelante: C.D.C.), 1991, núm. 9, pág. 42, quien, tras señalar que los dos tipos de cuenta corriente (la mercantil y la bancaria) son reconducibles a una figura común: la cuenta corriente como contrato de compensación convencional, considera que “el que esa compensación sea inmediata, escalar y continua («*Staffelrechnung*»), o —por el contrario— final, única y por columnas («*Kolonnenrechnung*»), es algo puramente secundario”; y AULETTA/SALANITRO, *Diritto Commerciale*, pág. 482, quienes estiman que el recurso al mecanismo técnico de la compensación es un elemento común de la cuenta corriente mercantil u ordinaria y de la cuenta corriente bancaria. En general, sobre las diferencias existentes entre la cuenta corriente mercantil u ordinaria y la cuenta corriente bancaria, vid., entre otros, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 331; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, pág. 416; MOLL DE MIGUEL, *El contrato de cuenta corriente*, pág. 193; EIZAGUIRRE, *Cuenta corriente bancaria y cláusula “sin gastos”*, págs. 57 a 65; CALTABIANO, *Il Conto corrente bancario*, págs. 172 y ss.; y BUSTO LAGO/VÁZQUEZ PENA, Foro Galego. Revista xurídica (en adelante: F.G.), VII época, 1995, núm. 188, págs. 59 a 63.

(15) Vid. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 304; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, págs. 416 y 426; Idem, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 13, pág. 175; SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, pág. 66; PUTZO, *Erfüllung mit Buchgeld*, pág. 39; MOLLE, *I contratti bancari*, págs. 537 y ss.; SCORDINO, *I contratti bancari*, pág. 169; MARTORANO, *Il conto corrente bancario*, págs. 102 a 106; NART, *R.D.M.*, 1948, núms. 17-18, pág. 152; BERMOND, *Droit du crédit*, pág. 40; y VÁZQUEZ PENA, *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 1997, núm. 1, pág. 671.

(16) Vid. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 304; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *C.D.C.*, 1991, núm. 9, pág. 42; Idem, *R.D.B.B.*, 1989, núm. 36, pág. 855; Idem, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, pág. 426; Idem, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 13, págs. 174 y 175; AURIOLLES MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 424; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 421; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, pág. 422; EMBID IRUJO, *Contratos bancarios*, pág. 96; FINEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios*, pág. 14; y VÁZQUEZ PENA, *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 1997, núm. 1, pág. 671.

bien habitual) del contenido del propio contrato ⁽¹⁷⁾— por la prestación del denominado “servicio de caja”. A través de éste, la entidad de crédito asume la obligación de ejecutar las órdenes de su cliente, relativas a la realización de cobros y pagos a tercero por cuenta de aquél ⁽¹⁸⁾.

2. La transferencia como típica operación incluida en el servicio de caja de la cuenta corriente bancaria

Una de las notas esenciales de la transferencia es la presencia de dos cuentas corrientes bancarias diversas, del mismo o de diferentes titulares, en la misma o en distinta entidad de crédito, que consientan en efectuar unos movimientos de signo contrario —de cargo y de abono— mediante simples anotaciones contables ⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁷⁾ Vid., ampliamente, BUSTO LAGO/VÁZQUEZ PENA, *F.G.*, VII época, 1995, núm. 188, págs. 69 a 72; y, aunque aludiendo a otra cuestión, VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 107 a 114.

⁽¹⁸⁾ Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 158; SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, págs. 303 y 304; Idem, *R.D.B.B.*, 1992, núm. 46, pág. 549; LANGLE Y RUBIO, *Manual*, t. III, pág. 430; BROSETA PONT, *Manual*, págs. 532 y 533; MOLLE, *I contratti bancari*, págs. 472 y ss. y 518 y ss.; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, t. III, pág. 121; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 13, pág. 175; Idem, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, pág. 417; VICENT CHULIÁ, *Compendio*, t. II, págs. 421 y 422; Idem, *Introducción*, pág. 658; EMBID IRUJO, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 65, págs. 135 y 136; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *R.D.B.B.*, 1986, núm. 23, pág. 641; Idem, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, pág. 972; AURIOLÉS MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 424; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 422; SALINAS QUIJADA, *Las cuentas corrientes indistintas*, pág. 72; BUSTO LAGO/VÁZQUEZ PENA, *F.G.*, VII época, 1995, núm. 188, págs. 66 y ss.; y VÁZQUEZ PENA, *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 1997, núm. 1, págs. 671 y 672.

⁽¹⁹⁾ En nuestro país, vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 550, 552 y 553; GIRÓN TENA, *Estudios de Derecho Mercantil*, pág. 402; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, págs. 495 a 498; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 33 y 34; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 383 y 385; ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, págs. 216 y 217; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 43 a 45. En Italia, SANTINI, *Il bancogiro*, págs. 11 y 12; Idem, *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, pág. 861; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 496; Idem, *Manuale di Diritto Bancario*, pág. 168; GRECO, *Le operazioni di banca*, págs. 506 y 508; TONDO, *Dei contratti bancari*, pág. 467; y COSTA, Banca, Borsa e Titoli di Credito (en adelante: B.B.T.C.), 1992, I, pág. 347. En la doctrina gala, CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, págs. 199, 205 y 206; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, pág. 16; FOLCO, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial* (en adelante: *R.T.D.C.*), 1954, t. VII, pág. 55; FERRONNIÈRE/CHILLAZ, *Les opérations de banque*, pág. 142; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit Bancaire*, págs. 273 y 274; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*,

Esta circunstancia, que permite delimitar la operación de transferencia frente a aquellas otras operaciones cuya estructura sea similar y —por tanto— de fácil confusión⁽²⁰⁾, aconseja que nuestro análisis se centre, a continuación, en los efectos que genera la relación de cuenta corriente que media entre todo posible ordenante de una transferencia y su entidad bancaria; en este concreto supuesto: en el examen de las concretas consecuencias que para nuestro estudio tiene la relación de cuenta corriente existente entre don J.M.H.S. y el Banco X S.A.⁽²¹⁾.

Así, lo primero que debemos destacar hace referencia a que todo cuentacorrentista, por lo general⁽²²⁾ y en virtud de la relación que le une con su banco, está facultado para ordenarle que, previo adeudo de una determinada cantidad

pág. 554; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, pág. 108; y DEKEUWER-DÉFOSSEZ, *Droit Bancaire*, pág. 57. Finalmente, en la doctrina germana, entre otros, CANARIS, *Bankvertragsrecht*, págs. 201 y 202; SCHMIDT, *Geldrecht*, pág. 84; y OBTS/HINTNER, *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, págs. 67 y 474.

(20) Lo cierto es que la transferencia se encuentra acompañada, en la práctica bancaria, por una serie de figuras muy diversas con las que puede llegar a presentar evidentes puntos de contacto, y de las que no siempre resulta sencillo distinguirla. Dentro de este grupo nos encontramos con las “órdenes de pago”, con las “órdenes de abono” y con los “giros bancarios”. Mientras que en cualquier transferencia bancaria inexcusablemente nos encontramos con dos anotaciones contables —una de cargo y otra de abono—, en una orden de pago tendremos, todo lo más, una única anotación contable, que será de cargo, y no de abono (vid. ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, pág. 34; BOIX SERRANO, *Curso*, pág. 194; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 77 a 79). Asimismo, en la orden de abono solamente se produce un único apunte contable, en este caso de abono y en la cuenta corriente del beneficiario (vid. ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, pág. 221; BOIX SERRANO, *Curso*, pág. 194; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 79 y 80). Por su parte, respecto del giro bancario cabe señalar lo mismo que se ha mencionado respecto de la orden de pago (vid. LANGLE Y RUBIO, *Manual*, t. III, págs. 454 y 455; URÍA GONZÁLEZ, *Derecho Mercantil*, pág. 879; AURIOLAS MARTÍN, *Contratos bancarios de gestión (I)*, pág. 469; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 435; ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, págs. 219 y 220; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 82 a 84).

(21) No es casualidad que se afirme que la transferencia —en su inicio— constituye un acto de utilización de una cuenta corriente bancaria por su titular, o —dicho en otras palabras— un acto de cumplimiento de una obligación por parte de la entidad bancaria (vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 554 y 560; MOTOS GUIRAO, *R.D.M.*, 1958, núm. 68, págs. 268 y 269; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pág. 207; SANTINI, *Il bancogiro*, págs. 21 a 23; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 33, 35 y 39; BONET SÁNCHEZ, *La transferencia bancaria*, pág. 333; y ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, pág. 217).

(22) No olvidemos que, como hemos señalado, el servicio de cobros y pagos a terceros por cuenta del cliente es —todo lo más— un elemento natural (suprimible, por tanto, ya que no es esencial) de la cuenta corriente bancaria.

en su cuenta, realice —o haga lo posible para realizar⁽²³⁾— un abono por idéntica cantidad en la cuenta corriente bancaria de un tercero: el beneficiario de la operación. No se puede negar, por tanto, que la transferencia contemplada en la sentencia de la Audiencia Provincial de Málaga puede ser, en principio, encuadrada en la relación de cuenta corriente existente entre el Banco X S.A. y don J.M.H.S.⁽²⁴⁾; que el cargo efectuado sea o no correcto es otra cuestión que debemos estudiar más adelante.

Por otro lado, no debemos desconocer que —en la inmensa mayoría de las ocasiones⁽²⁵⁾— parte del contenido del contrato de cuenta corriente se corresponde con las prestaciones propias de una comisión o mandato mercantil, en virtud del cual la entidad de crédito ha de realizar, en interés de su cliente, los cobros y pagos que correspondan. Como hemos apuntado, habitualmente uno de los elementos positivos que caracterizan a la cuenta corriente bancaria es la prestación del servicio de caja, el cual se manifiesta a través de una serie de operaciones, en cuya ejecución el banco sigue instrucciones que le imparte su cliente/cuentacorrentista, y es en el poder de impartirle esas instrucciones, donde reside la propia esencia del servicio como institución gestora incardinable en la comisión mercantil.

Ahora bien, no cabe duda de que dentro del contenido del servicio de caja han de distinguirse dos grupos de operaciones⁽²⁶⁾: a) aquéllas habitualmente incluidas en el mismo; y b) aquellas operaciones que no se incluyen, por regla general, en un servicio de caja.

La entidad de crédito es libre para realizar o no las segundas. Por el contrario, en las órdenes de ejecución de las operaciones normalmente incluidas en el servicio de caja —órdenes normales que representan otras tantas demandas de ejecución del mandato genérico implícito, habitualmente, en toda cuenta co-

(23) En aquellos supuestos en los que la cuenta del beneficiario se encuentra abierta en otra entidad de crédito.

(24) Como es sabido, la relación que media entre el ordenante de una transferencia y su entidad de crédito siempre se justifica en la existencia de un contrato de cuenta corriente bancaria previamente celebrado entre ambos (vid. SANTINI, *Il bancogiro*, pág. 19; Idem, *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, pág. 862; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs. 143 a 147; FERRI, *Bancogiro*, pág. 32; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 533; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, pág. 1468; CAMPOBASSO, *Bancogiro*, págs. 135 y ss.; COTTINO, *Diritto Commerciale*, vol. II, t. I, pág. 91; y COSTA, *B.B.T.C.*, 1992, I, pág. 353).

(25) Vid. *supra* la nota 22.

(26) Al respecto, vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 162 a 164.

riente bancaria ⁽²⁷⁾—, habrá de sujetarse necesariamente a las instrucciones de su cliente, no cabe —en principio ⁽²⁸⁾— rechazar la ejecución de la orden ⁽²⁹⁾, contrayendo en el cumplimiento del encargo las obligaciones y las responsabilidades propias del mandatario ⁽³⁰⁾. Serán, por tanto, aplicables los preceptos legales de la comisión, ya que ésta, conforme a lo prescrito en el art. 244 del C.Com., es el mandato calificado por notas —esenciales— de mercantilidad ⁽³¹⁾.

Resulta innecesario señalar que la entidad de crédito asume la obligación de dar cumplimiento a las órdenes de su cliente, siempre que sean las usuales de la actividad bancaria y sean impartidas en la forma pactada, haciendo efectivas las de cobros —por ejemplo, recibos— y las de pagos a tercero —caso del cheque— que le encargue el cliente ⁽³²⁾.

Por lo que a nosotros nos interesa; es decir: respecto de la transferencia bancaria de crédito, la prestación del citado servicio de caja supone la atribución al cliente cuentacorrentista de un poder genérico de impartir órdenes de transferencia, el cual se actualiza en órdenes o instrucciones concretas, cuya ejecución tiene un reflejo material en las anotaciones de cargo y sucesivo abono en las cuentas corrientes del ordenante y del beneficiario, respectivamente ⁽³³⁾.

(27) Cfr. AURIOLES MARTÍN, *Aspectos generales de la contratación bancaria*, pág. 425.

(28) Como veremos a continuación, cada concreta operación de las incluidas en el servicio de caja puede requerir determinados requisitos formales (por ejemplo, que su ejecución se solicite mediante los formularios que al respecto pone el banco a disposición de sus clientes) o —incluso— instrumentales (entre otros, que exista saldo disponible suficiente en la cuenta corriente).

(29) Vid. FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, pág. 948.

(30) Vid. ALFARO ÁGUILA-REAL, *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II, pág. 1834.

(31) Vid., entre otros, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* (en adelante: *R.C.D.I.*), 1928, t. IV, pág. 809; Idem, *Tratado*, t. III, vol. I, págs. 458 a 460; SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 143; LANGLE Y RUBIO, *Manual*, t. III, pág. 284; BROSETA PONT, *Manual*, págs. 496 y 497; URÍA GONZÁLEZ, *Derecho Mercantil*, pág. 737; GARCÍA-PITA Y LASTRES, *La mercantilidad del contrato de comisión*, pág. 2822; ANGULO RODRÍGUEZ, *El contrato de comisión*, pág. 249; Idem, *Contratos de colaboración*, pág. 353; ROVIRA MOLA, *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. IV, págs. 444, 445 y 447; PUIG BRUTAU, *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. XV, pág. 835; y SIERRA POMARES, *Enciclopedia Jurídica Española Seix*, t. XXI, págs. 580, 581 y 585.

(32) Cfr. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 304.

(33) En este sentido, y a propósito de la cuenta corriente bancaria, señala MOLLE (*I contratti bancari*, págs. 518 y ss.) que el objeto de la prestación del banco es el “servicio de caja”, asumido en interés del cliente; servicio que comprende la autorización al cuentacorrentista para utilizar la provisión por medio de cheques bancarios y *operaciones de transferencia*.

En definitiva, es el contrato de cuenta corriente bancaria el que permite que el ordenante pueda exigir de su entidad de crédito que efectúe —u ordene efectuar—, previo adeudo de su cuenta, el abono de una determinada cantidad en la cuenta corriente del beneficiario de la transferencia ⁽³⁴⁾. Claramente se puede observar que la relación ahora analizada presupone, como elemento instrumental necesario, la existencia de un contrato de cuenta corriente bancaria ⁽³⁵⁾; esto es: la orden de transferencia solamente es concebible en la medida en que —entre otras cosas— el ordenante sea titular de una cuenta bancaria, o pueda disponer de sus fondos ⁽³⁶⁾.

3. Las obligaciones de la entidad de crédito en torno a la ejecución de la orden de transferencia

Ni que decir tiene que, como consecuencia de que en nuestro Ordenamiento jurídico no se regula el contrato de cuenta corriente bancaria, para conocer las obligaciones que contrae la entidad de crédito en cada caso concreto, hay que acudir, ante todo, al contenido del contrato suscrito con su cliente, el ordenante de la transferencia. En lo que no esté previsto, deben aplicarse —insistimos— las normas relativas a la comisión o mandato mercantil (arts. 244 a 302 del C.Com.), al mandato (arts. 1709 a 1739 del C.C.) y a las demás figuras afines que tienen su reflejo en el referido contrato.

Pues bien, por lo que a nuestro comentario interesa y aludiendo a la operación de transferencia, cabe señalar que la obligación principal de la entidad bancaria del ordenante, que suele ir unida a una serie de obligaciones accesorias (por ejemplo, de información ⁽³⁷⁾), consiste —precisamente— en ejecutar la

⁽³⁴⁾ Vid. SANTINI, *Il bancogiro*, págs. 33 a 35; e *Idem*, *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, pág. 862.

⁽³⁵⁾ Vid. SANTINI, *Il bancogiro*, pág. 19; *Idem*, *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, pág. 862; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs. 143 a 147; FERRI, *Bancogiro*, pág. 32; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 533; CAMPOBASSO, *Bancogiro*, págs. 135 y ss.; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 513; y COSTA, *B.B.T.C.*, 1992, I, pág. 353.

⁽³⁶⁾ Cfr. FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, pág. 951. En similar sentido, vid. VASSEUR, *Droit*, fascicule III, pág. 1468; y COTTINO, *Diritto Commerciale*, vol. II, t. I, pág. 91.

⁽³⁷⁾ En este sentido, cfr. la Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997 (D.O.C.E. nº L 43, de 14 de febrero), “relativa a las transferencias transfronterizas”. Particularmente, en sus arts. 3 y 4 se establece el régimen de transparencia/información que será aplicable a las transferencias transfronterizas (sobre esta Directiva, que obliga a los Estados miembros a poner en vigor, a más tardar el 14 de agosto de 1999, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la misma, vid. AURIOLAS MARTÍN, *Derecho de los Negocios* (en adelante: *D.N.*), 1997, núm. 85, págs. 11 a 20; PERALES VISCASILLAS, *D.N.*, 1998, núm. 88, págs. 1 y ss.; y VÁZQUEZ

orden de transferencia ⁽³⁸⁾. Tal como parece acontecer en el supuesto de hecho analizado por la sentencia que nos ocupa, cuando sólo interviene un banco, éste cumplirá su obligación efectuando los correspondientes apuntes contables de cargo y de abono.

Como es sabido, la orden de transferencia representa, simplemente, una demanda de ejecución del mandato genérico implícito —por lo general— en toda cuenta corriente bancaria ⁽³⁹⁾. Tratándose de una orden para la realización de una operación habitualmente incluida en el servicio de caja, la entidad bancaria, como hemos señalado, no puede —en principio— rechazarla. Es más, ni siquiera precisa aceptarla para que le sea exigible su cumplimiento ⁽⁴⁰⁾.

PENA, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 65, págs. 359 a 366). En la misma línea, cfr. el artículo 4 de la ley que recientemente ha transpuesto de forma parcial dicha Directiva: La Ley 9/1999, de 12 de abril (B.O.E. del 13), por la que se regula el “régimen jurídico de las transferencias entre Estados Miembros de la Unión Europea”.

⁽³⁸⁾ Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 560; CAMPO-BASSO, *Bancogiro*, págs. 135 a 141; SANTINI, *Il bancogiro*, pág. 21; SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, pág. 356; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit de la banque*, pág. 449; JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 98; BILLOTTE-TONGUE, *Aspects juridiques du virement bancaire*, págs. 45 a 48; ALONSO ESPINOSA, *La Ley*, 1992, t. I, pág. 228; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 517; VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 227 y 228; e idem, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, pág. 925.

⁽³⁹⁾ Vid., entre nosotros, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 561; SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, pág. 305; GIRÓN TENA, *Estudios de Derecho mercantil*, pág. 418; MOTOS GUIRAO, *R.D.M.*, 1958, núm. 68, págs. 268 y 269; AURIOLES MARTÍN, *Contratos bancarios de gestión (I)*, pág. 468; Idem, *Lecciones de Derecho Mercantil*, pág. 434; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 38 y 39; CHECA MARTÍNEZ, *R.D.B.B.*, 1994, núm. 53, pág. 114; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 385 y 387; VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 197; e idem, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 920 y 921. En la doctrina gala, CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, pág. 201; FOLCO, *R.T.D.C.*, 1954, t. VII, pág. 55; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, págs. 1465 y 1469; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit Bancaire*, pág. 283; RODIÈRE/RIVES-LANGE, *Droit Bancaire*, págs. 189 y 201; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs. 98 y 143 a 147; BILLOTTE-TONGUE, *Aspects juridiques du virement bancaire*, págs. 31 y 40; y JEANTIN, *Droit commercial*, págs. 96 a 98 y 103. En Italia, SANTINI, *Il bancogiro*, págs. 33 a 40; Idem, *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, pág. 862; FERRI, *Bancogiro*, pág. 32; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 533; SPINELLI/GENTILE, *Diritto Bancario*, págs. 309 y 310; y CAMPOBASSO, *Bancogiro*, pág. 135 y ss. Finalmente, en la doctrina germana, CANARIS, *Bankvertragsrecht*, págs. 205 y 208; SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, pág. 356; ADEN, *Banken, Konten und Kredite*, pág. 65; SANDKÜHLER, *Bankrecht*, pág. 88; y HADDING/HÄUSER, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* (en adelante: *Z.H.R.*), 1981, núm. 145, pág. 140.

⁽⁴⁰⁾ En la orden de transferencia no cabe hablar de aceptación, en cuanto declaración de voluntad encaminada a la perfección de un contrato, por el momento inexistente, ya que existe una relación contractual efectiva de gestión, que no es otra que el contrato de cuenta corriente bancaria concluido con anterioridad, y que se acompaña de la prestación del servicio de caja

Ahora bien, sin negar lo anterior, lo cierto es que resulta necesario hacer dos puntualizaciones: a) por una parte, que el propio contrato de cuenta corriente puede delimitar el alcance y el contenido de las órdenes de transferencia; y b) por otra parte, que, en cualquier caso, la exigibilidad del cumplimiento de las mismas estará subordinada a la existencia de un saldo disponible suficiente en la cuenta del ordenante, sin importarnos la procedencia o forma de ingreso de esta cantidad de la que ahora se quiere disponer ⁽⁴¹⁾.

Es decir, el cumplimiento de la orden de transferencia será exigible siempre y cuando el titular de la cuenta corriente bancaria actúe dentro del ámbito que el contenido del negocio le permita ⁽⁴²⁾ y el saldo de aquélla sea positivo, o se opere en descubierto; esto es: que haya saldo disponible suficiente en el momento en que se exija al banco el cumplimiento de la orden ⁽⁴³⁾.

(vid., en este sentido, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 560; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pág. 207; SALANDRA, II Foro Italiano (en adelante: *Foro It.*), 1929, I, págs. 481 y 482; SANTINI, *Il bancogiro*, pág. 23; ADEN, *Banken, Konten und Kredite*, pág. 65; SANDKÜHLER, *Bankrecht*, pág. 89; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 514; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 39 y 40; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 387; ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, págs. 222 y 238; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 203).

(41) En este sentido se pronunciaban los ya derogados [en virtud de la Ley 13/1994, de 1 de junio (B.O.E. del 2), de “Autonomía del Banco de España”] Estatutos del Banco de España señalando, en el párrafo tercero —in fine— de su art. 10, lo siguiente: “contra las cuentas corrientes de efectivo, serán también admisibles (...) las órdenes de entrega y de transferencia de todo género, cuya autenticidad no ofrezca reparo, *habiendo saldo suficiente disponible* a la fecha de la presentación del documento de data”.

(42) Vid. SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 514; SALINAS QUIJADA, *Las cuentas corrientes indistintas*, pág. 128; RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, *Manual*, pág. 701; BOIX SERRANO, *Curso*, pág. 191; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 202.

(43) Vid., entre nosotros, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 554; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 514; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 34 y 39 a 41; ALONSO ESPINOSA, *La Ley*, 1992, t. I, págs. 228 y 229; SALINAS QUIJADA, *Las cuentas corrientes indistintas*, pág. 128; RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, *Manual*, pág. 701; DE CARLOS BERTRÁN/FERNÁNDEZ-ARRESTO, *El Derecho del Mercado Financiero*, pág. 259; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 387; ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, págs. 221, 222 y 238; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 202. En la doctrina gala, CABRIILLAC, *Le chèque et le virement*, pág. 206; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, págs. 1465 y 1469; FERRONNIÈRE/CHILLAZ, *Les opérations de banque*, págs. 143 y 144; BONNEAU, *Droit bancaire*, pág. 246; JEANTIN, *Droit commercial*, págs. 97 y 102; y DEKEUWER-DÉFOSSEZ, *Droit Bancaire*, pág. 58. En Italia, MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 533; SANTINI, *Il bancogiro*, pág. 24; FERRI, *Bancogiro*, pág. 32; SALANDRA, *Foro It.*, 1929, I, pág. 485; COSTA, *B.B.T.C.*, 1992, I, pág. 354; y SANTORO, *Il conto corrente bancario*, págs. 69 y 70. Final-

Lógicamente, la entidad de crédito, antes de efectuar el cargo y —en este concreto caso— el subsiguiente abono, ha de asegurarse de que obra en su poder la correspondiente orden de transferencia para no incurrir en responsabilidad ⁽⁴⁴⁾. Siendo así, en la ejecución de la citada orden, la entidad de crédito asume un deber de prudencia y de vigilancia ⁽⁴⁵⁾ que le obliga a comprobar y a verificar —entre otras cosas ⁽⁴⁶⁾— la autenticidad de la misma ⁽⁴⁷⁾; en especial, tratándose de una orden escrita: la autenticidad de la firma del titular de la cuenta ⁽⁴⁸⁾.

De todos modos, lo cierto es que si tenemos en cuenta la naturaleza de la obligación y las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar (art. 1104 del C.C.), habremos de concluir que, en la práctica bancaria diaria, resulta difí-

mente, en la doctrina germana, HORN, *Bankgeschäfte*, pág. 363; y SANDKÜHLER, *Bankrecht*, pág. 94. En la jurisprudencia, cfr. las Sentencias del Tribunal Supremo de 11 de marzo de 1972 (R.A. 1094), de la Audiencia Territorial de Valencia de 12 de febrero de 1985 [Revista General del Derecho (en adelante: *R.G.D.*), 1985, núm. 488, págs. 1457 a 1459] y de la Audiencia Territorial de Burgos de 3 de mayo de 1988 (*R.G.D.*, 1989, núm. 543, págs. 8477 y 8478).

⁽⁴⁴⁾ Así lo entienden, entre otros, JUGLART/IPPOLITO (*Banques et Bourses*, pág. 558); RIPERT (*Traité*, t. II, pág. 388); JAUFFRET (*Droit Commercial*, págs. 620 y 621); BILLOTTE-TONGUE (*Aspects juridiques du virement bancaire*, págs. 51 a 53); y JEANTIN (*Droit commercial*, pág. 98).

⁽⁴⁵⁾ Al respecto, vid. RODIÉRE/RIVES-LANGE, *Droit Bancaire*, págs. 203 y 204; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 388; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, pág. 558; JAUFFRET, *Droit Commercial*, págs. 620 y 621; JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 98; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 517; VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 232 a 234; e idem, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 930 a 933.

⁽⁴⁶⁾ Por ejemplo, si la orden ha sido o no revocada (vid. VEGA PÉREZ, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 14, págs. 361 y 362, pero aludiendo a la vigencia o revocabilidad de la domiciliación bancaria de recibos; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 234).

⁽⁴⁷⁾ Vid. GAVALDA/STOUFFLET, *Droit de la banque*, pág. 447; JAUFFRET, *Droit Commercial*, págs. 620 y 621; ALONSO ESPINOSA, *La Ley*, 1992, t. I, pág. 230; y ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 388. Nótese que esta obligación de comprobar y verificar la autenticidad de la orden de transferencia, cabía deducirla de los ya derogados Estatutos del Banco de España cuando señalaban, en el párrafo tercero —in fine— de su art. 10, lo siguiente: “contra las cuentas corrientes de efectivo, serán también admisibles (...) y las órdenes de entrega y de transferencia de todo género, cuya autenticidad no ofrezca reparo”.

⁽⁴⁸⁾ Vid. VASSEUR, *Droit*, fascicule III, pág. 1470; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, pág. 558; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 388; DEVÈZE/PÉTEL, *Droit Commercial. Instruments de paiement*, pág. 248; JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 98; DEKEUWER-DÉFOSSEZ, *Droit Bancaire*, pág. 58; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, pág. 34; y ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 388.

cil ir más allá de un simple control de mera apariencia ⁽⁴⁹⁾. Parece, en definitiva, que se ha de comprobar la autenticidad de la orden de transferencia con el máximo de prudencia permitido por un ejercicio razonable de la actividad bancaria ⁽⁵⁰⁾ —así se desprende de los arts. 1258 y, con ciertos matices, 1719 del C.C. ⁽⁵¹⁾ y, especialmente, del art. 255 del C.Com.—. Este último, relativo a la actuación del comisionista, al principio de su segundo párrafo señala:

“Mas si estuviere autorizado para obrar a su arbitrio, o no fuere posible la consulta (alude al párrafo primero), *hará lo que dicte la prudencia y sea más conforme al uso del comercio, cuidando del negocio como propio.*”

De esta manera, la entidad de crédito, siempre y cuando existan causas o razones justificadas —y establecidas en el contrato de cuenta corriente—, podrá —y deberá ⁽⁵²⁾— suspender el cumplimiento de la orden, comunicándoselo inmediatamente a su cliente/ordenante y señalándole aquellas causas que —a su entender y en el intento de evitarle un posible daño— justificaron dicha suspensión ⁽⁵³⁾.

⁽⁴⁹⁾ Vid. GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, pág. 84; BILLOTTE-TONGUE, *Aspects juridiques du virement bancaire*, pág. 51; y SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 517. De facto, en el caso de que la ejecución de una transferencia provenga de una orden que contiene una firma falsa, la entidad bancaria será responsable si un simple examen de ésta fuese suficiente para descubrir las diferencias aparentes con la firma/muestra depositada por el cliente en el momento de abrir la cuenta (vid. CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, págs. 226 y 227).

⁽⁵⁰⁾ Cfr. SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 517. En similar sentido, ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 388.

⁽⁵¹⁾ Ya que, en nuestra opinión, la entidad bancaria habrá de observar la “*diligencia de un ordenado comerciante*” —de acuerdo con lo preceptuado en el art. 9.2.a) de la Ley 12/1992, de 27 de mayo (B.O.E. del 29), sobre “*contrato de agencia*”— y no, simplemente, la de un “*buen padre de familia*” (sobre esta cuestión, vid. VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 209 y 210).

⁽⁵²⁾ En estos casos, no debe proceder, cual señalaba el Maestro GARRIGUES (*Contratos bancarios*, pág. 561), como un “*simple autómata*”.

⁽⁵³⁾ Por ejemplo, cuando la entidad bancaria tiene conocimiento de que el beneficiario de la operación ha caído en quiebra o en suspensión de pagos. Vid. SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 515; y ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 41, 43 y 44, quien se manifiesta en este sentido cuando intervienen en la operación dos entidades bancarias. Interviniendo una, considera que debe prevalecer “el deber de secreto del banco y, por tanto, los intereses del beneficiario de la transferencia, aunque son aplicables los límites generales al secreto bancario”.

4. La consecuencia: la incorrección del cargo en cuenta objeto de análisis

Hemos visto que la relación que media entre don J.M.H.S. y el Banco X S.A. obedece a la existencia de un contrato de cuenta corriente bancaria previamente celebrado entre ambos. Teniendo en cuenta que la transferencia es una de las operaciones habitualmente incluidas en el servicio de caja de la cuenta corriente, hemos llegado a la conclusión de que la entidad de crédito debe ejecutar todas aquellas órdenes de transferencia que, recibéndolas de sus clientes/cuentacorrentistas, reúnan los requisitos antes expuestos. En este sentido, como sabemos, la entidad de crédito, asegurándose de que la orden procede —insistimos— del titular de la cuenta en la que se pretende cargar la cantidad que se va a transferir, asume —entre otros— un deber de prudencia y de vigilancia que le obliga a comprobar la autenticidad de la orden, que no ha sido revocada, etc.

Ciertamente, la entidad bancaria actúa, podríamos decir, como un comisionista especial que acepta un mandato por todo el tiempo que dura el contrato de cuenta corriente. Siendo así, mientras éste dure, la entidad de crédito, de acuerdo con lo preceptuado en los arts. 1718 del C.C. y 252 del C.Com., debe cumplir el “mandato” o —mejor— la “comisión”. En el caso ahora estudiado, debe cumplir todas las operaciones normales que se incluyen en el servicio de caja, entre ellas, lógicamente, las órdenes de transferencia que —como es sabido— no son otra cosa que especificaciones del mandato genérico implícito —normalmente— en toda cuenta corriente bancaria ⁽⁵⁴⁾.

No cabe duda, bajo nuestro punto de vista, que en el momento de celebrarse un contrato de cuenta corriente bancaria, la entidad de crédito se compromete —entre otras muchas cosas— a cursar —exclusivamente— aquellas órdenes que proceden del titular o titulares de la cuenta, o —incluso— de la persona o personas autorizadas para girar con cargo a dicha cuenta ⁽⁵⁵⁾. De admitir que alguien pudiese ordenar transferencias con cargo a una cuenta sin estar autorizado, no sólo consentiríamos que el banco actuase en contra de las instruccio-

(54) Sobre las causas que —en nuestra opinión— aconsejan reconducir la relación jurídica generada entre el ordenante de una transferencia y su banco al ámbito de la comisión mercantil, vid. VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 197 a 202; e idem, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 921 a 924.

(55) Ni que decir tiene que es perfectamente factible la existencia de una cuenta corriente bancaria con una o más personas autorizadas; esto es, empleando términos bancarios, con “firmas autorizadas” (vid. MUÑOZ-PLANAS, *Cuentas bancarias con varios titulares*, págs. 73 y 74; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 367 y 368; y ROBLES ELEZ-VILLARROEL, *Prácticas Incorrectas y Condiciones Abusivas en las Operaciones Bancarias*, pág. 57). De hecho, en los contratos de cuenta corriente bancaria es relativamente frecuente la designación de personas autorizadas para efectuar actos de disposición —por lo general se le

nes originales del cliente/comitente —que sólo desea que se carguen en su cuenta las órdenes propias o las de sus autorizados—, sino que también permitiríamos que alguien interfiriera en una relación contractual a la que es totalmente ajeno. Es decir, no se tendría en cuenta el principio de relatividad del contrato (celebrado entre la entidad de crédito y su cliente) consagrado en el art. 1257 del C.C., cuando señala que “*los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos*”⁽⁵⁶⁾.

A nuestro modo de ver, resulta significativo que el propio representante legal del banco demandado reconozca que “*para cualquier movimiento bancario sobre la cuenta corriente del Sr. H. (actor) se requiere su autorización expresa*”; que “*en modo alguno el Banco está facultado para disponer en favor de un tercero de cantidades depositadas en la cuenta del demandante, sin previo conocimiento y consentimiento de éste*”; y que “*para realizar una transferencia bancaria con cargo a la cuenta del actor es obligatorio que este firme los impresos habilitados al efecto*”.

En definitiva, entendemos que el Banco X S.A. actúa incorrectamente al cargar 2.000.000 de ptas. en la cuenta de don J.M.H.S. Veremos en el epígrafe siguiente cuáles son las consecuencias jurídicas de esta actuación “*errónea*” de la entidad bancaria⁽⁵⁷⁾.

Por otra parte, y en relación con lo anterior, es menester señalar que nos parece —cuando menos— criticable que el Juez de Primera Instancia acuda a la prueba de presunciones que admite el art. 1253 del C.C. No negamos, con esto, la importancia que en el enjuiciamiento tiene el mecanismo presuntivo. Tampoco los graves inconvenientes de enmascarar la efectiva utilización de presunciones, ocultando así la real fuente de convicción del juzgador y dificultando, por consiguiente, su impugnación posterior en apelación o casación⁽⁵⁸⁾. Aceptamos, incluso, que en el supuesto de hecho ahora analizado podrían hallarse los

atribuyen al autorizado las mismas facultades que corresponderían al titular de la cuenta (vid. MUÑOZ-PLANAS, *Cuentas bancarias con varios titulares*, pág. 74)—, para lo cual será preciso, bien el otorgamiento de un poder notarial, bien una declaración expresa, escrita en el formulario del contrato. Estas personas autorizadas, además, deberán estampar su firma en la tarjeta de apertura de la cuenta (vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 154 y 155; y SALINAS QUIJADA, *Las cuentas corrientes indistintas*, págs. 92 y 93).

⁽⁵⁶⁾ Sobre este tema, vid., con detalle, DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Comentario al art. 1257*, págs. 433 a 436; y GONZÁLEZ PACANOWSKA, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, págs. 322 a 419.

⁽⁵⁷⁾ Presumimos que el banco comete un error: que su voluntad no es la de actuar incorrectamente. De lo contrario, tendríamos que entrar en consideraciones penales que, obviamente, escapan del contenido estricto de este comentario.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. SERRA DOMÍNGUEZ, *Comentario del Código Civil*, t. II, pág. 426.

tres elementos característicos de la presunción judicial ⁽⁵⁹⁾: a) la afirmación base o hecho demostrado (negociaciones que junto con la entidad “P.S.A.” venía realizando don J.M.H.S. frente a la mercantil “A.C.S.L.”); b) la afirmación presumida o hecho que se trate de deducir (ejecución correcta de una transferencia con cargo a la cuenta de don J.M.H.S. y a favor de “A.C.S.L.”); y c) el enlace preciso y directo según las reglas del criterio humano (posible conexión entre la transferencia efectuada y las negociaciones propias del titular de la cuenta objeto de cargo).

Ahora bien, si tenemos presente que la actividad presuntiva es inherente al raciocinio humano —no se trata sino de juicios de valor del juzgador que tienen un carácter absolutamente subjetivo ⁽⁶⁰⁾—, hemos de concluir que el citado “*enlace preciso y directo según las reglas del criterio humano*” (art. 1253 del C.C.) desaparece cuando se produce la prueba de lo contrario. Además, no admite discusión que esta posibilidad de prueba de lo contrario, lejos de destruir la eficacia probatoria de la parte perjudicada por la presunción, contribuye a reforzarla ⁽⁶¹⁾.

Si trasladamos estas afirmaciones al supuesto de hecho que contempla la sentencia que estamos comentando, llegaremos a la conclusión de que no procede la aplicación del art. 1253 del C.C., ya que la propia entidad demandada acompaña un documento a su contestación en el que “*consta un adeudo por transferencia de dos millones de ptas., a cargo de la cuenta de la que es titular el demandante y en el que aparece como ordenante la entidad ‘P.S.A.’ (...); y no como es lógico su titular (el actor) y como beneficiario la entidad ‘A.C.S.L.’*”. Como indica la Audiencia Provincial, “*si hubo orden de transferencia —lo que no aparece acreditado— tal orden (...) no la dio su titular el actor sino la entidad P.S.A., y en su caso su representante legal*”. Esto es, parece acreditado lo contrario de aquello que se pretende deducir con la presunción judicial.

III. LA FORMA DE LA ORDEN DE TRANSFERENCIA

Como en la sentencia sobre la que gira nuestra exposición se hace, incidentalmente, una referencia a la cuestión relativa a la forma de la orden de transfe-

⁽⁵⁹⁾ Vid. SERRA DOMÍNGUEZ, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, págs. 708 y 709; e idem, *Comentario del Código Civil*, t. II, págs. 426 y 427.

⁽⁶⁰⁾ Vid. SERRA DOMÍNGUEZ, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, pág. 711; e idem, *Comentario del Código Civil*, t. II, pág. 427.

⁽⁶¹⁾ Vid. SERRA DOMÍNGUEZ, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, págs. 711 a 713.

rencia, entendemos necesaria una mínima reflexión al respecto. En este sentido, como punto de partida, hemos de hacer notar que con nuestras palabras no haremos referencia a la forma necesaria para la constitución de un contrato —ya existe un contrato de cuenta corriente bancaria—, sino a la forma o a los cauces de manifestación de la voluntad de ordenar una transferencia bancaria de crédito.

No cabe duda de que la orden de transferencia, como especificación del mandato genérico al que la entidad de crédito se ve obligada por el contrato de cuenta corriente, no puede carecer de elemento formal ⁽⁶²⁾. Ahora bien, requiriendo una forma —como cauce de expresión de la voluntad— el Ordenamiento jurídico no impone que esta última haya de ser obligatoriamente una determinada, con exclusión de otras.

A pesar de la existencia de algunas voces en contra ⁽⁶³⁾, lo cierto es que la generalidad de la doctrina considera que la orden de transferencia desarrolla su eficacia con independencia de la forma que revista. Es decir, no es necesario ningún requisito formal para ejecutar una orden de transferencia que sea excluyente de otros, siempre y cuando sean idóneos para exteriorizar la voluntad del cuentacorrentista ordenante ⁽⁶⁴⁾.

(62) Ineludiblemente, todos los contratos son formales porque es necesaria la exteriorización de la voluntad para que puedan originarse y, consiguientemente, para que puedan producirse obligaciones (vid. SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, t. II, págs. 126 y 127; BROSETA PONT, *Manual*, págs. 444 y 445; DE LOS MOZOS, *El negocio jurídico*, págs. 383, 386 y 387; y Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, *Fundamentos*, vol. I, págs. 247 y ss.). Ahora bien, la voluntad puede exteriorizarse de muchas formas a elección del emitente y es en este sentido en el que cabe hablar de contratos formales y no formales. Cuando la norma positiva imponga a las partes una forma específica, sin que les quepa elegir otra distinta, el contrato será formal. Por el contrario, cuando el Derecho deje libertad a las partes para expresar su voluntad en la forma que tengan por conveniente, se podrá decir que el contrato no es formal (vid. DE CASTRO Y BRAVO, *El Negocio Jurídico*, págs. 280 y 284 a 286; DE LOS MOZOS, *El negocio jurídico*, págs. 404 y ss.; y BROSETA PONT, *Manual*, pág. 445).

(63) Vid. BOIX SERRANO, *Curso*, pág. 190, cuando señala que “éste (el ordenante) ha de enviar al Banco sus instrucciones por escrito”.

(64) Vid., entre otros, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 560; CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, págs. 201 y 202; SANTINI, *Il bancogiro*, págs. 17 y ss.; MOLLE, *I contratti bancari*, pág. 534; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs. 83 y 84; FOLCO, *R.T.D.C.*, 1954, t. VII, pág. 55; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit Bancaire*, pág. 283; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit de la banque*, pág. 447; Idem, *Droit du crédit*, t. II, pág. 203; Idem, *Droit Bancaire*, pág. 108; FERRONNIÈRE/CHILLAZ, *Les opérations de banque*, pág. 142; RODIÈRE/RIVES-LANGE, *Droit Bancaire*, pág. 201;

Asimismo, es importante subrayar que éste es también el criterio consolidado tanto en el seno de la Unión Europea como en el de la UNCITRAL. Por lo que respecta a la primera, cabe señalar que en la letra “g” del art. 2 de la ya citada Directiva relativa a las transferencias transfronterizas, se define la “orden de transferencia transfronteriza” como una “instrucción incondicional, cualquiera que sea su forma, de ejecutar una transferencia transfronteriza, dada directamente por un ordenante a una entidad”. En la Ley Modelo de la UNCITRAL sobre transferencias internacionales de crédito ⁽⁶⁵⁾ se entiende por “orden de pago” (orden de transferencia) “la instrucción pura y simple dada, en cualquier forma, por un expedidor a un banco receptor de poner a disposición de un beneficiario una suma determinada o determinable de dinero (...)” (art. 2, letra “b”).

En definitiva, en congruencia con lo hasta ahora señalado, no podemos estar de acuerdo con la Audiencia Provincial de Málaga cuando considera inexacta la afirmación de que “no constituye una norma de obligado cumplimiento como uso bancario que las órdenes de transferencia se tengan que dar por escrito, aunque sea frecuente hacerlo así, pudiendo ser expresa o tácita, verbal o escrita”.

A nuestro modo de ver, la entidad bancaria puede ejecutar la orden de transferencia cualquiera que sea su forma, aunque se trate de una manifestación no escrita —por ejemplo, el caso de una manifestación verbal o telefónica—. No se puede negar, sin embargo —y en esto estamos totalmente de acuerdo con la Audiencia Provincial de Málaga—, que es aconsejable y prudente, al margen de abstenerse de ejecutar la orden cuando no exista seguridad de que procede

VITALE, *Foro It.*, 1937, I, pág. 685; TONDO, *Dei contratti bancari*, pág. 467; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, pág. 1466; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, pág. 556; JAUFRET, *Droit Commercial*, pág. 620; DEKEUWER-DÉFOSSEZ, *Droit Bancaire*, pág. 57; VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, pág. 321; COSTA, *B.B.T.C.*, 1992, I, pág. 354; DEVÈZE/PÉTEL, *Droit Commercial. Instruments de paiement*, pág. 242; BONNEAU, *Droit bancaire*, pág. 245; JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 97; SANDKÜHLER, *Bankrecht*, pág. 89; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 515; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, pág. 34; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 387; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 214.

(65) Como consecuencia de la preocupación de la UNCITRAL ante la creciente importancia que había adquirido la transferencia bancaria, se aprobó por su Asamblea General, el 15 de mayo de 1992, una “Ley Modelo sobre transferencias internacionales de crédito” (sobre esta Ley Modelo, vid. LOJENDIO OSBORNE, *R.D.M.*, 1993, núm. 207, págs. 95 a 114; y ABASCAL ZAMORA, *D.N.*, 1993, núm. 39, págs. 14 a 17).

del cliente cuentacorrentista correspondiente ⁽⁶⁶⁾, exigir una confirmación o verificación escrita dada la dificultad de probar dicha manifestación ⁽⁶⁷⁾.

De hecho, en la actualidad —como bien se reconoce en la sentencia ahora comentada ⁽⁶⁸⁾— existe una tendencia por parte de las entidades de crédito a exigir —a través de sus condiciones generales ⁽⁶⁹⁾— una determinada forma, lo cual —además de facilitar el tratamiento práctico bancario de la orden de trans-

⁽⁶⁶⁾ En este sentido, en la propia sentencia (Fundamento de Derecho segundo) se destaca la existencia de pactos del tenor siguiente: “*las órdenes telegráficas o telefónicas que curse el titular sólo serán cumplimentadas cuando el Banco tenga suficientes garantías sobre su autenticidad, no responsabilizándose por errores, demoras o deficiencias de los servicios de comunicación o por incidencias causadas por fuerza mayor*”. Cláusulas de exoneración de la responsabilidad que, como apunta la Audiencia Provincial de Málaga, posiblemente cabría considerar nulas [como hace la doctrina alemana (vid., por todos, CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pág. 186)], por ser contrarias al requisito de la “buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes” debido —legalmente— al consumidor, conforme señala el art. 10.1.c) de nuestra L.G.D.C.U. [nótese que, habiendo sido nuevamente redactado el art. 10 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios por la Ley 7/1998, de 13 de abril (B.O.E. del 14), sobre “condiciones generales de la contratación”, hoy ya no cabe hablar del requisito de la “buena fe y justo equilibrio de las contraprestaciones”].

⁽⁶⁷⁾ Vid. CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, pág. 202; DROUILLAT, *Le virement en Banque*, págs. 84 y 85; RODIÈRE/RIVES-LANGE, *Droit Bancaire*, pág. 201; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit Bancaire*, pág. 283; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, pág. 556; TONDO, *Dei contratti bancari*, pág. 467; JAUFFRET, *Droit Commercial*, pág. 620; DEVÈZE/PÉTEL, *Droit Commercial. Instruments de paiement*, págs. 242 y 248; JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 97; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 215. En el mismo sentido, cfr. la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 23 de enero de 1991 (*R.G.D.*, 1991, núms. 562-563, págs. 6699 y 6700).

⁽⁶⁸⁾ Cuando señala, en el Fundamento de Derecho segundo, que “*normalmente en los contratos de cuenta corriente se pacta que las disposiciones que realice el titular —precisamente para lograr la máxima protección de sus fondos— sólo se podrán hacer por escrito y con su firma, porque todo intento de disponer de una cuenta por medios puramente orales entraña, principalmente para el cliente, un riesgo que debe ser reducido al máximo*”.

⁽⁶⁹⁾ Vid. GAVALDA/STOUFFLET, *Droit du crédit*, t. II, pág. 203. Resaltando la importancia de las condiciones generales de los contratos bancarios, vid. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, *Contratos bancarios*, págs. 18 a 23; SÁNCHEZ CALERO, *Condiciones generales en los contratos bancarios*, págs. 307 a 333; GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *R.D.B.B.*, 1988, núm. 30, pág. 290; NÚÑEZ-LAGOS, *Contratos bancarios*, págs. 64 a 68; y PETIT LAVALL, *La protección del consumidor de crédito*, págs. 90 a 98. Con una especial atención a las condiciones generales del contrato de cuenta corriente bancaria, vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 973 y ss.; y VÁZQUEZ IRUZUBIETA, *Operaciones bancarias*, págs. 181 a 186.

ferencia ⁽⁷⁰⁾— permitirá al banco negarse a dar cumplimiento a la mencionada orden, en caso de no revestir ésta los concretos requisitos de forma y de autenticidad previamente estipulados ⁽⁷¹⁾. Es precisamente en este contexto donde debemos encuadrar las palabras del Sr. V.M., representante legal del Banco X S.A., cuando declara que “*para realizar una transferencia bancaria con cargo a la cuenta del actor es obligatorio que este firme los impresos habilitados al efecto*”.

IV. EL ERROR DE LA ENTIDAD BANCARIA EN LA EJECUCIÓN DE LA ORDEN DE TRANSFERENCIA

Para finalizar nuestro comentario, hemos de poner de manifiesto que, en nuestra opinión, el cargo efectuado en la cuenta de don J.M.H.S. se debe a un error cometido por el Banco X S.A. De hecho, como veremos a continuación, la petición que realiza el demandante —que se “*condene a la entidad demandada a hacerle pago de la cantidad de dos millones de ptas. (2.000.000 ptas.), más los intereses legales y gastos ocasionados*”— coincide sustancialmente con la solución jurídica que, a nuestro modo de ver, corresponde a la problemática que se plantea con uno de los diversos “*errores que la entidad bancaria puede cometer en la ejecución de una orden de transferencia*”.

Como es sabido, en el cumplimiento de la orden de transferencia, es posible que se produzcan errores, cometidos, bien sea por el ordenante, bien por la entidad bancaria. A los efectos de nuestro comentario sólo nos interesan los últimos ⁽⁷²⁾ y, dentro de éstos, únicamente aquéllos que se tra-

⁽⁷⁰⁾ Vid. VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, pág. 322; y JEANTIN, *Droit commercial*, pág. 97.

⁽⁷¹⁾ En este sentido, vid. CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, pág. 202; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs. 86 y 87; FERRONNIÈRE/CHILLAZ, *Les opérations de banque*, pág. 142; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 387; RIVES-LANGE/CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit Bancaire*, págs. 283 y 284; DEVÉZE/PÉTEL, *Droit Commercial. Instruments de paiement*, pág. 242; VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, pág. 322; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 515; RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, *Manual*, pág. 701; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, pág. 34; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 387 y 388; y VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, pág. 216.

⁽⁷²⁾ Sobre esta cuestión, vid. GARRIGUES DÍAZ-Cañabate, *Contratos bancarios*, págs. 561 a 563; GIRÓN TENA, *Estudios de Derecho Mercantil*, págs. 434 y 435; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, págs. 1468 y 1469; SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, págs. 362 y ss.; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 390; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, pág. 109; VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, págs. 330 y 331; DROUILLAT, *Le Virement en Banque*, págs.

ducen en el cargo/abono de cantidades que no deberían haberse transferido ⁽⁷³⁾.

Sea como fuere, lo que no admite duda es que el problema que se plantea resulta —cuando menos— complicado: la posible existencia de un error no afecta, única y exclusivamente, al titular de la cuenta corriente bancaria en la que se carga la suma transferida —el ordenante—, sino que también afecta al titular de la cuenta en la que se abona la mencionada suma —el beneficiario—, el cual es ajeno a la relación existente entre el primero y la entidad bancaria ⁽⁷⁴⁾.

Pues bien, bajo nuestro punto de vista, en el presente estudio ha de distinguirse según que la suma ingresada sea o no debida por el ordenante ⁽⁷⁵⁾, en atención a la mayor problemática o dificultad que plantea el primer supuesto —suma debida—, ya que los efectos jurídicos últimos serán coincidentes para ambas hipótesis.

Si la suma ingresada es indebida, la entidad de crédito deberá reintegrar la cantidad o suma adeudada más los intereses que correspondan al ordenante —así se desprende del art. 264 del C.Com.—, y se legitima frente al beneficiario para repetir por cobro de lo indebido —arts. 1895 y ss. del C.C.— ⁽⁷⁶⁾.

Además, de acuerdo con lo señalado en el art. 25 de la L.G.D.C.U., la entidad bancaria deberá indemnizar los daños y perjuicios que, con su actua-

152 a 157; DEVÈZE/PÉTEL, *Droit Commercial. Instruments de paiement*, págs. 252 y 253; BILLOTTE-TONGUE, *Aspects juridiques du virement bancaire*, págs. 243 a 261; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, págs. 518 y 519; y SANTORO, *Il conto corrente bancario*, págs. 110 a 114.

⁽⁷³⁾ Las otras dos posibilidades de error de la entidad bancaria en la ejecución de la orden de transferencia son: a) el cargo/abono de cantidades superiores a las ordenadas, esto es, superiores a las que efectivamente deberían haberse transferido —“cargo/abono en exceso”—; y b) el cargo y abono de cantidades inferiores a las efectivamente ordenadas (al respecto, vid. VÁZQUEZ PENA, *La transferencia bancaria de crédito*, págs. 241 a 250).

⁽⁷⁴⁾ Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 561 y 562; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 390; y BILLOTTE-TONGUE, *Aspects juridiques du virement bancaire*, págs. 245 y 246.

⁽⁷⁵⁾ En este sentido, vid. SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, págs. 518 y ss., si bien llega —como veremos a continuación— a unas conclusiones diferentes de las nuestras.

⁽⁷⁶⁾ Vid., entre nosotros, SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 518. En la doctrina gala, VASSEUR, *Droit*, fascicule III, págs. 1468 y 1469; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, pág. 109; y VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, págs. 330 y 331. En Italia, entre otros, CAMPOBASSO, *Bancogiro*, pág. 237; y SANTORO, *Il conto corrente bancario*, págs. 112 y 113. En la doctrina alemana se sostiene, por el contrario, que, para estos concretos supuestos, el cliente ya ha prestado contractualmente su consentimiento para el retorno o devolución de lo ingresado (vid., por todos, SCHÖNLE, *Bank- und Börsenrecht*, pág. 371).

ción, haya ocasionado al ordenante/consumidor⁽⁷⁷⁾, salvo que se trate de un supuesto de error fortuito, es decir, utilizando los términos de nuestro Código Civil, aquel error que no hubiera podido preverse o, que, previsto, fuera inevitable —art. 1105 del C.C.—⁽⁷⁸⁾.

Si la suma erróneamente ingresada es realmente debida por el ordenante de la transferencia, podría considerarse —en un primer acercamiento— que la entidad de crédito no tiene —bajo ningún concepto— acción contra el beneficiario por “cobro de lo indebido”⁽⁷⁹⁾. El beneficiario es acreedor del ordenante por la cantidad ingresada en su cuenta, y el art. 1895 del C.C. delimita —expresamente— el ámbito en que opera la mencionada acción al concreto supuesto en que se reciba “alguna cosa que no había derecho a cobrar” y que por error hubiera sido “indebidamente entregada”⁽⁸⁰⁾.

Sin embargo, no podemos olvidar que hay un error, es decir, que el banco actúa pensando que está cumpliendo un mandato o instrucción que en realidad no existe. En consecuencia, como no debía haber hecho el ingreso porque no hay orden, lo cierto es que el abono en la cuenta del beneficiario no trae causa de una voluntad del ordenante, sino de una voluntad —errónea— de la entidad de crédito; con lo cual, el beneficiario se convierte —frente al banco— en acreedor de una cantidad que no tenía “derecho a cobrar” y que por error le ha sido “indebidamente entregada” (art. 1895 del C.C.).

(77) A partir de la importante Sentencia 14/1992, de 10 de febrero, del Tribunal Constitucional (publicada en el B.O.E. del 3 de marzo de 1992), resulta innegable que la Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios se aplica al “consumidor bancario”. En efecto, el Fundamento Jurídico 12.º de la citada Sentencia incluye en las “determinaciones dictadas por el legislador para la protección, entre otros, de los usuarios de los servicios bancarios” a la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (sobre esta sentencia, vid., entre otros, AREÁN LALÍN, *Problemas de la documentación intervenida por Corredor*, págs. 867 a 881; RECALDE CASTELLS, *La Ley*, año XIII, núm. 3085, martes 8 de septiembre de 1992, págs. 1 a 4; DÍAZ MORENO, *D.N.*, 1992, núm. 19, págs. 34 a 36; Idem, *La Ley*, año XIII, núm. 3045, martes 14 de julio de 1992, págs. 1 a 10; y CASTILLEJO MANZANARES, *Dereito*. Revista Xurídica da Universidade de Santiago de Compostela (en adelante: *Dereito*), 1993, vol. 2, núm. 1, págs. 359 a 379).

(78) Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *Curso sobre el Nuevo Derecho del Consumidor*, pág. 154; GÓMEZ CALERO, *Los Derechos de los Consumidores y Usuarios*, págs. 117 a 122; y BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, *Comentario al art. 25 de la L.G.D.C.U.*, págs. 682, 683 y 688 a 693.

(79) Así lo entiende el profesor SEQUEIRA MARTÍN (*Contratos bancarios*, págs. 518 y 519).

(80) Vid., con detalle, SANTOS BRIZ, *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, págs. 72 a 79; y BALLARÍN HERNÁNDEZ, *Comentario al art. 1895*, págs. 1955 a 1958.

En definitiva, si admitimos como hipótesis de trabajo que con la transferencia se trata de extinguir una deuda pecuniaria ⁽⁸¹⁾, cabe concluir que al beneficiario no le paga su deudor —el ordenante—, sino que le paga —por error— alguien que no le debe nada: el banco; siendo —por tanto— innegable que éste se legitima frente al beneficiario para repetir por cobro de lo indebido ⁽⁸²⁾.

Por otra parte, si admitiésemos que no puede tener lugar la “acción por cobro de lo indebido”, probablemente concluiríamos que —en realidad— lo que se ha producido en la presente hipótesis es un pago por cuenta del deudor/ordenante de la operación. Siendo así, se le permitiría a la entidad bancaria, amparándose en lo dispuesto en los arts. 1158 y ss. del C.C. —en sede de pago efectuado por tercero—, dirigirse contra el ordenante ⁽⁸³⁾.

No obstante, una vez más hemos de mostrar nuestro desacuerdo con dicho criterio. Como hemos señalado, el abono en la cuenta corriente del beneficiario no trae causa de una voluntad del ordenante, sino —claramente— de una voluntad errónea de la entidad de crédito.

Así las cosas, si quien paga es la entidad bancaria, reconociendo que paga por error —este es el supuesto de hecho—; no podemos sino deducir que en ningún caso puede admitirse un pago efectuado por tercero, ya que la existencia

(81) Aun reconociendo que lo más usual es que la transferencia tenga como último objetivo la liberación de un deudor (vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, pág. 554; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 34 y 35; y ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, pág. 248), nótese, sin embargo, que esta operación bancaria sirve para satisfacer un objetivo que es más genérico, y, por tanto, más amplio que el de extinguir por cumplimiento una obligación pecuniaria preexistente. En este sentido, señalan los profesores VAN RYN y HEENEN (*Principes*, t. IV, pág. 324) que “en las relaciones del ordenante y el beneficiario, la transferencia puede obedecer a causas muy diversas: pago, préstamo, provisión para la ejecución de un mandato o de un contrato de comisión o incluso una donación”. De la misma opinión, vid. VASSEUR, *Droit*, fascicule III, pág. 1463; CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, pág. 199; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, pág. 554; SEQUEIRA MARTÍN, *Contratos bancarios*, pág. 496; DEKEUWER-DÉFOSSEZ, *Droit Bancaire*, pág. 57; ALFARO ÁGUILA-REAL, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, pág. 55; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, págs. 385 y 386; y ALVARADO HERRERA, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, pág. 248.

(82) Haya o no dispuesto de la cantidad erróneamente ingresada. Si todavía hay saldo positivo suficiente en su cuenta corriente bancaria, bastará un mero “contraasiento”, es decir, un cargo por la misma cantidad erróneamente ingresada. Sobre esta cuestión, vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, *Contratos bancarios*, págs. 562 y 563; RIPERT, *Traité*, t. II, pág. 390; VASSEUR, *Droit*, fascicule III, págs. 1468 y 1469; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, pág. 109; VAN RYN/HEENEN, *Principes*, t. IV, págs. 330 y 331; y BOIX SERRANO, *Curso*, pág. 192.

(83) En este sentido se manifiesta el profesor SEQUEIRA MARTÍN (*Contratos bancarios*, págs. 518 y 519).

de un “*animus solvendi*” o voluntad de pagar —total o parcialmente— por el deudor, es esencial para que la conducta del tercero —la prestación realizada— quede subsumida en los arts. 1158 y 1159 del C.C.; es decir, el pago efectuado por un tercero presupone su efectiva voluntad de que su acto libere de una deuda —total o parcialmente— a un deudor ⁽⁸⁴⁾. Es más, sin la existencia de esa concreta voluntad del tercero (la entidad de crédito, en nuestro caso) no se puede aplicar, ni siquiera por analogía, el citado art. 1158, ya que no cabe hablar —en ningún caso— del pago de un tercero ⁽⁸⁵⁾.

En definitiva, la solución para este concreto supuesto es exactamente la misma que la apuntada para la hipótesis inmediatamente anterior (cuando la suma erróneamente ingresada es indebida), a la cual nos remitimos.

Por último, aunque pueda parecer lo contrario, debemos aclarar que no nos hemos referido solamente a aquellos errores del banco que recaen sobre las cantidades cargadas/abonadas. De hecho, aquellos errores que consisten en la confusión del nombre del ordenante, en la confusión del nombre del beneficiario, o en la confusión del nombre de ambos, pueden ser reconducidos al ya analizado cargo/abono de una cantidad no ordenada —o erróneamente cargada/abonada— en su totalidad, de tal suerte que las soluciones señaladas para este concreto supuesto son totalmente aplicables a las hipótesis ahora apuntadas y —por extensión— a la sentencia que estamos comentando: cargo/abono de una cantidad sin la correspondiente orden del cuentacorrentista.

V. BIBLIOGRAFÍA CITADA

ABASCAL ZAMORA, J. M.³, “La ley modelo de la CNUDMI —UNCITRAL— sobre transferencias internacionales de crédito”, *D.N.*, 1993, núm. 39, págs. 14 y ss.

ADEN, M., *Banken, Konten und Kredite. Eine praktische Einführung*, Walter de Gruyter, Berlín/Nueva York, 1992 (cit. *Banken, Konten und Kredite*).

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., Voz “Cuenta corriente bancaria”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II, Civitas, Madrid, 1995, págs. 1833 y ss. (cit. *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. II).

⁽⁸⁴⁾ Vid. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, *Comentario al art. 1158*, pág. 166, quien considera que la regulación contenida en el art. 1158 del C.C. se refiere a terceros que pagan voluntariamente (no por error) deudas ajenas; Idem, *Artículos 1158 y 1159*, pág. 20; y HERNÁNDEZ MORENO, *El pago del tercero*, especialmente las págs. 42 a 50 y 81 a 83.

⁽⁸⁵⁾ Vid., manifestándose en este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, *Comentario al art. 1158*, pág. 166; Idem, *Artículos 1158 y 1159*, pág. 21; y HERNÁNDEZ MORENO, *El pago del tercero*, págs. 42 a 46.

— “Observaciones sobre la transferencia bancaria”, *C.D.C.*, 1995, núm. 17, págs. 31 y ss.

ALONSO ESPINOSA, F. J., “Orden falsa de transferencia y responsabilidad del banco. Comentario a la S.T.S. (Sala 1.ª) de 25 de julio de 1991”, *La Ley*, 1992, t. I, págs. 226 y ss.

ALVARADO HERRERA, L., “Introducción al concepto de transferencia bancaria”, *C.D.C.*, 1995, núm. 18, págs. 213 y ss.

ANGULO RODRÍGUEZ, L., “El contrato de comisión”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coordinador) y otros, *Derecho Mercantil*, t. II, 4.ª edic., Ariel, Barcelona, 1997, págs. 247 y ss. (cit. *El contrato de comisión*).

— “Contratos de colaboración”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coordinador) y otros, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 4.ª edic., Tecnos, Madrid, 1997, págs. 352 y ss. (cit. *Contratos de colaboración*).

AREÁN LALÍN, M., “Problemas de la documentación intervenida por Corredor de Comercio en juicios ejecutivos (Plan Provincial de Lugo)”, en VV.AA., *Plan de Formación del Consejo General del Poder Judicial*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1993, págs. 865 y ss. (cit. *Problemas de la documentación intervenida por Corredor*).

AULETTA, G. y SALANITRO, N., *Diritto Commerciale*, 9.ª edic., Giuffrè, Milán, 1994.

AURIOLES MARTÍN, A., “Aspectos generales de la contratación bancaria”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coordinador) y otros, *Derecho Mercantil*, t. II, 4.ª edic., Ariel, Barcelona, 1997, págs. 419 y ss. (cit. *Aspectos generales de la contratación bancaria*).

— “Contratos bancarios de gestión (I)”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coordinador) y otros, *Derecho Mercantil*, t. II, 4.ª edic., Ariel, Barcelona, 1997, págs. 467 y ss. [cit. *Contratos bancarios de gestión (I)*].

— “Contratos bancarios”, en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coordinador) y otros, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 4.ª edic., Tecnos, Madrid, 1997, págs. 414 y ss. (cit. *Lecciones de Derecho Mercantil*).

— “La Directiva comunitaria sobre transferencias bancarias transfronterizas”, *D.N.*, 1997, núm. 85, págs. 11 y ss.

BALLARÍN HERNÁNDEZ, R., “Comentario al art. 1895 del Código Civil”, en VV.AA., *Comentario del Código Civil*, t. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 1955 y ss. (cit. *Comentario al art. 1895*).

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Artículos 1158 y 1159”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, t. XVI, vol. I, EDERSA, Madrid, 1980, págs. 18 y ss. (cit. *Artículos 1158 y 1159*).

— “Comentario al art. 1158 del Código Civil”, en VV.AA., *Comentario del Código Civil*, t. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 165 y ss. (cit. *Comentario al art. 1158*).

— “Comentario al art. 25 de la L.G.D.C.U.”, en VV.AA., *Comentarios a la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*, Civitas, Madrid, 1992, págs. 681 y ss. (cit. *Comentario al art. 25 de la L.G.D.C.U.*).

BERMOND, M.-L., *Droit du crédit*, 3.^ª edic., Economica, París, 1993.

BILLOTTE-TONGUE, I., *Aspects juridiques du virement bancaire. Implications des développements informatiques*, Schulthess, Zürich, 1992 (cit. *Aspects juridiques du virement bancaire*).

BOIX SERRANO, R., *Curso de Derecho Bancario*, EDERSA, Madrid, 1986 (cit. *Curso*).

BONET SÁNCHEZ, J. I., *Contratos bancarios. Cien preguntas clave y sus respuestas*, Dykinson, Madrid, 1996 (cit. *Contratos bancarios*).

— “La transferencia bancaria”, en VV.AA., *Contratos bancarios y para-bancarios*, Lex Nova, Valladolid, 1998, págs. 323 y ss. (cit. *La transferencia bancaria*).

BONNEAU, T., *Droit bancaire*, Montchrestien, París, 1994.

BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 10.^ª edic., Tecnos, Madrid, 1994 (cit. *Manual*).

BUSTO LAGO, J. M. y VÁZQUEZ PENA, M. J., “El denominado ‘servicio de caja’ en la cuenta corriente bancaria”, *F.G.*, VII época, 1995, núm. 188, págs. 57 y ss.

CABRILLAC, H., *Le chèque et le virement*, 5.^ª edic. por Michel Cabrillac, Litec, París, 1980.

CALTABIANO, A., *Il Conto corrente bancario*, CEDAM, Padua, 1967.

CAMPOBASSO, G. F., *Bancogiro e moneta scritturale*, Cacucci, Bari, 1979 (cit. *Bancogiro*).

— *Diritto Commerciale*, t. III (“Contratti, Titoli di credito, Procedure concorsuali”), 2.^ª reimpresión, UTET, Turín, 1992.

CANARIS, C.-W., “Bankvertragsrecht”, en *Staub Großkommentar zum HGB*, 4.ª edic. reelaborada, 10.ª entrega, 1.ª parte, Walter de Gruyter, Berlín/ Nueva York, 1988 (cit. *Bankvertragsrecht*).

CASTILLEJO MANZANARES, R., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Constitucional 14/1992, de 10 de febrero”, *Dereito*, 1993, vol. 2, núm. 1, págs. 359 y ss.

COSTA, C., “Bancogiro ‘internazionale’ e diritto italiano”, *B.B.T.C.*, 1992, I, págs. 346 y ss.

COTTINO, G., *Diritto Commerciale*, vol. II, t. I (“La Banca, la Borsa, i Titoli di Credito”), 2.ª edic., CEDAM, Padua, 1992.

CHECA MARTÍNEZ, M., “Las transferencias de crédito en el Derecho del comercio internacional”, *R.D.B.B.*, 1994, núm. 53, págs. 109 y ss.

DE CARLOS BERTRÁN, L. y FERNÁNDEZ-ARRESTO, J., *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1992.

DE CASTRO Y BRAVO, F., *El Negocio Jurídico*, reedic., Civitas, Madrid, 1985.

DE LOS MOZOS, J. L., *El negocio jurídico (Estudios de Derecho civil)*, Montecorvo, Madrid, 1987 (cit. *El negocio jurídico*).

DEKEUWER-DÉFOSSEZ, F., *Droit Bancaire*, 5.ª edic., Dalloz, París, 1995.

DEVÈZE, J. y PÉTEL, P., *Droit Commercial. Instruments de paiement et de crédit*, Montchrestien, París, 1992 (cit. *Droit Commercial. Instruments de paiement*).

DÍAZ MORENO, A., “S.T.C. 14/1992, de 10 de febrero: no procede declarar la inconstitucionalidad del párrafo cuarto del art. 1435 L.E.C. (nota de actualidad)”, *D.N.*, 1992, núm. 19, págs. 34 y ss.

— “La constitucionalidad del penúltimo párrafo del artículo 1435 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (com. a la Sentencia del Tribunal Constitucional 14/1992 de 10 de febrero)”, *La Ley*, año XIII, núm. 3045, martes 14 de julio de 1992, págs. 1 y ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., “Comentario al art. 1257 del Código Civil”, en VV.AA., *Comentario del Código Civil*, t. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 433 y ss. (cit. *Comentario al art. 1257*).

— *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I (“Introducción. Teoría del contrato”), 4.^a edic., Civitas, Madrid, 1993 (cit. *Fundamentos*, vol. I).

DROUILLAT, R., *Le Virement en Banque*, Sirey, París, 1931.

EIZAGUIRRE, J. M.^a de, *Cuenta corriente bancaria y cláusula “sin gastos” (en torno a la sentencia del Tribunal Supremo del 7/3/74)*, colección “Economía”, núm. 2, Caja de Ahorros Provincial de Guipúzcoa, San Sebastián, 1978 (cit. *Cuenta corriente bancaria y cláusula “sin gastos”*).

— “De nuevo sobre el contrato de cuenta corriente”, *R.D.B.B.*, 1994, núm. 54, págs. 339 y ss.

EMBID IRUJO, J. M., “Contrato bancario y cuenta corriente bancaria. Las prestaciones: el llamado ‘servicio de caja’. El secreto bancario. El deber de información. La responsabilidad”, en VV.AA., *Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, págs. 91 y ss. (cit. *Contratos bancarios*).

— “La cuenta corriente bancaria”, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 65, págs. 125 y ss.

FERRI, G., Voz “Bancogiro”, en *Enciclopedia del diritto*, t. V, Giuffrè, Milán, 1959, págs. 32 y ss. (cit. *Bancogiro*).

— *Manuale di Diritto Commerciale*, 9.^a edic. a cargo de Carlo Angelici y Giovanni B. Ferri, Utet, Turín, 1993, reimpresión de 1995.

FERRO-LUZZI, P., *Lezioni di Diritto bancario*, Giappichelli, Turín, 1995.

FERRONNIÈRE, J. y CHILLAZ, E. de, *Les opérations de banque*, 6.^a edic. puesta al día por Jean Pierre Paty, Dalloz, París, 1980.

FINEZ RATÓN, J. M., *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Bosch, Barcelona, 1994 (cit. *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios*).

FIORENTINO, A., “Conto corrente. Contratti bancari”, en el *Commentario al Codice civile*, dir. por A. Scialoja y G. Branca (arts. 1823-1860), 2.^a edic., Zanichelli, Bolonia, 1969 (cit. *Conto corrente. Contratti bancari*).

FOLCO, C., “Les paiements par l’intermédiaire des banques”, *R.T.D.C.*, 1954, t. VII, págs. 53 y ss.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., “Contratación bancaria y consumo. Algunas consideraciones en torno al art. 10 L.G.D.C.U.”, *R.D.B.B.*, 1988, núm. 30, págs. 259 y ss.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “Contrato de descuento y cuenta corriente bancaria: condiciones y consecuencias de una interconexión (com. a la S.T.S. de 29 de abril de 1983 —R.A. 2198—)”, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 13, págs. 163 y ss.

— “La cuenta corriente bancaria en descubierto y los contratos de crédito: criterios para una interpretación legal y contractual (com. a la S.T.S. de 14 de diciembre de 1983 —R.A. 6937—)”, *R.D.B.B.*, 1985, núm. 18, págs. 413 y ss.

— “Las remesas en la cuenta corriente y su dimensión probatoria: entre el instrumento contable y el contrato bancario (com. a las Sentencias de la Audiencia Territorial de Cáceres de 4 de julio de 1988 y de la Audiencia Territorial de Sevilla de 13 de diciembre de 1989)”, *R.D.B.B.*, 1989, núm. 36, págs. 849 y ss.

— “Los depósitos bancarios a plazo y su representación contable (a propósito de la S.T.S. de 28 de mayo de 1989 —*La Ley*, núm. 2568, 6 de septiembre de 1990, págs. 1 y ss.—)”, *C.D.C.*, 1991, núm. 9, págs. 39 y ss.

— “La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista”, en VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Civitas, Madrid, 1996, págs. 2817 y ss. (cit. *La mercantilidad del contrato de comisión*).

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., “Mandato y comisión mercantil en el Código de comercio y en el proyecto de reforma”, *R.C.D.I.*, 1928, t. IV, págs. 801 y ss.

— *Tratado de Derecho Mercantil*, t. III, vol. I, “Obligaciones y contratos mercantiles”, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1964 (cit. *Tratado*, t. III, vol. I).

— *Contratos bancarios*, 2.^a edic., S. Aguirre Imprenta, Madrid, 1975.

GAVALDA, C. y STOUFFLET, J., *Droit de la banque*, P.U.F., París, 1974.

— *Droit du crédit*, t. II (*Chèques, Effets de commerce, Cartes de crédit et de paiement*), Litec, París, 1988.

— *Droit Bancaire (Institutions — Comptes - Opérations - Services)*, Litec, París, 1992 (cit. *Droit Bancaire*).

GIRÓN TENA, J., “Contribución al estudio de la transferencia bancaria”, en sus *Estudios de Derecho Mercantil*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1955, págs. 401 y ss. (cit. *Estudios de Derecho Mercantil*).

GÓMEZ CALERO, J., *Los Derechos de los Consumidores y Usuarios*, Dykinson, Madrid, 1994.

GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., “Artículo 1257”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, t. XVII, vol. I-A, EDERSA, Madrid, 1993, págs. 322 y ss. (cit. *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*).

GRECO, P., *Le operazioni di banca*, reimpresión, CEDAM, Padua, 1931.

HADDING, W. y HÄUSER, F., “Rechtsfragen des Giroverhältnisses”, *Z.H.R.*, 1981, núm. 145, págs. 138 y ss.

HERNÁNDEZ MORENO, A., *El pago del tercero*, Bosch, Madrid, 1983.

HORN, N., “Bankgeschäfte”, en VV.AA., *Heymann Handelsgesetzbuch (ohne Seerecht) Kommentar*, t. IV, Walter de Gruyter, Berlín/Nueva York, 1990 (cit. *Bankgeschäfte*).

JAUFFRET, A., *Droit Commercial*, 21.^a edic. por Jacques Mestre, LGDJ, París, 1993.

JEANTIN, M., *Droit commercial. Instruments de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*, 4.^a edic., Dalloz, París, 1995 (cit. *Droit commercial*).

JUGLART, M. de, e IPPOLITO, B., *Traité de Droit Commercial*, t. VII (“Banques et Bourses”), 3.^a edic. por Lucien M. Martin, Montchrestien, París, 1991 (cit. *Banques et Bourses*).

LANGLE Y RUBIO, E., *Manual de Derecho Mercantil Español*, t. III, Bosch, Barcelona, 1959 (cit. *Manual*, t. III).

LOJENDIO OSBORNE, I., “La ley modelo de UNCITRAL sobre transferencias internacionales de crédito”, *R.D.M.*, 1993, núm. 207, págs. 95 y ss.

MARTORANO, F., *Il conto corrente bancario*, Jovene, Nápoles, 1955.

MOLL DE MIGUEL, S., *El contrato de cuenta corriente. Una concepción unitaria de sus diferentes tipos*, Universidad de Bilbao, Bilbao, 1977 (cit. *El contrato de cuenta corriente*).

MOLLE, G., “I contratti bancari”, en *Trattato di Diritto civile e commerciale*, vol. XXXV, t. I, 4.^a edic., Giuffrè, Milán, 1981 (cit. *I contratti bancari*).

— *Manuale di Diritto Bancario*, 3.^a edic., Giuffrè, Milán, 1987.

MOTOS GUIRAO, M., “Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor”, *R.D.M.*, 1958, núm. 68, págs. 245 y ss.

MUÑOZ-PLANAS, J. M.^a, *Cuentas bancarias con varios titulares*, Civitas, Madrid, 1993.

NART, I., “El contrato de cuenta corriente”, *R.D.M.*, 1948, núms. 17-18, págs. 151 y ss.

NÚÑEZ-LAGOS, F., *Contratos bancarios*, primer curso del programa de enseñanza a distancia sobre Fundamentos de Gestión, Control y Análisis de entidades de crédito, Curso 1994-1995, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1995.

OBTS, G. y HINTNER, O., *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 36.^a edic. completada y reelaborada por Otto Hintner, C. E. Poeschel, Stuttgart, 1967.

PERALES VISCASILLAS, M.^a P., “Transferencias bancarias: Directiva 97/5/CE, Ley Modelo de UNCITRAL y Artículo 4A UCC”, *D.N.*, 1998, núm. 88, págs. 1 y ss.

PETIT LAVALL, M.^a V., *La protección del consumidor de crédito: las condiciones abusivas del crédito*, Tirant lo blanch, Valencia, 1996 (cit. *La protección del consumidor de crédito*).

PUIG BRUTAU, J., Voz “Mandato”, en *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. XV, Francisco Seix, Barcelona, 1981, págs. 833 y ss. (cit. *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. XV).

PUTZO, E., *Erfüllung mit Buchgeld und die Haftung der Beteiligten wegen ungerechtfertigter Bereicherung*, Walter de Gruyter, Berlín/Nueva York, 1977 (cit. *Erfüllung mit Buchgeld*).

RECALDE CASTELLS, A., “Ejecución de deudas reflejadas en cuentas corrientes (com. a la Sentencia del Tribunal Constitucional 14/1992 de 10 de febrero)”, *La Ley*, año XIII, núm. 3085, martes 8 de septiembre de 1992, págs. 1 y ss.

RIPERT, G., *Traité de Droit Commercial*, t. II (“Valeurs mobilières - effets de commerce; titres de créance négociables; opérations de banque et de bourse; contrats commerciaux; procédures collectives de redressement et de liquidation”), 13.^a edic. por René Roblot, LGDJ, París, 1992 (cit. *Traité*, t. II).

RIVES-LANGE, J.-L. y CONTAMINE-RAYNAUD, M., *Droit Bancaire*, 6.^a edic., Dalloz, París, 1995.

ROBLES ELEZ-VILLARROEL, J. F., *Prácticas Incorrectas y Condiciones Abusivas en las Operaciones Bancarias. Casuística y criterios aplicables*, 2.ª edic. actualizada y ampliada, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 1995 (cit. *Prácticas Incorrectas y Condiciones Abusivas en las Operaciones Bancarias*).

RODIÈRE, R. y RIVES-LANGE, J.-L., *Droit Bancaire*, 3.ª edic., Dalloz, París, 1980.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. J., “La responsabilidad civil del fabricante en el Derecho español y la Directiva 85/374/CEE”, en VV.AA., *Curso sobre el Nuevo Derecho del Consumidor*, Ministerio de Sanidad y Consumo, Madrid, 1990, págs. 137 y ss. (cit. *Curso sobre el Nuevo Derecho del Consumidor*).

ROVIRA MOLA, A. de, “Comisión mercantil”, en *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. IV, Francisco Seix, Barcelona, 1981, págs. 444 y ss. (cit. *Nueva Enciclopedia Jurídica Seix*, t. IV).

RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, A., *Manual de Derecho Mercantil*, Ediciones Deusto, Madrid/Barcelona/Bilbao, 1992 (cit. *Manual*).

SALANDRA, V., “Ordine di bancogiro e conto corrente bancario”, *Foro It.*, 1929, I, pág. 481 y ss.

SALINAS QUIJADA, F., *Las cuentas corrientes indistintas*, 3.ª edic. revisada y aumentada, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Madrid, 1983.

SÁNCHEZ CALERO, F., “Contrato de cuenta corriente mercantil, el de cuenta corriente bancaria y rendición de cuentas [com. a la S.T.S. (Sala 1.ª), de 11 de marzo de 1992 (R.A. 2170). Ponente: Exmo. Sr. don José Luis Albácar López]”, *R.D.B.B.*, 1992, núm. 46, págs. 543 y ss.

— *Instituciones de Derecho Mercantil*, t. II, “Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo”, 20.ª edic., McGraw-Hill, Madrid, 1997 (cit. *Instituciones*, t. II).

— “Condiciones generales en los contratos bancarios”, en VV.AA., *Contratos bancarios*, Colegios Notariales de España, Consejo General del Notariado, Madrid, 1996, págs. 307 y ss. (cit. *Condiciones generales en los contratos bancarios*).

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Consideraciones en torno a algunos aspectos de la cuenta corriente bancaria (com. a las Sentencias de la Audiencia Territorial de Cáceres de 8 de febrero de 1985 —R.G.D., 1986, núm.

501, pág. 2737—, de la Audiencia Territorial de Bilbao de 21 de enero de 1985 —*R.G.D.*, 1986, núm. 501, pág. 2910—, de la Audiencia Territorial de Bilbao de 21 de mayo de 1985 —*R.G.D.*, 1986, núm. 501, pág. 2911— y de la Audiencia Territorial de Zaragoza de 19 de julio de 1985 —*R.G.D.*, 1986, núm. 499, pág. 1693—), *R.D.B.B.*, 1986, núm. 23, págs. 633 y ss.

— “Contrato de cuenta corriente: cláusulas referidas a la aprobación del saldo y alcance probatorio de la aceptación por el cliente (com. a la Sentencia de la A.P. de Segovia, de 6 de mayo de 1996 y a la Sentencia de la A.P. de Valencia, de 10 de febrero de 1997)”, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 965 y ss.

SANDKÜHLER, G., *Bankrecht. Ein Leitfaden für Ausbildung und Praxis*, 2.^a edic. reelaborada, Carl Heymanns, Colonia-Berlín-Bonn-Munich, 1993 (cit. *Bankrecht*).

SANTINI, G., *Il bancogiro*, 2.^a edic., Cesare Zuffi, Bolonia, 1950.

— Voz “Giroconto”, en *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII, Utet, Turín, 1965, págs. 861 y ss. (cit. *Novissimo Digesto Italiano*, t. VII).

SANTORO, V., “Il conto corrente bancario. Arts. 1852-1857”, en *Il Codice Civile Commentario*, dirigido por Piero Schlesinger, Giuffrè, Milán, 1992 (cit. *Il conto corrente bancario*).

SANTOS BRIZ, J., “Artículo 1895”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, t. XXIV, Edersa, Madrid, 1984, págs. 72 y ss. (cit. *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*).

SCHMIDT, K., *Geldrecht. Geld, Zins und Währung im deutschen Recht*, J. Schweitzer Verlag KG/Walter de Gruyter, Berlín/Nueva York, 1983 (cit. *Geldrecht*).

SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, 2.^a edic. reelaborada, C. H. Beck, Munich, 1976.

SCORDINO, F., *I contratti bancari*, Jovene, Nápoles, 1965.

SEQUEIRA MARTÍN, A., “La transferencia bancaria de crédito”, en *VV.AA., Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, págs. 491 y ss. (cit. *Contratos bancarios*).

SERRA DOMÍNGUEZ, M., “Artículo 1253”, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, t. XVI, vol. II, EDERSA, Madrid, 1981, págs. 705 y ss. (cit. *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*).

— “Comentario al art. 1253 del Código Civil”, en VV.AA., *Comentario del Código Civil*, t. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 425 y ss. (cit. *Comentario del Código Civil*, t. II).

SIERRA POMARES, M., Voz “Mandato”, en *Enciclopedia Jurídica Española Seix*, t. XXI, Francisco Seix, Barcelona, 1910, págs. 580 y ss. (cit. *Enciclopedia Jurídica Española Seix*, t. XXI).

SPINELLI, M. y GENTILE, G., *Diritto Bancario*, 2.^a edic., Cedam, Padua, 1991.

TONDO, M., “Dei contratti bancari; art. 1834-1860”, en el *Commentario teorico-pratico al codice civile*, libro IV (“Delle obbligazioni”), dir. por Vittorio de Martino, Pem, Novara-Roma, 1970 (cit. *Dei contratti bancari*).

URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 24.^a edic., Marcial Pons, Madrid, 1997.

VAN RYN, J. y HEENEN, J., *Principes de Droit Commercial*, t. IV, 2.^a edic., Etablissements Emile Bruylant, Bruselas, 1988 (cit. *Principes*, t. IV).

VASSEUR, M., *Droit et Économie Bancaires*, fascicule III (“Crédits aux particuliers; Garanties de remboursement; Ressources des banques; Opérations de caisse; Services d’attraction de la clientèle”), 3.^a edic., Les Cours de Droit, París, 1982-1983 (cit. *Droit*, fascicule III).

VÁZQUEZ IRUZUBIETA, C., *Operaciones bancarias*, EDERSA, Madrid, 1985.

VÁZQUEZ PENA, M. J., “Directiva Europea relativa a las transferencias transfronterizas (noticia)”, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 65, págs. 359 y ss.

— “Causa de la orden de transferencia y cobro de lo indebido (com. de la S.T.S., Sala Primera, de 10 de abril de 1995)”, *R.D.B.B.*, 1997, núm. 67, págs. 905 y ss.

— “El cargo en cuenta contra disposición expresa del cuentacorrentista (com. a la Sentencia de la A.P. de Soria, de 13 de diciembre de 1996)”, *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 1997, núm. 1, págs. 665 y ss.

— *La transferencia bancaria de crédito*, Marcial Pons, Madrid/Barcelona, 1998.

VEGA PÉREZ, F., “La domiciliación bancaria de recibos”, *R.D.B.B.*, 1984, núm. 14, págs. 345 y ss.

VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, t. II, 3.^a edic., Bosch, Barcelona, 1990 (cit. *Compendio*, t. II).

— *Introducción al Derecho Mercantil*, 10.^a edic., Tirant lo blanch, Valencia, 1997 (cit. *Introducción*).

VITALE, V., “Giro in conto bancario”, *Foro It.*, 1937, I, págs. 679 y ss.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997.

NOTICIAS

1. LEY SOBRE INTRODUCCIÓN DEL EURO

Con fecha 18 de diciembre de 1998, fueron publicadas en el BOE la *Ley Orgánica 10/1998, de 17 de diciembre, complementaria de la Ley sobre introducción del euro*, y la *Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro*, con entrada en vigor de ambas el día 1 de enero de 1999.

La Ley Orgánica 10/1998 se limita a cubrir los resquicios legales que hubieran podido mantenerse por parte de la Ley 46/1998, en razón del principio de reserva de ley orgánica, y reproduce el contenido de la Disposición Adicional Segunda del Proyecto de Ley presentado por el Consejo de Ministros en julio de 1998. Así, además de una modificación del artículo 14 de la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas, se lleva a cabo una remisión general de todas las referencias que puedan contenerse en leyes orgánicas desde la peseta al euro, previendo expresamente la posibilidad del redondeo, y mencionando explícitamente las previsiones que se recojan en leyes penales.

Por su parte, la Ley 46/1998 sirve como medio de completar el régimen jurídico para la adopción del euro como moneda única dentro del sistema monetario nacional, con un propósito legislativo de carácter globalizante. De ahí el término que se ha empleado para referirse a esta Ley como *ley-paraguas* (en una discutible transposición del término inglés).

La Ley 46/1998 recoge, en esencia, el contenido del Proyecto que fue objeto de comentario en un número anterior de esta Revista (“Proyecto de Ley sobre introducción del euro”, RDBB 71, pp. 912-914). Debe recalcar, sin embargo, la introducción de algunas novedades.

Así, el artículo 9 propugna el principio de gratuidad (en virtud del cual, la sustitución de la peseta por el euro debe resultar gratuita para el consumidor, siendo nulo cualquier pacto por el cual se impongan comisiones, precios, etc.).

Asimismo, debe resaltarse la incorporación de la Disposición adicional tercera, referida a las “Garantías en operaciones con el Banco de España, con el Banco Central Europeo y otros”.

Debe subrayarse el contenido del punto VIII de la Exposición de Motivos, que constituye un breve pero “simpático” (si tal adjetivo es predicable del legislador) *elogio de despedida de la peseta* (como se denomina en la propia Ley).

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

2. MODIFICACIONES REGLAMENTARIAS EN LA ORDENACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

1. Tras la publicación en el BOE nº 275, de 17 de noviembre de 1998, de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Ley que fue de nuevo modificada por la Disposición Adicional Trigésima Sexta de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, confirmando así una técnica legislativa en nuestro ámbito financiero que únicamente resultará explicable, en el futuro, sobre la base de las nuevas teorías del caos); en el BOE nº 302, de 18 de diciembre de 1998, se publicó el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los Mercados de Valores.

2. Aun cuando el Real Decreto 2590/1998 es de fecha posterior a la Ley 37/1998, el mismo no incorpora —en contra de lo que podría sugerir una presunción de desarrollo normativo ordenado conforme al principio de jerarquía— ninguno de los múltiples desarrollos que la reforma de la Ley del Mercado de Valores ha dejado pendientes. Por el contrario, aquel Real Decreto contiene un conjunto de modificaciones de normas reglamentarias dictadas en desarrollo de la Ley del Mercado de Valores en su redacción original que obedecen a la justificación común de incrementar la eficiencia y mejorar el funcionamiento de nuestros mercados financieros en el nuevo escenario competitivo de la Unión Monetaria y la adopción de la moneda única a partir del 1 de enero de 1999. En función de tan noble —a la vez que genérico— propósito, el Real Decreto 2590/1998 introduce un conjunto de modificaciones que inciden, principalmente, en el régimen del mercado primario de valores contenido en el Real Decreto 291/1992. En este sentido, resulta interesante resaltar que mientras el régimen de los mercados secundarios de valores resultó profundamente modificado por la Ley 37/1998, el del mercado primario de valores fue modificado por el Real Decreto 2590/1998.

3. Como decimos, es el Capítulo I del Real Decreto 2590/1998 el que, a lo largo de diez artículos, introduce las modificaciones más relevantes en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de ventas de valores (ver en general, SÁNCHEZ CALERO, F., (dir), “Régimen Jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992”, Madrid, 1995, y nuestra noticia en esta Revista, nº 45, 1992, pág. 301 y ss.). Dichas modificaciones, de las que aquí únicamente podemos dar noticia, afectan a los siguientes aspectos fundamentales:

- a) La delimitación del ámbito de aplicación de aquel Real Decreto, tanto en sentido territorial (modificando su art. 1.1) como en su sentido funcional (modificando su art. 3.1). En relación con esta última delimitación, se modifica la excepción general de las emisiones de valores públicos [art. 6.a)] así como el régimen de las excepciones parciales contenido en el art. 7.
- b) El folleto informativo, con una profunda modificación de la Sección 5.^a del Capítulo II del Real Decreto 291/1992. En concreto, se modifica el concepto de folleto informativo, sus clases y modelos (mejorando la trilogía tradicional de clases de folleto para distinguir entre el completo, el continuado de emisor y el reducido de emisión u oferta y de programa), su elaboración y contenido mínimo (simplificando las categorías de datos que deben constar en el folleto y los documentos e informaciones que deben figurar como anexos al mismo), sus contenidos adicionales en casos de valores atípicos y sus eventuales contenidos especiales, su registro y su edición y puesta a disposición. Destaca la introducción de la figura del tríptico informativo como reflejo sintético del folleto que debe utilizarse en la publicidad comercial de emisiones y ofertas.
- c) El régimen de las actuaciones profesionales realizadas con las emisiones y OPVs, modificando el Capítulo V del Real Decreto 291/1992 y sistematizando las categorías de intermediarios conforme a las actividades que desarrollen en cuatro categorías, que son: entidades colocadoras, directoras, coordinadoras y aseguradoras.
- d) Las modificaciones introducidas en el Real Decreto 291 se completan con las que afectan a los siguientes aspectos: la publicidad y el plazo de apertura y cierre de la oferta pública; las especialidades de las emisiones u ofertas internacionales o realizadas por no residentes; los requisitos exigibles a toda modificación de las características de valores ya emitidos que suponga alteración sustancial de los derechos u obligaciones de sus tenedores o reducción de sus garantías y el régimen de información y sancionador.

4. El Capítulo II del Real Decreto 2590/1998 (arts. 11^º y 12^º) modifica el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. Tales modificaciones —que afectan, total o parcialmente, a sus arts. 1, 2, 4, 5, 6, 8, 10 y 18— tienen como finalidad favorecer una mayor difusión de hechos vinculados a la adquisición de acciones de una sociedad cotizada, agravar el régimen de comunicaciones de acciones para adquirentes ubicados en paraísos fiscales o regulatorios y dar mayor transparencia a los acuerdos sobre

derechos de voto y adquisiciones de acciones vinculadas a fenómenos de representación.

5. El Capítulo III del Real Decreto 2590/1998 (arts. 13^º a 19^º) modifica el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (ver nuestra noticia en esta Revista nº 45, 1992, pág. 267 y ss.). Las modificaciones, —que afectan a los arts. 18.1, 21.5, 32.4, 36.4, 38.3, 43, 55.1, 55.2, 60.4, 61.2, 63.3, 64.1, 66.1, 66.4, 69.2, 76.2.a), 76.3, 76.4 y 78.3— pretenden, de un lado, introducir mejoras técnicas en los certificados de legitimación y en la información al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores sobre actos societarios y régimen de fianzas y, de otro lado, arbitrar un procedimiento especial para la compensación y liquidación de operaciones bursátiles consecuentes a la realización de operaciones de política monetaria por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

6. La última necesidad de adaptación al SEBC justifica también la modificación que el Capítulo VI (art. 25^º) introduce en el art. 5.4 del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados (ver nuestra noticia en esta Revista nº 44, 1991, pág. 1143 y ss.).

7. A lo anterior cabe añadir que el Real Decreto 2590/1998 modifica también, aunque de manera menos intensa, en su Capítulo IV (arts. 20^º a 23^º) el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los Mercados Oficiales de futuros y opciones y en su Capítulo V (art. 24^º) el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (ver SÁNCHEZ CALERO, F., (dir), “Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991”, Madrid, 1993, y nuestra noticia en esta Revista nº 43, 1991, pág. 835 y ss.).

8. Por último, señalar que la Disposición Final Única del Real Decreto 2590/1998 contiene una habilitación normativa genérica y sucesiva en favor del Ministro de Economía y Hacienda y de la CNMV para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo del mismo.

Alberto J. Tapia Hermida

3. LEY 1/1999, REGULADORA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y DE SUS SOCIEDADES GESTORAS

En fecha 5 de enero de 1999 (publicación en BOE de 6 de enero) se ha aprobado la Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras. El nuevo texto persigue dotar a las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo de un régimen jurídico completo y estable, más flexible que el anteriormente vigente, que posibilite una mayor implantación práctica de estas entidades. La orientación general de la Ley 1/1999 coincide con la propia de las últimas reformas sobre la materia, introducidas a través del Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (v. nuestra noticia publicada en RDBB nº 63, 1996).

En la presente noticia serán objeto de breve comentario algunas de las innovaciones más relevantes que se han introducido a través de la nueva regulación:

A) Objeto de las Entidades de Capital-Riesgo

El objeto principal de las Entidades de Capital-Riesgo continúa siendo, en la nueva Ley, la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y no cotizadas (art. 2.1). La expansión de tal objeto que se operó a través del R.D. 7/1996 se ha perfeccionado en la nueva regulación mediante la introducción de una disciplina detallada, inexistente hasta el momento, de los dos objetos complementarios:

- **Concesión de crédito:** Se admiten en general las concesiones de préstamos participativos siempre que se destinen al desarrollo del objeto principal de la Entidad de Capital-Riesgo prestamista. Se admite, asimismo, la concesión por parte de estas entidades de cualesquiera otras fórmulas de financiación diferentes, en este caso tan sólo en beneficio de las sociedades participadas (arts. 2.2 y 3). Según dispone el artículo 16.2 de la nueva Ley, el porcentaje máximo del activo total que puede destinarse a la concesión de los referidos préstamos participativos es del 30%.
- **Asesoramiento profesional de las entidades participadas:** Las Sociedades de Capital-Riesgo podrán desarrollar por sí esta actividad, aunque en los casos de Fondos tal desarrollo corresponderá eventualmente a la Sociedad Gestora. Tal Gestora estará igualmente facultada para prestar asesoría profesional a las Sociedades de Capital-Riesgo que eventualmente administre (recuérdese que la gestión externa es

obligatoria en el caso de los Fondos, dada su naturaleza patrimonial, y meramente potestativa en el caso de las Sociedades. V. arts. 2.2 y 3).

B) Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo

Las sociedades que se encarguen de la gestión de Entidades de Capital-Riesgo deben estar necesariamente constituidas como sociedades anónimas. Su objeto social principal consistirá en la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo o de los activos patrimoniales de Sociedades de Capital-Riesgo, pudiendo desarrollar igualmente las actividades de asesoramiento profesional a las que se refiere el apartado anterior. La principal innovación que introduce la nueva regulación es la que consiste en la habilitación que se concede a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva para gestionar los activos integrados en Entidades de Capital-Riesgo. La medida debe estimarse acertada, dadas las similitudes que cabe apreciar entre ambas variedades de gestión, toda vez que contribuye a flexibilizar el régimen propio de las gestoras de IIC (art. 4).

C) Nuevo régimen de autorización e inscripción

Uno de los objetivos más importantes de la nueva Ley 1/1999, según se manifiesta en la Exposición de Motivos, es el consistente en dotar a las Entidades de Capital-Riesgo y sus gestores de un régimen de autorización, supervisión y sanción que resulte homologable al que es de aplicación al resto de sujetos que operan en los mercados financieros. A los presentes efectos, las competencias relativas a la concesión de las correspondientes autorizaciones administrativas, a la supervisión de estas entidades y a la imposición de las sanciones que en cada caso procedan quedan atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El régimen de autorización previa de las entidades reguladas en el nuevo texto se contiene en los artículos 7 a 13 de la Ley. El procedimiento recogido en la regulación objeto de comentario resulta ser muy semejante al previsto en la Ley 46/1984 con relación a las Instituciones de Inversión Colectiva. Así, el procedimiento se inicia a través de la presentación ante la CNMV del proyecto de constitución de la entidad, que incluirá un proyecto de estatutos o de reglamento de gestión, el folleto informativo y una memoria explicativa del proyecto (arts. 11, 3, 4 y 5). A tal proyecto deberá acompañarse acreditación de la profesionalidad y honorabilidad de los administradores y de la disponibilidad de medios materiales y humanos acordes con el volumen de la actividad a desarrollar. La autorización será concedida, en su caso, por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV, y sólo podrá ser denegada por incumplimiento de los requisitos procedimentales previstos o por la existencia de graves

dificultades de transmisión de información que obstaculicen la función supervisora de la CNMV. Llama la atención la atribución de efectos negativos al silencio administrativo, especialmente considerando que, según se dispone expresamente, la resolución deberá ser motivada (v. art. 10.1 y 2).

Obtenida la autorización administrativa previa, el negocio fundacional correspondiente debe formalizarse en escritura pública, inscribiéndose posteriormente la entidad en el Registro Mercantil. A continuación la entidad deberá ser objeto de inscripción en el registro administrativo correspondiente de la CNMV (v. art. 9 en relación con los nuevos registros que deben abrirse en la CNMV). La presente inscripción sólo se denegará cuando se hubiese alterado en cualquier forma el proyecto inicialmente aprobado por el MEH (art. 12).

La autorización podrá revocarse a iniciativa de la CNMV y a través de propuesta del MEH por el Consejo de Ministros en los casos de incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigibles, situación concursal o imposición de la presente medida como sanción.

D) Supervisión, inspección y sanción

La nueva regulación sobre los presentes aspectos se contiene en los artículos 34 a 40 de la Ley 1/1999. Las potestades de supervisión e inspección de Entidades de Capital-Riesgo, Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que gestionen Entidades de Capital-Riesgo se atribuye a la CNMV. Los artículos 38 y 39 del texto objeto de comentario recogen los catálogos de infracciones y sanciones aplicables. Cabe destacar que la competencia para la imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde en general al MEH, salvo la sanción de pérdida de la autorización administrativa que deberá imponer en su caso el Consejo de Ministros. Las restantes sanciones podrán ser impuestas por la CNMV.

E) Régimen fiscal

La Ley 1/1999 tiende a flexibilizar el régimen fiscal aplicable en general a las Entidades de Capital-Riesgo. Así, la gestión de los activos de Sociedades de Capital-Riesgo se ha declarado actividad exenta con relación al Impuesto sobre el Valor Añadido. Por su parte, se posibilita un alargamiento del período de exención de las rentas obtenidas a resultas de la transmisión de acciones o participaciones de empresas participadas (v. Disposición Adicional Segunda).

Víctor Cervera-Mercadillo

4. RESOLUCIÓN DE 11 DE DICIEMBRE DE 1998, DE LA COMISIÓN EJECUTIVA DEL BANCO DE ESPAÑA, POR LA QUE SE APRUEBAN LAS CLÁUSULAS GENERALES APLICABLES A LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE ESPAÑA

El BOE del pasado día 16 de diciembre publicaba la Resolución de 11 de diciembre de 1998 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España.

Con esta Resolución el Banco de España (en adelante, BE) no hace sino establecer el marco general al que, en consonancia con la Orientación “Guideline” aprobada por el Banco Central Europeo (en adelante, BCE), habrán de sujetarse las operaciones de política monetaria que efectúe el Banco de España con las entidades habilitadas para ello. La Orientación aprobada por el BCE es la denominada Orientación “Guideline” de 11 de septiembre de 1998 sobre Instrumentos y Procedimientos de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y sus modificaciones.

La Resolución de 11 de diciembre de 1998, objeto de la presente reseña, consta de trece cláusulas generales.

La primera de ellas se encarga de establecer el régimen jurídico general que resulta de aplicación a las operaciones de política monetaria que contrate el BE, que no sólo se constriñe a las mencionadas cláusulas generales.

La segunda cláusula general fija el ámbito de aplicación. En efecto, el BE sólo operará con aquellas entidades que cumplan con lo dispuesto en las cláusulas generales. Con carácter general cabe mencionar que el BE únicamente operará con entidades de crédito, u otras entidades sujetas al mantenimiento de reservas mínimas, que estén establecidas en España. Dichas entidades deberán ser financieramente solventes y estar sujetas a supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales en el ámbito de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo debiendo cumplir, asimismo, con los requisitos operativos que establezca el BE.

La cláusula tercera contempla una serie de principios y reglas a las que debe ajustarse el BE para la ejecución de las operaciones de política monetaria. El apartado primero de dicha cláusula, referido a los aspectos generales, establece la definición de los términos que se utilizan a lo largo del texto de la Resolución. Así, define la “operación de mercado abierto”, la “operación temporal”, la “compraventa simple”, las “operaciones dobles”, los “préstamos o créditos con garantía prendaria”, los “swaps de divisas”, el “depósito a plazo

fijo”, la “facilidad marginal de crédito”, la “facilidad de depósito”, la “subasta estándar”, la “subasta rápida”, el “procedimiento bilateral”, y el “valor de mercado ajustado”.

Por otro lado, los apartados segundo, tercero y cuarto de la cláusula tercera se refieren, respectivamente, a las llamadas operaciones de mercado abierto (fija su forma, medios de ejecución y clases), a las facilidades permanentes (facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito) y, por último, a los depósitos a plazo fijo y a la facilidad de depósito.

Por cuanto se refiere al apartado cuarto de la Resolución, el mismo establece que las condiciones básicas de las operaciones de política monetaria serán establecidas por el Banco de España de conformidad con la Orientación del BCE de 11 de septiembre de 1998, teniendo asimismo en cuenta las cláusulas generales. El apartado segundo de la cláusula cuarta es terminante cuando establece que “en ningún caso se admitirán las condiciones o Cláusulas generales que una entidad proponga en relación con una operación de política monetaria”.

La cláusula quinta de la Resolución contempla los procedimientos aplicables a las operaciones de política monetaria. En concreto se refiere a los procedimientos para la realización de las denominadas operaciones de mercado abierto (subastas estándar, subastas rápidas, o procedimientos bilaterales) y a los procedimientos en las facilidades permanentes (facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito).

Dado que el BE “exigirá la adecuada cobertura de los riesgos derivados de las operaciones de política monetaria que concierte y de la financiación que proporcione a los sistemas de liquidación mediante la aportación de activos en garantía que cumplan las especificaciones técnicas y jurídicas que comunique el Banco de España”, la cláusula VI de la Resolución que lleva por rúbrica “activos de garantía”, contempla las condiciones relativas a la admisión de activos de garantía en operaciones de política monetaria, el régimen jurídico de constitución de las garantías, la valoración de los activos de garantía, los márgenes iniciales a aplicar en las operaciones garantizadas, los recortes de valoración de las garantías, los márgenes, recortes y otras medidas de control de riesgo para activos localizados en el extranjero, el ajuste diario por valoración de las garantías, la remuneración de los saldos de efectivo transferidos por la aplicación de ajustes de valoración de las garantías y, por último, otras medidas de control de riesgos.

La cláusula séptima de la Resolución establece los supuestos y circunstancias en los que se considerará que la contraparte ha incumplido las obligaciones derivadas de las cláusulas generales, refiriéndose la cláusula octava a los efectos derivados de los supuestos de incumplimiento.

Por su parte, la cláusula novena que lleva por rúbrica “fuerza mayor”, exonera al BE de cualquier tipo de responsabilidad “por los perjuicios que las Contrapartes en operaciones de política monetaria o de financiación intradía pudieran sufrir como consecuencia de hechos o acontecimientos constitutivos de fuerza mayor”, entre los que se incluyen expresamente once supuestos, terminando con una cláusula de cierre referida a “cualquier otra causa independiente de la voluntad del Banco de España”.

Por último, las cláusulas X, XI, XII y XIII se refieren, respectivamente, a la denegación o suspensión del acceso de la contraparte a las operaciones de política monetaria —bien cuando se produzca un incumplimiento reiterado de las obligaciones de la contraparte, o bien cuando así lo aconsejen razones de prudencia—, a la ley aplicable y al fuero —la española y los Juzgados y Tribunales de Madrid—, al domicilio de la contraparte y, por último, a la modificación de las cláusulas generales.

Jaime Baillo Morales

5. LA CARTA CIRCULAR 13/1998, DE LA CNMV, RELATIVA A FUSIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN

En fecha 28 de diciembre de 1998, la CNMV remitió a los directores de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, entidades de crédito y entidades de valores una Carta Circular mediante la cual se detalla el procedimiento a seguir en los casos de fusión de Fondos de Inversión. Conviene recordar que la fusión de Fondos ha sido objeto de una reciente regulación de rango legal, introducida a través de la Ley 37/1998 (nueva redacción del artículo 23 bis de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva). Los principales aspectos a destacar de tal Carta Circular son los que siguen:

- En primer lugar, la CNMV pone de manifiesto que las fusiones de Fondos pueden implicar ventajas para los partícipes y para el interés general en determinados supuestos, ya que estas operaciones permiten la generación de economías de escala y la resolución de los problemas que se originan en los casos de insuficiencia sobrevenida del volumen del patrimonio o del número de partícipes. De esta forma pueden solventarse determinadas situaciones antieconómicas o de incumplimiento de preceptos legales imperativos que han derivado (o pueden derivar) de la acusada proliferación de Fondos de Inversión que se ha registrado en los últimos tiempos, y ello sin necesidad de emprender costosos procesos de liquidación de tales entidades.

- En lo tocante a los aspectos generales del procedimiento contemplado en la propia Carta Circular cabe señalar que se ajusta al principio de “ventanilla única”, por virtud del cual la CNMV pasa a ser el único interlocutor ante la totalidad de entidades involucradas en la gestión de Instituciones de Inversión Colectiva. Así, la CNMV se encargará de la recepción de la documentación referida a proyectos de fusión, de la elevación de las propuestas de autorización correspondientes al Ministerio de Economía y Hacienda y de la práctica de las inscripciones que procedan en cada caso en los registros administrativos.
- El procedimiento administrativo descrito en la Carta Circular objeto de comentario coincide sustancialmente, aunque con las necesarias adaptaciones, con el aplicable a los supuestos de constitución de Fondos o de modificación de sus reglamentos de gestión. Las fases de tal procedimiento son las que siguen:

1^a) El procedimiento de fusión se iniciará a través de la presentación de una solicitud de autorización ante la CNMV. A tal solicitud deberán acompañarse las certificaciones de los acuerdos sociales adoptados por cada una de las Sociedades Gestoras y Depositarios de los Fondos afectados y el proyecto de fusión que, entre otras menciones, identificará a los Fondos afectados y a sus gestores y contendrá abundante información relativa a la operación de fusión, a la situación financiera-contable de las entidades a fusionar y a la política de inversiones pasada y futura.

2^a) La concesión de la autorización administrativa de la operación de fusión previa merecerá la consideración de hecho relevante a efectos informativos. Por ello, tal información deberá ser objeto de publicación en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Valores en el que se publiquen los valores liquidativos de las participaciones y en el Boletín Oficial del Estado, y comunicada a los partícipes de los Fondos involucrados a través de notificación individual. El proyecto de fusión quedará depositado en la CNMV a disposición del público tras la concesión de la referida autorización administrativa.

3^a) A continuación, deberá concederse necesariamente el plazo mínimo de un mes para que los partícipes eventualmente interesados puedan ejercitar el derecho de separación con reembolso gratuito que les corresponde en todos los supuestos de alteraciones especialmente relevantes del reglamento de gestión del Fondo (v. arts. 23 bis y 20.2 de la LIIC).

4^a) Cumplimentados los requisitos anteriores, la fusión se formalizará en escritura pública y se inscribirá en el Registro Mercantil. Conviene indicar que el tipo de canje de participaciones se establecerá conforme al valor liquidativo de éstas al cierre de la jornada inmediatamente anterior a la del otorgamiento de la escritura.

5^a) Por último, la fusión tendrá acceso al Registro Administrativo Especial correspondiente, cuya llevanza corresponde a la CNMV. A estos efectos, deberán presentarse ante el citado Organismo público los estados financieros sobre los que se haya determinado el tipo de canje, la acreditación de la observancia de los requisitos atinentes al derecho de separación gratuita y la acreditación de la inexistencia de pasivo, de su afianzamiento por entidad de crédito o de la obtención del consentimiento de los acreedores. Si se trata de una operación de fusión por absorción, causarán baja registral los Fondos absorbidos y se practicarán las correspondientes alteraciones en el reglamento de gestión del absorbente. Si, por el contrario, la operación se canaliza mediante la creación de un nuevo Fondo, causarán baja los extinguidos y se inscribirá el de nueva creación.

Víctor Cervera-Mercadillo

6. MERCADOS (CONSUECUDINARIOS) DE FUTUROS

La interesante sentencia de 14 de julio de 1998 (ref. Ar. 6254), de la Sala Primera del Tribunal Supremo, aborda el tema de un “mercado de futuros” que tiene su origen en la práctica de los negocios y que se regula por los usos mercantiles.

Efectivamente, con semejante expresión se alude a una práctica del comercio y a un tipo singular de negocios jurídicos (contratos), y no al ámbito operativo que al tenor de la legislación sobre el Mercado de Valores se conoce como Mercados de Futuros y Opciones, modalidad de mercado secundario oficial referido en el artículo 31.2.c) de la Ley del Mercado de Valores de 24 de julio de 1998 (LMV), según la redacción dada por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre. Se trata de una modalidad contractual tal que, desde luego, si los contratos correspondientes se pudiesen concluir o negociar en un mercado secundario de valores, oficial o no, y efectivamente se concluyesen o negociasen (esto es se pudieran adoptar las posiciones clásicas de tales mercados, put y call), se convertirían en “instrumentos financieros” y quedarían sometidos a la compleja normativa que regula los mercados de valores.

La amplitud con que se definen los “instrumentos financieros” en el nuevo párrafo segundo del artículo 2 LMV (introducido por la Ley 37/1998, antes citada) no deja lugar a dudas, al superarse la histórica dificultad de considerar a los futuros y a las “opciones” como “valores” y englobar bajo tan genérica denominación de “instrumentos financieros” a cualesquiera contratos susceptibles de ser negociados en mercados de valores organizados. Ciertamente estos

contratos, en la medida en que se encontrasen normalizados, podrían clasificarse entre los “contratos (...) susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”.

Se trata de una modalidad singular del contrato de compraventa mercantil, conocida como de “mercado de futuros”. En términos de la sentencia se trata de aquella “figura contractual denominada (que denomina como) “mercado de futuros”, regulada por la costumbre que, (...) está sometida a los riesgos que entraña la variación de los precios en el mercado”, y que “constituye una figura válida, derivada de la compraventa, a virtud del principio de autonomía de la voluntad”.

La vinculación histórica de este contrato a la actividad del comercio, se destaca por la sentencia cuando, a los efectos de considerar la realidad del mismo, indica que la existencia de aquel contrato se considera probada, por “las minutas de encargo firmadas por ambas partes (...) y el contenido del acta del Consulado de la Casa de la Lonja del Mar de Barcelona”.

De manera concluyente en la sentencia se dice que el demandado no negó que «la compraventa se hubiera pactado en la modalidad de “mercado de futuros”. Sin embargo en ocasiones la sentencia silencia su naturaleza de contrato de compraventa mercantil y se limita a señalar que “se trata de un contrato de los llamados de “mercado de futuros”», pareciendo con ello que se está refiriendo a una modalidad contractual completamente atípica, cuando lo cierto es que se trata de una singular compraventa. Circunstancia que además cuadra bien con la apreciación de que “la facultad de vender, una vez que no se ha retirado la mercancía en el plazo señalado, es de esencia al tipo de contrato, según uso y costumbre”.

El carácter usual del contrato, normado por los “usos del comercio”, se pone de manifiesto por la sentencia, cuando recuerda que el juzgador de instancia, “consideró acreditado” aquel uso “por el certificado de la Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación de Barcelona”.

Antonio Tapia Hermida

7. PROPUESTAS DE 17 DE JULIO DE 1998 PARA LA MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA 85/611/CEE, RELATIVA A ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS

En fecha 17 de julio de 1998 se presentaron por la Comisión dos Propuestas de Directivas dirigidas a modificar la que contiene la regulación originaria de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (Directiva 85/611/CEE. En adelante, los organismos referidos se designarán con la abreviatura OICVM). La orientación general de tales propuestas es la siguiente:

- Propuesta 98/C 272/08, publicada el 1 de septiembre de 1998: A través del presente texto se pretende lograr un mayor grado de coordinación de las legislaciones nacionales en materia de Sociedades Gestoras y documentos informativos, garantizando la adecuada operatividad del principio de libre prestación de servicios en este sector.
- Propuesta 98/C 280/08, publicada el 9 de septiembre de 1998: La finalidad principal de la presente Propuesta consiste en la ampliación del catálogo de activos en que pueden materializarse las inversiones de OICVM, con especificación de los requisitos a cuyo cumplimiento se supeditan las nuevas inversiones.

A continuación serán objeto de breve comentario las principales innovaciones que se introducen a través de las Propuestas de Directivas referidas.

• **Propuesta de Directiva 98/C 272/08 (DOCE de 1 de septiembre)**

Con relación al régimen de las Sociedades Gestoras de OICVM, la propuesta de referencia amplía, en primer lugar, el objeto de estas entidades posibilitando su extensión a la actividad de gestión individualizada de carteras de inversión (art. 5.3). Se refuerza, además, el principio de autorización única concedida por el Estado de origen y válida para toda la Unión Europea (artículo 5.1). Por su parte, se armonizan los requisitos mínimos para la autorización de Sociedades Gestoras imponiéndose una cifra de capital mínimo, la acreditación de experiencia y honorabilidad suficientes en sus administradores o directores y la inexistencia de vínculos que impidan el ejercicio de las potestades de supervisión por la autoridad competente (artículo 5 bis, 1 y 2). En todo caso resultará imprescindible para la concesión de la autorización la perfecta identificación de los socios con participación cualificada (igual o superior al 10%, art. 1 bis) en el capital de la Sociedad Gestora correspondiente (art. 5 ter).

Se establece, igualmente, la necesidad de motivación de cualquier denegación de solicitudes de autorización de Sociedades Gestoras. La revocación de

tales autorizaciones podrá producirse en los casos de falta de ejercicio efectivo de la actividad por período superior a doce meses, renuncia expresa, irregularidades en la obtención de la autorización, pérdida de las condiciones a las que se supedita el mantenimiento de tal licencia o infracción grave y sistemática de la disciplina reguladora del Estado de origen (art. 5 bis, 3 y 5).

Las potestades de supervisión de la actuación de las Sociedades Gestoras se confieren a las autoridades competentes del Estado de origen (art. 5 quinquies, 2). Tal supervisión deberá dirigirse, en particular, a garantizar la adecuación de la estructura administrativa y contable de la Sociedad Gestora, la disponibilidad de medios suficientes de seguridad en el tratamiento electrónico de datos y la correcta inversión de los activos integrados en los patrimonios de las OICVM gestionadas (art. 5 septies).

El artículo 5 octies regula los supuestos de delegación de potestades en terceras personas, imponiendo el sometimiento previo del mandato conferido a la autorización de las autoridades competentes. Tal autorización sólo se concederá si el mandato, siendo revocable en todo caso, no impide el ejercicio efectivo de las potestades de supervisión, no genera una situación de conflicto de intereses y se confiere a persona que ofrezca suficientes garantías profesionales y financieras. Resulta a estos efectos imprescindible que los folletos de las OICVM gestionadas especifiquen la relación de potestades de gestión delegables.

El artículo 6 garantiza las libertades de establecimiento y prestación de servicios en este sector, impidiendo la sumisión del establecimiento de sucursales a autorización administrativa específica o a la aportación de capital de dotación. La Sociedad Gestora que pretenda establecer una sucursal en otro Estado miembro sólo deberá comunicar a la autoridad competente del Estado de origen ciertos datos informativos específicos a los que hacen referencia los artículos 6 bis y 6 ter de la Propuesta de Directiva. En cualquier caso, corresponderá a la autoridad del Estado de acogida el ejercicio de las potestades de supervisión y control sobre la actuación desarrollada mediante la sucursal (art. 6 quáter, 4 a 9).

Los artículos 27 y siguientes contenidos en la presente propuesta precisan el alcance de las obligaciones informativas de las gestoras de OICVM, imponiendo la elaboración de un folleto informativo simplificado cuya estructura debe ajustarse al esquema que se recoge en el anexo I. La finalidad de tal documento es la de facilitar al inversor una fuente de información esquemática, clara y fácilmente comprensible sobre las características de la inversión que se le propone (v. considerando décimo). Se impone la entrega gratuita de tales folletos a los inversores, así como su comunicación a las autoridades competentes y la actualización de los datos que en ellos se contienen (arts. 30, 32 y 33).

Por último se regulan las obligaciones de información que deben cumplimentarse por las OICVM en los casos de comercialización de acciones o participaciones en otro Estado miembro (arts. 46 y 47) y los deberes de colaboración entre las autoridades de supervisión de los distintos Estados (arts. 52 bis y 52 ter).

- **Propuesta 98/C 280/08 (DOCE de 9 de septiembre)**

La presente Propuesta sirve, en primer lugar, al objetivo de ampliar el catálogo de activos financieros que pueden integrarse en las OICVM. En general, se admite la inversión de los recursos de OICVM en valores mobiliarios y activos financieros líquidos cuyo valor pueda determinarse con precisión (art. 1.2). Entre los nuevos tipos de activos a los que pueden destinarse las inversiones de OICVM se enumeran las participaciones en otros OICVM (supuesto de los fondos de fondos), los futuros financieros normalizados y cotizados, las opciones normalizadas y cotizadas y los activos del mercado monetario no negociados emitidos bien por organismos públicos, bien por entidades cuyos valores se encuentren admitidos a cotización en un mercado organizado o bien por entidades sujetas a supervisión cautelar conforme a la normativa comunitaria (art. 1.3).

Además, se admite la inversión en instrumentos financieros derivados no cotizados (derivados *over the counter* u OTC) cuando la contraparte sea una entidad de las específicamente autorizadas para realizar estas operaciones con OICVM (art. 21.3). La presente limitación obedece a la finalidad de reducir los riesgos de contraparte inherentes a estos instrumentos. La Propuesta contempla igualmente la posibilidad de intervención de los OICVM como prestamistas en operaciones de préstamo de valores, dentro de ciertos límites restrictivos (art. 21.4).

Por su parte, en los casos de OICVM cuya política de inversiones se dirija a la reproducción de un índice bursátil podrá autorizarse una magnitud porcentual de concentración de inversiones en activos emitidos por una sola entidad de hasta el 35% (art. 22 bis). A estos efectos, sólo se considerarán índices bursátiles los que, constituyendo una referencia significativa del mercado correspondiente, se publiquen de forma adecuada y tengan una composición suficientemente diversificada.

El artículo 24 recogido en la Propuesta establece los límites aplicables a la inversión en participaciones emitidas por otras OICVM, tendentes a garantizar un adecuado grado de diversificación. La magnitud general máxima ascenderá al 10% de los activos de la entidad inversora, aunque tal límite podrá elevarse hasta el 35% cuando las inversiones se diversifiquen en participaciones de

cinco OICVM como mínimo. Por su parte, se prohíbe la inversión por OICVM en activos de otras entidades de tal naturaleza que, a su vez, mantengan inversiones superiores al 10% de sus propios activos en otras OICVM. Los documentos informativos deberán reflejar de manera destacada la circunstancia de que los activos de la OICVM correspondiente están invertidos total o parcialmente en participaciones de otras OICVM.

La inversión en depósitos en entidades de crédito se somete a límites cuantitativos idénticos a los previstos con relación a las participaciones de OICVM (en general 10% con posibilidad de elevación hasta el 35% si se diversifica la inversión en cinco entidades como mínimo). Los documentos informativos de la OICVM deben hacer constar de manera destacada que la entidad invierte en depósitos bancarios (art. 24 bis).

Por su parte la inversión en instrumentos financieros derivados se supedita a la adecuada cobertura, mediante activos integrados en el OICVM inversor, de los riesgos potenciales asociados a cada operación concertada. Nuevamente deberá hacerse constar en los documentos informativos de la OICVM la presente circunstancia, con expresa mención de los riesgos especiales propios de estas inversiones (art. 24 ter).

Por último, el artículo 26.1 faculta a las autoridades competentes de los Estados miembros para permitir a OICVM de reciente creación la inaplicación de determinados porcentajes de diversificación de inversiones durante un período de adaptación que tendrá una duración máxima de seis meses.

Víctor Cervera-Mercadillo

8. EL REGLAMENTO DE ORDENACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS SEGUROS PRIVADOS Y LA ACTIVIDAD BANCARIA

A) Introducción

En el Boletín Oficial del Estado del pasado día 25 de noviembre de 1998 se ha publicado el Real Decreto 2486/1998, de 20 noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (en adelante ROSSP).

La Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados 30/1995, de 8 de noviembre (BOE de 9 de noviembre) (en adelante LOSSP), que entró en vigor el 10 de noviembre de 1995, venía necesitada de un desarrollo reglamentario, que se ha retrasado sensiblemente en el tiempo, más de tres años.

En efecto, la Disposición Final Tercera de la citada Ley precisaba textualmente: *“Corresponde al Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, y previa audiencia de la Junta Consultiva de Seguros, desarrollar la presente Ley en las materias que se atribuyen expresamente a la potestad reglamentaria así como, en general, en todas aquéllas susceptibles de desarrollo reglamentario en que sea preciso para su correcta ejecución, mediante la aprobación de su Reglamento y las modificaciones ulteriores del mismo que sean necesarias.*

Corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, previa audiencia de la Junta Consultiva de Seguros, desarrollar la presente Ley en las materias que específicamente atribuye a la potestad reglamentaria de dicho Ministro y, asimismo, desarrollar su Reglamento en cuanto sea necesario y así se prevea en el mismo.

El desarrollo reglamentario de los preceptos relativos a las mutualidades de previsión social se efectuará por el Gobierno mediante un Reglamento específico para dichas mutualidades.”

A la vista de este precepto, sin límite temporal, se anunciaba el correspondiente desarrollo reglamentario con carácter general, que no se agotaba en el ROSSP, sino que también suponía dotar al Gobierno, con la cautela de la previa audiencia a la Junta Consultiva de Seguros, de la potestad reglamentaria en la materia asegurativa.

Paralelamente, se permite al Ministro, previa la audiencia a la citada Junta Consultiva de Seguros, el desarrollo de una potestad reglamentaria para concretas materias y para dar vida al Reglamento del Reglamento, lo que se ha efectuado a través de la Orden de 23 de diciembre de 1998 por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados y se establecen las obligaciones de información como consecuencia de la introducción del euro (BOE de 31 de diciembre de 1998).

Es digno de señalar que a la hora del desarrollo reglamentario se mantiene la bipartición de una única Ley con dos Reglamentos, habida cuenta de la especificidad de las Entidades de Previsión Social.

Este esquema legal reproducía la situación vigente en el momento de la promulgación de la LOSSP, cuando el Reglamento de Ordenación del Seguro Privado, aprobado por Real Decreto 1348/85, de 1 de agosto (BOE de 3, 5 y 6 de agosto), desarrollaba la Ley de Ordenación del Seguro Privado, de 2 de agosto de 1984 (BOE de 4 de agosto), y se completaba por el Real Decreto 2615/1985, de 4 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de Entidades de Previsión Social (BOE de 15 de enero de 1986). Por otro lado, la Orden

de 7 de septiembre de 1987 desarrolla determinados preceptos del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado (BOE de 14 de septiembre de 1987).

Por lo tanto, el día 1 de enero de 1999 ha quedado derogado el Reglamento General de Ordenación del Seguro Privado por el ROSSP, solucionando una paradójica situación legal, puesto que el Real Decreto 2014/97, de 26 de diciembre, por el que se aprueba el Plan de Contabilidad de las Entidades Aseguradoras, ya había sido promulgado con una antelación superior a un año, de manera que no ha podido entrar en vigor, a pesar de que la Disposición Final Segunda del Real Decreto 2014/97 señalaba que el citado Plan de Contabilidad entraría en vigor el 31 de diciembre de 1997 y sería de aplicación a los ejercicios que se inicien a partir de dicha fecha.

Por otro lado, no se encuentra todavía elaborado, ni siquiera a nivel de Anteproyecto, el nuevo Reglamento de Mutualidades de Previsión Social, si bien el ROSSP resulta aplicable a las mismas, especialmente en la normativa relativa a la solvencia, de conformidad con lo establecido con la Disposición Adicional Sexta y Disposición Transitoria Décima.

B) Desaparición del criterio de garantía en la delimitación de la actividad bancaria y aseguradora

En anteriores trabajos en esta Revista, he tenido la oportunidad de reflexionar sobre la distinción entre determinadas operaciones bancarias de ahorro y concretas modalidades de seguros a prima única, haciendo hincapié en el aspecto de la garantía del interés técnico en el seguro. Al respecto cabe recordar que el interés técnico en el seguro viene fijado por el asegurador en sus bases técnicas sometidas a los límites reglamentarios y a las reglas de la Dirección General de Seguros. Estas reglas se encuentran contenidas en la Resolución de 5 de enero de 1999 (BOE de 22 de enero) que establece un interés técnico máximo para cálculo de provisiones del 3,2%, si bien el interés técnico contractual puede ser superior, de conformidad con lo pactado contractualmente.

El criterio de la garantía del interés técnico viene superado por la admisión de contratos en los que el tomador del seguro asume el riesgo de la operación, estableciendo textualmente el párrafo primero del artículo 37: *“La provisión de los seguros de vida en los que contractualmente se haya estipulado que el riesgo de inversión será soportado íntegramente por el tomador, se determinará en función de los activos específicamente afectos o de los índices o activos que se hayan fijado como referencia para determinar el valor económico de sus derechos.”*

Esta normativa se completa con el artículo 54 del ROSSP, en el que se establece: *“Los límites de diversificación y dispersión no serán de aplicación*

para aquellos activos destinados a cubrir las provisiones técnicas donde el riesgo de inversión lo asume íntegramente el tomador.”

Por lo tanto, con independencia de posibles limitaciones contractuales, el Reglamento permite la existencia de contratos de seguro de vida en los que no exista aseguramiento alguno.

C) La actividad bancaria en los bienes y derechos aptos para la inversión de las provisiones técnicas

La nueva normativa, por influjo del Derecho Comunitario, supera las limitaciones existentes con anterioridad a la inversión en determinados activos bancarios, manteniendo no obstante, ciertos límites de diversificación y dispersión, cuyo estudio supera esta noticia.

A este respecto cabe subrayar algunas modificaciones contenidas en la amplia disciplina del artículo 50 del ROSSP.

En el apartado 7 se contemplan como bienes susceptibles de ser aptos para las coberturas de las provisiones técnicas: *“Letras de cambio y pagarés cuando estén librados, aceptados, endosados sin cláusula de no responsabilidad o avalados por entidades de crédito autorizadas para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo. También podrán garantizarse dichos activos mediante seguro prestado por entidades aseguradoras autorizadas para operar por medio de establecimiento en el ámbito territorial referido.”*

Esta regulación continúa planteando el debate doctrinal, del que se ha hecho eco esta Revista, sobre la posibilidad de efectuar un aval de letra de cambio por una entidad aseguradora.

A renglón seguido, el apartado 8 de este precepto considera bien apto las: *“Acciones de entidades de crédito, sociedades y agencias de valores y entidades aseguradoras y reaseguradoras en la medida que estén sujetas a autorización y supervisión de una autoridad de control de cualquier Estado miembro del espacio económico europeo.”*

El nuevo Reglamento mantiene la posibilidad de inversión de las entidades aseguradoras en los créditos hipotecarios, pero con estas limitaciones contenidas en el apartado 11 de este artículo 50 del ROSSP, cuando dispone: *“(…) siempre que se trate de primera hipoteca y esté constituida sobre inmuebles que reúnan los requisitos establecidos en el apartado anterior. Deberán cumplirse, además, todos los requisitos que resultaren exigibles por la regulación hipotecaria.*

En la misma línea se autoriza la inversión en créditos pignoratícios, cuando en el apartado 12 se dice: “*Créditos pignoratícios, siempre que el objeto de la garantía fuese, a su vez, apto para cobertura de provisiones técnicas.*”

También se permite la inversión en los créditos sindicados al establecer el apartado 13 textualmente: “*Créditos o cuotas-parte de los mismos concedidos a sociedades domiciliadas en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo cuyas acciones se hallen admitidas a negociación en un mercado regulado en el ámbito de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).*”

Finalmente, se admiten como bienes aptos para provisiones técnicas los “*Créditos garantizados por entidad de crédito o aseguradora autorizadas para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo*” (art. 50.14 ROSSP).

Para concluir los apartados 21 y 22 del artículo 50 ROSSP contemplan las operaciones habituales de las entidades de crédito, diciendo textualmente: “*Depósitos en entidades de crédito autorizadas para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del espacio económico europeo*” y “*Cheques de cuentas corrientes no perjudicados, emitidos o garantizados por entidades de crédito autorizadas para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo.*”

Este elenco de inversiones no es cerrado, puesto que el apartado 23 del artículo 50 establece: “*El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer las condiciones que hayan de reunir otros activos no enumerados anteriormente para su consideración como aptos para la cobertura de provisiones técnicas.*”

Al amparo de esta autorización, el artículo 4 de la Orden ya citada de 23 de diciembre de 1998 de desarrollo del Reglamento contempla la inversión de las entidades aseguradoras en instrumentos financieros derivados, tales como futuros y opciones, así como permutas financieras.

A la hora de poner fin a esta noticia, se hace preciso subrayar que la plena operatividad de esta norma reglamentaria se va a producir el 30 de junio de 1999, puesto que la Disposición Transitoria Novena ha contemplado un plazo de adaptación de las bases técnicas de las entidades aseguradoras de 6 meses desde la entrada en vigor del Reglamento, si bien los nuevos límites de diversificación y dispersión solamente son aplicables desde el 1 de enero del 2000, cuando se cumpla el plazo otorgado por la Disposición Transitoria Cuarta.

Francisco Javier Tirado Suárez

9. LA AFECCIÓN DE PRÉSTAMOS NO HIPOTECARIOS EN FAVOR DE LOS BANCOS CENTRALES

Dentro de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, de introducción del Euro se contempla la posibilidad de que, para garantizar las obligaciones que las entidades de crédito puedan contraer frente al Banco de España, Banco Central Europeo o frente a los Bancos centrales de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, se produzca la afección de préstamos no hipotecarios (v. la DA 3^a de dicha Ley). Con vistas a dotar de efectividad a esa suerte de garantía real y, en especial, a articular los aspectos registrales de su materialización, el Ministerio de Justicia dictó la Orden de 18 de diciembre de 1998 (publicada en el BOE de 23 de diciembre).

En síntesis, esta disposición viene a introducir algunas previsiones específicas para el supuesto contemplado con vistas al funcionamiento del Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles (v. nuestra previa nota Nueva Modificación en la normativa en materia de ventas a plazos, RDBB 62 [1996], pp. 534-535). A tal efecto, se establece que la eventual afección de créditos a los fines ya expresados de garantía en favor de los distintos Bancos centrales deberá quedar inscrita en un Libro especial del Registro Central de Venta a Plazos de Bienes Muebles. Se simplifica el título suficiente a la hora de provocar esa inscripción, al decirse que bastará con presentar el correspondiente modelo oficial que apruebe el Banco de España, sin necesidad de que conste en el mismo nota administrativa alguna sobre la situación fiscal. El apartado tercero de la Orden detalla las distintas menciones que la inscripción registral deberá recoger que comprenden tanto a las entidades afectante y beneficiaria, a la obligación garantizada y, claro está, a distintas circunstancias de los créditos afectados (importe de los mismos, identificación del deudor y de otras circunstancias, etc.).

Uno de los aspectos más llamativos de esta regulación es la celeridad que se quiere imprimir al procedimiento registral puesto que se ordena al Registrador que califique el título y practique la inscripción (o la suspenda o deniegue, en otro caso) en el mismo día en que se hubiere producido la presentación del título. Una vez producida tan rápida calificación y, eventualmente, inscripción, la notificación de la misma deberá realizarse con similar premura y con apoyo en las nuevas formas de comunicación, determinándose que el procedimiento al objeto de notificar aquellos hechos al Banco de España será telemático, correo electrónico “o similar”, sin perjuicio de que se pueda practicar la correspondiente notificación a la entidad afectante. La voluntad de adaptar el funcionamiento del Registro a las nuevas tecnologías en relación con las operaciones de garantía que nos ocupan se advierte en la previsión contenida en el apartado sexto de la Orden que advierte que ciertas circunstancias identificativas de los

créditos afectos y de los deudores no es preciso que consten en el título presentado a la inscripción, bastando que esas circunstancias estén recogidas en soporte magnético que certifique, en cuanto a su contenido, el Banco de España o que esta institución pueda remitir por vía telemática, electrónica o similar, previa identificación de los datos que permitan establecer la titularidad de la firma digital o electrónica del remitente.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

10. EL PROYECTO DE LEY DE CAJAS DE AHORROS PARA ANDALUCÍA

A) Introducción

En la Comunidad Autónoma de Andalucía existen actualmente un total de 6 Cajas de Ahorros (la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Córdoba “CAJA-SUR”, la Caja General de Ahorros de Granada, la Caja Provincial de Ahorros de Jaén, el Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera “UNICAJA”, el Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla, y la Caja San Fernando de Sevilla y Jerez) frente a las 14 que existían a principios de los años noventa, se ha producido en este sentido una importante reducción cuantitativa, en donde la causa principal ha sido el auge en los procesos de fusión que se han realizado, si bien, desde el punto de vista cualitativo las Cajas de Ahorros andaluzas merecen un lugar destacado tanto dentro de la economía en general, como de la Comunidad Autónoma (según los balances públicos con fecha de 31 de marzo de 1997, las seis Cajas de Ahorros andaluzas sumaban un total de 3 billones de pesetas en materia de recursos ajenos y 2,1 billones en materia de inversiones crediticias, la cuota de mercado de las Cajas de Ahorros dentro del sistema financiero en Andalucía es del 48,9% en materia de recursos ajenos “bancos, cajas de ahorros y cajas rurales”, y del 33% en cuanto a inversiones crediticias, lo que significa que las Cajas de Ahorros andaluzas mantienen la tónica general del resto de las Cajas de Ahorros en España).

Resulta en ese sentido interesante referirnos al contenido del proyecto de Ley de Cajas de Ahorros para Andalucía (proyecto de Ley 5-98/PL-0012856) recientemente aprobado en el BOPA núm. 282 de 22 de diciembre de 1998, puesto que de un lado el resultado final no será muy diferente ya que existe un alto grado de consenso entre los partidos políticos (socialistas y andalucistas principalmente), y de otro lado, porque el desarrollo legislativo en relación con el resto de Comunidades Autónomas (en adelante CC.AA.) ha sido escaso, y es

Andalucía una de las pocas CC.AA. que no tiene desarrollada por Ley la normativa para las Cajas de Ahorros domiciliadas en su CC.AA. (relativamente recientes son la Ley 4/1996, de Cajas de Ahorros de Galicia “RDBB núm. 63, 1996, pp. 809 y ss.”, la Ley 4/1997, de 16 de junio, de modificación de la Ley de la Generalitat de Valencia sobre Cajas de Ahorros y la Ley 4/1997, de 10 de julio, de Cajas de Ahorros de Castilla-La Mancha “RDBB núm. 68, 1997, pp. 1419 y ss.”). Por todo ello, serán las Comunidades de Asturias, de Baleares y de La Rioja las únicas que no tengan por el momento, una Ley que regule sus Cajas de Ahorros.

B) Antecedentes

La Mesa del Parlamento de Andalucía admitió a trámite una proposición de Ley de septiembre de 1994, en virtud de la cual se instó al Consejo de Gobierno a remitir al Parlamento autonómico en el plazo de 6 meses, un proyecto de Ley de Cajas de Ahorros para Andalucía, ese plazo ha sido superado sobradamente, y aún hoy no ha sido aprobada la Ley.

Esa fue la primera noticia que tuvimos en relación con la elaboración de una futura Ley de Cajas de Ahorros, a partir de ese momento han sido numerosas las referencias al estado de su tramitación, algunas de ellas erróneas, pues afirmaban incluso la publicación de la Ley (El País de 26 de enero de 1998), en otras ocasiones se profundizó en el contenido de la disposición (diario Ideal de 19 de septiembre de 1997, “Las Cajas de Ahorros de Andalucía: nueva normativa), en publicaciones más recientes (El País de 1 de diciembre de 1998) se anuncian las novedades más importantes del proyecto de Ley, todo ello denota sin duda, el interés que está teniendo la elaboración de esta nueva normativa.

Hoy, afortunadamente, ya podemos referirnos a una realidad después de que la Mesa del Parlamento decidiera en la sesión celebrada el día 16 de diciembre de 1998 la publicación del proyecto de Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía, su envío a la Comisión de Economía, Hacienda y Presupuestos y la apertura del plazo de presentación de enmiendas a la totalidad, por ello esperamos que en breve resulte finalmente aprobada la Ley de Cajas de Ahorros para Andalucía, ya que además ha superado con éxito el informe del Consejo Consultivo de Andalucía (el Consejo Consultivo de Andalucía debe emitir un informe favorable aunque no vinculante, cuando la iniciativa legislativa parte de Consejo de Gobierno).

C) Marco competencial

La Constitución Española en los artículos 148 y 149, detalla cuáles son las competencias que podrán asumir las CC.AA., y aquellas otras sobre las que el Estado tiene competencia exclusiva.

En ningún apartado de los artículos anteriormente señalados se refiere a las Cajas de Ahorros, si bien el art. 149.1.11ª de la CE, reserva al Estado la competencia exclusiva en “*sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad; bases del ordenación del crédito, banca y seguros*”, y el art. 148.1.13ª de la CE les concede a las CC.AA. la posibilidad de asumir competencias en relación al “*fomento del desarrollo económico de la Comunidad Autónoma dentro de los objetivos marcados por la política económica nacional*”.

Esas previsiones debemos ponerlas en conexión con las que se contienen en el art. 149.3 CE que establece que “*las materias no atribuidas expresamente al Estado por esta Constitución podrán corresponder a las Comunidades Autónomas, en virtud de sus respectivos Estatutos. La competencia sobre las materias que no se hayan asumido por los Estatutos de Autonomía corresponderá al Estado, cuyas normas prevalecerán, en caso de conflicto, sobre las de las Comunidades Autónomas en todo lo que no esté atribuido a la exclusiva competencia de éstas*”.

Con este marco constitucional todas las Comunidades han asumido competencias sobre Cajas de Ahorros en sus respectivos Estatutos de Autonomía (en adelante E.A.), sin embargo, no todas han asumido las mismas competencias (las Comunidades de Asturias (art. 11 E.A.), la Rioja (art. 9 E.A.), Murcia (art. 11 E.A.), Extremadura (art. 8 E.A.), Islas Baleares (art. 11 E.A.), Madrid (art. 27 E.A.), y Castilla y León (art. 27 E.A.) sólo asumen la competencia para el desarrollo legislativo y ejecución. Las Comunidades de Andalucía, el País Vasco (art. 10 E.A.), Cataluña (art. 12 E.A.), Galicia (art. 30 E.A.), Navarra (art. 56 E.A.), Comunidad Valenciana (art. 34 E.A.), Canarias (art. 32 E.A.), Aragón (art. 39 E.A.) y Castilla-La Mancha (art. 31 E.A.) han asumido la competencia exclusiva en el marco de la legislación básica del Estado, y finalmente la C.A. de Cantabria (art. 28 E.A.) sólo asume la competencia en sentido genérico, sin precisar.

Andalucía en su E.A. aprobado por la Ley Orgánica 6/1981, de 30 de diciembre (BOE núm. 9, de 11 de enero de 1982) asume competencias sobre Cajas de Ahorros (art. 18. 1, apartado 3º E.A.), y reconoce la competencia exclusiva en el marco de la legislación básica del Estado de la C.A., “*de acuerdo con las bases y la ordenación de la actuación económica general y la política monetaria del Estado..., sobre Instituciones de crédito corporativo, público y territorial. Las Cajas de Ahorros y las Cajas Rurales*”.

D) Desarrollo normativo

El desarrollo normativo realizado en las diferentes CC.AA., podríamos agruparlo en los siguientes bloques (seguimos para ello a GARCÍA ROA, J.,

Las Cajas de Ahorros Españolas: cambios recientes, fusiones y otras estrategias de dimensionamiento, Civitas, 1994, p. 92): normas de desarrollo de competencias, normas sobre computabilidad de emisiones y calificación de créditos en los coeficientes obligatorios, normas sobre áreas de información financiera, normas sobre Órganos Rectores y finalmente Leyes o Decretos sobre Cajas de Ahorros.

En concreto el marco normativo vigente en la actualidad en la C.A. de Andalucía se encuentra formado por un conjunto de disposiciones normativas de diferente rango, en donde destacan principalmente los Decretos y las Órdenes, con la existencia de alguna Circular.

El criterio que vamos a seguir para exponer la normativa que existe en Andalucía, va a ser el estrictamente cronológico, si bien realizaremos alguna pequeña alteración en atención a la materia objeto de regulación, pues creemos que de esta forma se comprende mejor el entramado legislativo, del que podemos deducir el impulso normativo producido una vez promulgada la Ley 31/1985 de 2 de agosto (BOE núm. 109, de 9 de agosto de 1985) de Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros (en adelante LORCA).

En el sentido anteriormente indicado, podemos referirnos en primer lugar al Decreto 25/1983, de 9 de febrero (BOJA de 15 de febrero de 1983) que se encargó de regular las competencias de la C.A., sobre las Cajas de Ahorros. En 1984, se dictaron la Orden de 12 de enero de 1984 (BOJA de 24 de enero de 1984) que regula la expansión de las Cajas de Ahorros en Andalucía, y la Orden de 20 de marzo de 1984 (BOJA de 10 de abril de 1984) que deroga el artículo 2º, de la Orden de 12 de enero de 1984.

Posteriormente, en la Circular núm. 1, de 22 de enero de 1985 (BOJA de 22 de enero de 1985) se regularon las competencias del Gobierno Autónomo sobre Cajas de Ahorros y la Orden de la Consejería de Economía y Hacienda de 22 de julio de 1985 delegó determinadas competencias en la Dirección General de política Financiera. Un año más tarde, se aprobó el Decreto 99/1986, de 28 mayo (BOJA de 5 de junio de 1986) por el que se desarrolló la LORCA. Ese Decreto fue desarrollado por la Orden de 21 de octubre de 1987 (BOJA de 30 de octubre de 1987) y modificado por el Decreto 299/1988 de 11 de octubre (BOJA de 1 de noviembre de 1988), sobre renovación de los órganos de gobierno de determinadas Cajas de Ahorros andaluzas. Se han dictado también los Decretos de 23 de abril de 1986 (BOJA de 10 de mayo de 1986) sobre computabilidad de valores de renta fija en el coeficiente de inversión de las Cajas de Ahorros y Cajas Rurales con sede social en Andalucía, y el de 28 de mayo de 1986 (BOJA de 5 de junio de 1986) sobre computabilidad de préstamos en el coeficiente de inversión de las Cajas de Ahorros y Cajas Rurales con sede social en Andalucía. En ese mismo año, la Orden de 8 de octubre de 1986

(BOJA de 4 de noviembre de 1986) regula los criterios a seguir a efectos de designación de Consejeros Generales en representación de las corporaciones municipales, en los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros andaluzas.

Este será principalmente el marco normativo que esté vigente en el momento de entrada en vigor de la nueva normativa para Cajas de Ahorros de Andalucía, conforme con el Decreto 25/1983 anteriormente referido, que delimita el ámbito de aplicación de sus disposiciones por referencia a las Cajas de Ahorros domiciliadas en su territorio (art. 1 “*sus disposiciones afectarán exclusivamente a las Cajas de Ahorros cuyo domicilio social radique en la C.A. de Andalucía*”, es decir como señala TAPIA HERMIDA, A. J., “La Ley de Cajas de Ahorros de Galicia”, RDBB núm. 63, 1996, p. 810, utiliza un “*tipo de sujeción plena por razones subjetivas*” de ubicación en el territorio de la C.A., de las Cajas de Ahorros domiciliadas en el mismo).

De otro lado no podemos olvidar las normas de carácter sectorial y comunitario que afectan a todas las Cajas de Ahorros con independencia de cual sea el criterio de ámbito de aplicación y entre las que podemos citar La Ley 30/1985, de 2 de agosto, de regulación de normas básicas y Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras..., en ese sentido podemos decir que el proyecto de Ley señala que las Cajas de Ahorros domiciliadas en Andalucía se registrarán por lo previsto en el Proyecto y demás normativa que resulte de aplicación a las Cajas de Ahorros, en particular, y a la entidades de crédito, en general, aplicándoseles con carácter supletorio, en lo que proceda, la normativa propia de las fundaciones.

Con todo ello podemos afirmar que el ordenamiento crediticio en general es disperso y que en algunas ocasiones resulta difícil determinar el Derecho vigente.

E) El proyecto de Ley de Cajas de Ahorros de Andalucía

El proyecto de Ley tiene por objeto la regulación completa de las Cajas de Ahorros, por ello se refiere tanto a los aspectos de la organización, como a los relativos a las actividades que desarrollen ya sea por Cajas de Ahorros domiciliadas en la C.A., o por Cajas que con domicilio en otra Comunidad realicen sus actividades en Andalucía, ya que el ámbito de aplicación del proyecto se extiende a las Cajas de Ahorros que tengan su domicilio social en Andalucía en ambos aspectos, rige por tanto el principio de su estatuto personal y a las que lo tengan en otra C.A. en lo relativo a las actividades que desarrollen en ella, para las que rige el principio de territorialidad.

El proyecto no sólo regula los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros sino que establece un régimen jurídico general para estas entidades y nace con la finalidad de potenciar su papel en el sistema financiero andaluz y adquirir una mayor relevancia en la realidad económica y social de Andalucía.

El proyecto contiene ciento veintitrés artículos distribuidos en nueve títulos, dos disposiciones adicionales, cinco transitorias, una disposición derogatoria y tres disposiciones finales.

En el título I (arts. 1 a 4) se contienen las disposiciones generales definiendo su objeto y ámbito de aplicación, así como la naturaleza jurídica y su régimen jurídico. Todos ellos son temas sobre los que se está teorizando en la actualidad y en donde las posturas oscilan entre los que preconizan el mantenimiento de la naturaleza jurídica de las Cajas de Ahorros y los que abogan por su transformación en sociedades mercantiles. En ese sentido el proyecto califica a las Cajas de Ahorros como entidades de crédito de naturaleza fundacional y de carácter social, sin ánimo de lucro, que orientan su actividad a la consecución de fines de interés público. Regula cuáles son los principios generales de actuación, así como el protectorado y el control público que está encomendado a la Consejería de Economía y Hacienda.

El título II (arts. 5 a 18) regula la creación, fusión, disolución y modificación de los estatutos de las Cajas de Ahorros domiciliadas en Andalucía. La creación de Cajas de Ahorros sigue los patrones generales de creación de estas entidades: autorización, elevación a escritura pública, e inscripciones registrales (Registro Mercantil, Registro de Cajas de Ahorros de Andalucía e inscripción en el Registro Especial de Cajas Generales de Ahorro Popular), una vez realizadas la nueva entidad podrá iniciar sus actividades. Como ocurre en el resto de la normativa autonómica sobre Cajas, somete la creación de nuevas entidades a la autorización del Consejo de Gobierno previo informe del Banco de España (hemos de recordar que dicho informe es preceptivo aún cuando no lo recoja la normativa autonómica), si bien no se refiere al carácter de dicha autorización (reglado o discrecional). Regula siguiendo la tónica general del resto de las Comunidades el supuesto en que la voluntad fundacional se haya manifestado en testamento, en cuyo caso corresponde a las personas físicas o jurídicas designadas por el fundador otorgar la escritura pública de fundación.

En relación con las fusiones es de resaltar que regula el contenido mínimo que debe contener el proyecto de fusión que redactan y suscriben los Consejos de administración de las entidades que participan en la fusión, puesto que hasta este momento sólo la Ley 4/1996, de 31 de mayo de Cajas de Ahorros de Galicia (BOE de 31 de julio de 1996, núm. 184, y DOG de 14 de junio de 1996, núm. 117) regulaban ese contenido, si bien podemos decir que el contenido es idéntico al del art. 12 de la Ley gallega.

El proyecto de Ley regula asimismo la escisión y la cesión global de activo y de pasivo.

El título III (arts. 19 y 20) crea el Registro público de Cajas de Ahorros de Andalucía que se adscribe a la Consejería de Economía y Hacienda y que está dividido en tres secciones donde se inscribirán las Cajas de Ahorros que tengan su domicilio social en Andalucía, las Cajas de Ahorros que, sin estar domiciliadas en Andalucía, tengan oficinas abiertas en este territorio y las fundaciones de las Cajas de Ahorros con domicilio social en Andalucía, que gestionen total o parcialmente la obra social, respectivamente.

El título IV (arts. 21 a 39) contiene la regulación del régimen económico y de control, regula por ello la distribución de excedentes y apertura de oficinas, así como la financiación subordinada y medidas sobre la transparencia de mercados, a fin de proteger los derechos de la clientela. En cuanto al control, se establecen las correspondientes disposiciones sobre inspección, auditorías, intervención y sustitución.

El título V (arts. 40 a 85) lo dedica a los órganos de gobierno y al personal de dirección de las Cajas de Ahorros domiciliadas en Andalucía. El proyecto mantiene una representación plural y equilibrada de los diversos intereses tradicionalmente presentes en los órganos de gobierno de las Cajas: impositores, corporaciones municipales, entidades fundadoras y empleados, y la amplía con una representación directa de la propia Comunidad, de tal manera que la participación se distribuye de la forma siguiente: las corporaciones municipales en cuyo término tenga oficina abierta la Caja de Ahorros, 35%; impositores, 28%; Junta de Andalucía, 21%; personas o entidades fundadoras, 9%; y empleados, 7%. Con esta nueva normativa la Junta de Andalucía entrará en los órganos de gobierno de las Cajas, en donde la mitad de los representantes será elegida por el Consejo de Gobierno y la otra mitad por el Parlamento, atendiendo a la proporcionalidad con la que están representados los grupos políticos integrantes de la Cámara. Sin embargo no da entrada a otras representaciones como es la de la Universidad, la de las Cámaras Agrarias, la de Cámaras de Industria, Comercio y Navegación que participan en las Cajas de Ahorros de la C.A. de Canarias, o a la representación de Entidades de interés general que participan en las Cajas de Ahorros de Castilla y León.

La Obra Social de las Cajas de Ahorros se regula en el título VI (arts. 86 a 88), y se faculta a la Consejería de Economía y Hacienda para establecer directrices en relación al destino de los fondos de la Obra Social para que se apliquen en función de las carencias y prioridades de Andalucía, sin perjuicio del respeto a la libertad de elección de las Cajas a efectos de determinar las inversiones concretas. Ha incluido en su regulación la obligación para las Cajas de Ahorros no domiciliadas en Andalucía pero que cuentan con oficinas abiertas en ella de

destinar a tal tarea la parte de su presupuesto anual de Obra Social proporcional a los recursos ajenos captados en Andalucía.

En el título VII (arts. 89 a 102) el proyecto aspira a potenciar la cooperación de las Cajas andaluzas, entendida como instrumento para su mejor desarrollo y el más eficaz cumplimiento de su función al servicio de la economía general. Se refiere así a la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía y crea una Entidad Financiera Común de las Cajas Andaluzas. Estas figuras asociativas refuerzan el carácter institucional de las Cajas así como la vocación territorial compartida de todas ellas acentuado si cabe, por la perspectiva inmediata del nuevo marco europeo.

El régimen de las Cajas de Ahorros andaluzas se completa en el título VIII (arts. 103 a 109) con la figura del Defensor del Cliente como institución protectora de los derechos e intereses de éstos, que está incardinado dentro de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía y que es nombrado por la Consejería de Economía y Hacienda a propuesta del Consejo General de la Federación.

Por último, el título IX (arts. 110 a 123) lo dedica al régimen sancionador, estableciendo una completa y precisa tipificación de las infracciones que las clasifica en muy graves, graves y leves, y de sanciones que pueden llegar a revocar la autorización de la entidad y su exclusión del Registro de Cajas de Ahorros de Andalucía.

Como ya hemos anunciado el proyecto de Ley se completa con dos disposiciones adicionales en donde se refiere a las Cajas de Ahorros fundadas por la Iglesia Católica y al Instituto Andaluz de Fianzas respectivamente. Las cinco disposiciones transitorias contienen las correspondientes previsiones en cuanto a los plazos de adaptación de Estatutos y Reglamentos (un año desde la entrada en vigor de la nueva normativa), renovación (que comenzará en el plazo de un mes desde la fecha de notificación de la aprobación de los Estatutos y que debe quedar concluso en el plazo de seis meses a contar desde su inicio) y reelección de los órganos de gobierno, y finalmente la disposición derogatoria única declara que quedarán derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a ella.

Podemos terminar señalando que el largo y al parecer dificultoso proceso de elaboración de una futura Ley que regule las Cajas de Ahorros de Andalucía está dando los frutos esperados, sólo esperamos que en breve se publique la nueva normativa demandada ya desde hace bastante tiempo.

Rosario Cañabate Pozo

11. REAL DECRETO 2660/1998, DE 14 DE DICIEMBRE, SOBRE EL CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA EN ESTABLECIMIENTOS ABIERTOS AL PÚBLICO DISTINTOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El BOE núm. 299, de 15 de diciembre, ha publicado el Real Decreto 2660/1998, de 14 de diciembre, sobre el cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito, por el que se desarrolla el art.178 de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que reguló la actividad de cambio de moneda en tales establecimientos.

Hasta la publicación de dicha Ley, no existía en nuestro ordenamiento jurídico una regulación de esta actividad, como tampoco se regulaban los sujetos que, no siendo entidades de crédito, se dedicasen a la misma. Por esta circunstancia, el citado art. 178 de la Ley 13/1996 sentó las bases para regular este tipo de establecimientos, atendiendo igualmente al respeto a la libre competencia y a la protección de la clientela de los mismos.

El Real Decreto ahora publicado desarrolla el sometimiento de los establecimientos de cambio de moneda a la autorización administrativa por el Banco de España, a quien corresponde su supervisión y control. Como principales características de esta regulación, destacamos las siguientes:

- a) En cuanto a la actividad: Se define qué se entiende por operaciones de venta de billetes extranjeros y cheques de viajeros o gestión de transferencias con el exterior, y se establecen algunos límites en cuanto a la necesidad de que determinadas de estas operaciones deban canalizarse necesariamente a través de cuentas abiertas en entidades de crédito operantes en España, así como que las liquidaciones a clientes, ordenantes o beneficiarios de transferencias de cuantía superior a 500.000 ptas. deban hacerse mediante adeudos o abonos en cuentas bancarias cuya titularidad corresponda al establecimiento de cambio de moneda (art. 3).
- b) En cuanto a los requisitos para obtener y conservar la autorización: El Real Decreto exige una serie de requisitos a quienes quieran dedicarse a esta actividad, como son la exigencia de reconocida honorabilidad a sus socios y administradores, exigencia de forma de sociedad anónima con un único objeto social y un capital social que estará íntegramente suscrito y desembolsado, representado mediante acciones nominativas. Asimismo se fijan unas cifras mínimas de capital social, que varían en función de las operaciones que el establecimiento tiene

previsto realizar y que pueden ser de diez, cincuenta o trescientos millones de pesetas. También se exige la contratación de un seguro de responsabilidad civil frente a terceros por la actividad de gestión de transferencias con el exterior.

Tal y como avanzó el referido art. 178 de la Ley 13/1996, se someten estos establecimientos al régimen de supervisión y control por el Banco de España, y al régimen sancionador de la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, al que se introducen una serie de adaptaciones en cuanto a la definición de infracciones muy graves y graves, así como en cuanto a la imposición de sanciones.

Como novedad, el Real Decreto comentado introduce diversas obligaciones de los establecimientos de cambio de moneda, referidas a los tipos de cambio y protección de la clientela (art. 10), registro de operaciones (art. 11) y obligaciones de información al Banco de España (art. 12).

Cabe destacar también la previsión contenida en la Disposición Adicional Unica, por la que se establece la aplicación a estos establecimientos de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, de Medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales y su normativa de desarrollo, lo que supone, entre otras cosas, que estos establecimientos deberán remitir al Servicio Ejecutivo de la Comisión para la Prevención del Blanqueo de Capitales, dependiente del Banco de España, las comunicaciones sobre operaciones sospechosas de encubrir actuaciones de blanqueo de capitales procedentes del tráfico de drogas y otros delitos, a las que se hace referencia en la citada normativa.

Por último, señalar que la Disposición Transitoria Única de este Real Decreto establece un plazo de un año para que los titulares de establecimientos en los que se ejerza esta actividad a la entrada en vigor de dicho Real Decreto y estén inscritos en el correspondiente Registro del Banco de España soliciten su autorización para el ejercicio de esta actividad, de conformidad con la nueva regulación. Asimismo, y para quienes se vinieran dedicando a realizar operaciones de gestión de transferencias con el exterior no previstas en la Circular 8/1992 del Banco de España, se les concede un mes para comunicarlo al Banco de España, y una vez notificado, pueden acogerse al régimen transitorio general para solicitar la oportuna autorización administrativa.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

12. SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS SOBRE LA INTERPRETACIÓN DEL CONCEPTO DE FONDOS REEMBOLSABLES DEL PÚBLICO

En fecha reciente la Sala Sexta del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas dictó la Sentencia de 11 de febrero de 1999 (Ponente Kapteyn; asunto C-366/97; una referencia a la Sentencia aparece en Actualidad Jurídica Aranzadi, nº 379, de 24 de febrero de 1999, ref. 379/4, p. 7-I).

Se trata de una Sentencia cuyo principal interés radica en la interpretación jurisprudencial de uno de los conceptos sobre los que se construye la definición de la actividad crediticia o bancaria en el Derecho comunitario. En este procedimiento la iniciación radicaba en la petición que al TJCE elevó, al amparo del art. 177 del Tratado CE, el Tribunal Civil y Penal de Florencia con vistas a obtener una decisión prejudicial sobre la interpretación del artículo 3 de la Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, disposición conocida como la Segunda Directiva Bancaria y que es la principal fuente armonizadora de los procedimientos de ordenación y supervisión bancarias en los Estados miembros de la UE. Tal decisión prejudicial estaba dirigida a un proceso penal que ante el citado Tribunal italiano se tramitaba contra dos acusados por captación ilegal del ahorro público.

De los antecedentes y fundamentos jurídicos de la Sentencia que comentamos deriva que los dos acusados, representantes legales de una persona jurídica, emitieron “títulos fiduciarios consistentes en la venta a terceros de un título representativo de un crédito y en su readquisición simultánea por un precio incrementado con los intereses estipulados, y warrants (certificados de opción de compra) representativos de un derecho de opción para la adquisición de obligaciones emitidas” por la sociedad representada.

Tal emisión, producida entre 1994 y 1995, es puesta por el Tribunal italiano en relación con, en primer lugar, el artículo 3 de la Segunda Directiva que establece que “los Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito el ejercicio, con carácter profesional, de la actividad de recepción de depósitos u otros fondos reembolsables del público”. El mandato comunitario se plasmó en el ordenamiento italiano en distintas disposiciones contenidas en el Decreto legislativo número 385, de 1 de septiembre de 1993. La cuestión prejudicial se refiere, en segundo lugar, tanto al artículo 11.2 como al artículo 130 de ese Decreto legislativo. Aquél prohíbe a las empresas distintas de los bancos la captación de ahorro del público, es decir, la “adquisición de fondos con la obligación de reembolso, ya sea en forma de depósitos o

bajo otra forma”. A su vez, el segundo precepto tipifica como delito la captación ilegal de ahorro del público. Se trata, por tanto, de un delito inspirado por una actividad lícita por quien no está habilitado para ello, configurando así un delito especial en atención, sobre todo, al sujeto activo.

Sentadas las premisas normativas a las que se refiere su consulta, el Tribunal italiano advierte que los títulos fiduciarios y warrants emitidos en su día no constituían instrumentos financieros intrínsecamente reembolsables, sino que tal circunstancia derivaba de un acuerdo contractual. El concepto de captación de ahorro público puede ser interpretado, continúa el Tribunal florentino en su razonamiento, de dos maneras: referido sólo a aquellos instrumentos financieros que por su naturaleza intrínseca implican la obligación de reembolsar o, con un alcance superior, entendiéndolo que también comprende aquellos instrumentos financieros cuyo carácter reembolsable resulta de un acuerdo expreso. Esta alternativa se incluye en la cuestión prejudicial planteada, que advierte, con acierto, que la interpretación correcta vendría dada por la correspondiente del artículo 3 de la Segunda Directiva Bancaria y, más concretamente, de cuál pudiera ser el significado adecuado de la expresión “fondos reembolsables”.

Así pues, la cuestión prejudicial planteada resulta plenamente respetuosa con el principio, acuñado por la jurisprudencia del propio TJCE, de la interpretación del Derecho nacional de conformidad con la norma comunitaria, “como método general para la interpretación de las normas nacionales de los Estados miembros y como forma de evitar la inaplicación del Derecho nacional incompatible” (cfr. BELLO MARTÍN-CRESPO, *Las Directivas como criterio de interpretación del Derecho nacional*, Madrid, 1999, p. 97 y ss.). El planteamiento de tal cuestión provoca una labor hermenéutica del TJCE, constreñida a abordar y resolver las dudas surgidas en relación con el Derecho comunitario, en nuestro caso, con las Directivas de coordinación bancaria. Esa interpretación vinculará a los órganos jurisdiccionales nacionales que quedan sometidos a la resolución del TSJC (v. BELLO, op. cit., p. 108 y la jurisprudencia y doctrina allí citadas).

Por otro lado, es evidente que la Sentencia del TJCE que comentamos vuelve sobre un problema harto conocido desde la perspectiva de la supervisión crediticia cual es el de los denominados “bancos de hecho”. La actividad bancaria se somete, entre otros requisitos normativos, a la obtención de la autorización administrativa, que una vez obtenida y culminado el procedimiento administrativo establecido al efecto, permite a la entidad beneficiaria acceder a una actividad empresarial restringida. Es claro el tenor del art. 28.2 de la Ley 26/1998, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito (LDIEC) que, además de establecer el requisito indicado de la autorización administrativa, declara en su apartado b) reservada a esa categoría subjetiva “la

captación de fondos reembolsables del público”. Su infracción podrá ser castigada con la imposición de distintas multas (v. la crítica de FERNANDEZ en AA.VV., *Comentarios a la LDIEC*², Madrid [1991], pp. 113-114) “sin perjuicio de las demás responsabilidades, incluso de orden penal, que pueden resultar exigibles” (v. art. 29.3 LDIEC).

En el procedimiento ante el TJCE se perfilaron con nitidez dos líneas expositivas acerca de lo que significaba el concepto debatido. La de los inculpa-dos sostenía, en lógica y previsible congruencia con su posición procesal ante la Justicia italiana, que el concepto de fondos reembolsables no puede entenderse referido a instrumentos que implican un elemento de riesgo y que persiguen la obtención de beneficios especulativos. En una posición radicalmente contraria se situó la Comisión Europea y los gobiernos belga, austriaco y finlandés, para los que procedía una interpretación amplia del concepto de fondos reembolsables como comprensivo de cualquier operación de la que derive una obligación de reembolso “cualquiera que sea su modalidad”. En apoyo de esa posición se razonaba que asistiéndose a una constante oferta de nuevos instrumentos financieros, una interpretación restrictiva de la definición debatida podría tener como efecto un menoscabo de la vigencia de la prohibición que reserva a aquellas entidades previamente autorizadas la realización de operaciones ante el público.

Adelantemos ya que la posición asumida por el Tribunal fue la segunda, esto es, la que cabe enunciar como partidaria de una interpretación amplia del concepto de fondos reembolsables. En sus razonamientos, el TJCE invoca su precedente Sentencia de 9 de julio de 1997 (caso Parodi) que proclama que el sector bancario es un ámbito particularmente sensible desde el punto de vista de la protección de los consumidores, a quienes se debe proteger ante “operaciones bancarias efectuadas por entidades de crédito que no cumplieran las exigencias relativas a su solvencia o cuyos directivos no poseyeran la cualificación profesional o moral necesaria”. La protección del ahorro ha sido uno de los objetivos esenciales de la coordinación europea desde la Primera Directiva Bancaria, la Directiva 77/780/CEE de 12 de diciembre de 1977. Menciona el Tribunal el quinto considerando de esta norma cuando indicaba que su ámbito de aplicación debía ser lo más amplio posible y que debía contemplar “todas las entidades cuya actividad consista en captar del público fondos reembolsables tanto en forma de depósitos como bajo otras formas tales como la emisión continua de obligaciones y otros títulos comparables”, recordando que el concepto de fondos reembolsables se remonta al primer guión del artículo 1 de esta Directiva. Esa idea explícitamente recogida en el ordenamiento comunitario de dotar a las normas de coordinación del régimen de las entidades de crédito de un ámbito de aplicación lo más amplio posible lleva al TJCE a concluir que “la prohibición a las personas o empresas que no sean entidades de crédito de recibir con carácter

profesional depósitos u otros fondos reembolsables del público, establecida en el artículo 3 de la Directiva 89/646, debe interpretarse en el sentido de que es de aplicación a los instrumentos financieros cuyo carácter reembolsable resulta de una disposición contractual” (apartado 15). Sostiene la Sentencia que acoger la interpretación restrictiva implicaría poner en peligro el objetivo de una adecuada protección de los consumidores ante perjuicios derivados de operaciones financieras.

En relación con la cuestión planteada y resuelta al hilo de la Sentencia del TJCE de la que hemos dado cuenta en estas páginas no puede dejar de apuntarse, desde la perspectiva del ordenamiento español la innovación constituida por el artículo 26 bis de la Ley del Mercado de Valores. Dicho precepto ha sido objeto de introducción en virtud de las modificaciones al Título II de la mencionada Ley que enuncia el artículo Segundo de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre. Dice el artículo 26 bis que “sin perjuicio de las actividades reservadas a las entidades de crédito, conforme a lo dispuesto en el artículo 28 de la Ley 26/1998, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, *ninguna persona o entidad podrá apelar o captar ahorro del público en territorio español* sin someterse a este título o a la normativa sobre inversión colectiva o a cualquier otra legislación especial que faculte para desarrollar la actividad antes citada”. Se aprecia un claro interés normativo por impedir que cualquier tipo de captación de “fondos reembolsables” o del “ahorro del público” queden fuera de lo que podríamos enunciar genéricamente como una actividad supervisada.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

13. LOS CONTRATOS DE GESTIÓN ASESORADA Y DE GESTIÓN DISCRECIONAL DE CARTERAS DE INVERSIÓN

La doctrina de la Sala Primera del Tribunal Supremo, en su reciente sentencia de 11 de julio de 1998 (ref. Ar. 6601), acaba de efectuar precisiones importantes a su anterior doctrina en torno a los contratos de gestión de carteras de inversión.

Es de destacarse que la referencia a contratos de gestión de carteras de valores ha de efectuarse ahora a contratos de gestión de carteras de inversión, habida cuenta del cambio (cuyas consecuencias no son meramente semánticas) introducido por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998 del Mercado de Valores. Efectivamente en el artículo 63.1.d) de la reformada Ley de Mercados de Valores (LMV), se considera como “servicio de

inversión”, la “gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores”.

La sentencia constatando el carácter atípico de estos contratos —afirma la sentencia que el contrato está “carente de regulación ... jurídico-privada”— destaca el valor regulador que para las obligaciones de las partes tienen los pactos en los mismos contenidos.

En términos de la sentencia aquel contrato “se rige por los pactos, cláusulas y condiciones establecidas por las partes (artículo 1255 del Código Civil)”, lo cual no impide, extremo que también afirma la sentencia, que “se apliquen al gestor las normas reguladoras del mandato o de la comisión mercantil”.

Se indica en la meritada resolución jurisprudencial que se reconocen “por la doctrina y por la práctica mercantil dos modalidades” del contrato, el contrato de gestión “asesorada” (...) y el contrato de gestión “discrecional”. Modalidades que se corresponden con la clasificación introducida en la LMV.

Define al primero de ellos la sentencia como aquel contrato en el que “la sociedad gestora propone al cliente inversor determinadas operaciones siendo éste quien decide su ejecución”. Al segundo lo conceptúa como aquel contrato en el que “el gestor tiene un amplísimo margen de libertad en su actuación ya que puede efectuar las operaciones que considere convenientes sin previo aviso o consulta al propietario de la cartera”.

Las circunstancias atinentes al caso (falta de forma escrita, así como de otorgamiento de apoderamiento a favor de la gestora) hacen que la Sala sentenciadora se incline por considerar que se trataba de un contrato de la segunda de las modalidades aducidas, esto es de gestión “discrecional”. Pero aún en este caso considera la Sala “a quo” que la actitud de la gestora ha de ser muy diligente, especialmente en lo que hace a los deberes de información al cliente, por mor de las normas de conducta aplicables a quienes actúan en los mercados de valores, así como las obligaciones propias del comisionista.

Efectivamente, indica la sentencia que, “La Ley del Mercado de Valores contiene una serie de normas de conducta de las sociedades y agencias de valores presididas por la obligación de dar absoluta prioridad al interés del cliente (...), lo que se traduce, entre otras, en la obligación del gestor de informar al cliente de las condiciones del mercado bursátil, especialmente cuando, y no obstante la natural inseguridad en el comportamiento del mercado de valores, se prevean alteraciones en el mismo que puedan afectar considerablemente a la cartera administrada y así en el artículo 255 del Código de Comercio impone al comisionista la obligación de consultar lo no previsto y en el artículo 260 dispone que el comisionista comunicará frecuentemente al comitente las noticias

que interesen al buen éxito de la negociación; en el ámbito del mandato regulado en el Código Civil, en que no existen preceptos de idéntico contenido a los del Código de Comercio citados, tal deber de información en el sentido expuesto viene exigido por la prohibición de extralimitarse en las facultades concedidas al mandatario salvo cuando éste, ante un cambio de las circunstancias, y a falta de instrucciones del mandante, actúa de forma más beneficiosa para éste, ante la imposibilidad de recibir instrucciones del mismo”.

Aquella resolución jurisdiccional, en relación con el supuesto de hecho enjuiciado y modalidad concreta de contrato que contempla, efectúa la siguiente interesante apreciación: “dado que el mandato con carácter general conferido por la demandada recurrente a la sociedad actora-recurrida incluía la facultad de realizar operaciones de compra y venta de los títulos integrados en la cartera sin necesidad de previa autorización de su titular, no puede hablarse, en tal sentido, de una extralimitación del mandato por la realización de las ventas para las que estaba autorizado el gestor; sí de un abuso de esas facultades al llevar a cabo las repetidas ventas sin consultar con el cliente a quien correspondía decidir sobre el destino de la cartera de valores y habida cuenta de que, antes de llevar a cabo esas ventas cuyo importe se destinó a reducir el saldo deudor de la titular, en ningún momento se le dio oportunidad para anular ese saldo resultante (...). Tal forma de proceder la sociedad actora ha de calificarse de culposa, al no haber observado la diligencia de un ordenado comerciante y causa directa del saldo deudor resultante de la venta de los títulos valores”.

Antonio Tapia Hermida

14. MODIFICACIONES REGLAMENTARIAS REFERIDAS A LA FIGURA DEL CREADOR DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

Dentro de la regulación del Mercado de Deuda Pública anotada se ha prestado especial atención a la figura del denominado Creador de Mercado. Así lo hicieron la Orden ministerial de 24 de julio de 1991 (v. nuestra nota “Regulación de las entidades ‘creadoras de mercado’ de Deuda Pública en anotaciones”, RDBB 43 [1991], pp. 882-884) y la posterior de 29 de marzo de 1994 que modificó parcialmente la primera. Recientemente se publicaba la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de febrero de 1999 que deroga las anteriores y viene a introducir ciertas innovaciones en esa regulación (v. BOE de 13 de febrero de 1999).

En el Preámbulo de dicha disposición se explica que procede la redefinición de la figura que nos ocupa abriendo esa categoría del Creador de Mercado de Deuda Pública a entidades financieras sin establecimiento permanente en España. Al propio tiempo y también como consecuencia del proceso inherente a la Unión Económica y Monetaria en curso y las consecuencias del mismo, procede diferenciar las figuras del Creador de Mercado de Deuda Pública frente a la de Creador de Mercado en los Mercados Monetarios, categorías que hasta ahora venían estando asimiladas.

La función esencial del Creador de Mercado de Deuda Pública consiste en favorecer la liquidez de ese mercado español y cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión exterior e interior de la Deuda del Estado español. A partir de ahí, el núcleo de la Orden ministerial que comentamos lo constituye la determinación del procedimiento administrativo de solicitud, informe, concesión y mantenimiento de la condición de Creador de Mercado. El órgano administrativo al que compete tramitar las solicitudes recibidas, conceder esa condición y evaluar de manera periódica la actividad desarrollada por quienes se hubieran beneficiado de esa designación es la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Al Banco de España se le concede la competencia consistente en informar las solicitudes presentadas, si bien no se aclara el carácter vinculante o no de tal informe. En cualquier caso, y como viene siendo habitual en cuanto a la regulación de este aspecto del Mercado de Deuda Pública, corresponde a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera dictar las pertinentes resoluciones encaminadas a precisar las condiciones exigibles a los Creadores de Mercado y los criterios de evaluación periódica aplicables para el mantenimiento de esa condición por parte de las entidades beneficiarias de la misma.

A través de su única Disposición Adicional se complementa la anterior regulación contenida en la Orden de 10 de febrero de 1999 ampliando la posibilidad de ser titulares de cuentas en la Central de Anotaciones correspondiente al Mercado de Deuda del Estado a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en otros Estados, miembros de la Unión o no, siempre que se cumplan los requisitos que la mencionada Disposición Adicional contempla y que, en sustancia, remiten al Título V de la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.

El desarrollo por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de la Orden que comentamos se produjo de manera inmediata a través de la Resolución de 11 de febrero (v. BOE de 15 de febrero) que establece de forma pormenorizada el estatuto de las entidades que accedan a la condición de Creador de Mercado en Deuda Pública, con inclusión de las disposiciones transitorias para la adaptación a la nueva regulación de quienes hasta ahora tenían

reconocida esa condición. Quizás uno de los aspectos más destacados de esa regulación radica en la periodicidad mensual que se establece para que por la propia Dirección General se evalúe la actividad de esas entidades al objeto de que sigan manteniendo la condición de Creadores de Mercado. Para esa evaluación se determina la elaboración de una serie de informes mensuales cuya estructura queda establecida en el Anexo de la correspondiente Resolución.

Al poco tiempo, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera aprobó una nueva Resolución de 4 de marzo de 1999 (v. BOE de 10 de marzo) que regula la figura de Entidad Negociante de Deuda Pública del Reino de España, condición que pueden obtener quienes sean titulares de cuentas de valores a nombre propio en la Central de Anotaciones del Banco de España y, además, cumplan los requisitos establecidos en el punto 2.2 de la Resolución. Estas Entidades Negociantes tienen reconocido el derecho de acceder a la categoría de Creador de Mercado en la forma y condiciones reguladas en las anteriores disposiciones que hemos reseñado dentro de esta nota.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

KOSLOWSKI, P., “Ethik der Banken und der Börse”, Tübingen (1997), 118 pp.

WEBER/NÄGELE, “ ‘Babylonische Begriffsverwirrung’ . 6. KWG-Novelle in Kraft” en ZfK nº 13 (1998), p. 753.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

BARBIERI, J.-F., “Le droit, l’euro et l’an 2000” en Petites Affiches. La Loi nº 78 (1998), p. 14.

BRANDI-DOHRN/DONLE, “Die Preisauszeichnung während der Umstellung von DM auf Euro” en Betriebsberater nº 42 (1998), p. 2121.

CARBONELL GISBERT, C., “Implicaciones contables y tributarias derivadas de la implantación del euro en España”, en Revista General de Derecho nº 651 (1998), p. 14701.

COMISIÓN EUROPEA, “Comité de contacto sobre directivas de cuentas - Análisis de la conformidad entre las normas internacionales de contabilidad y las directivas comunitarias sobre cuentas”, Documento. Oficina de Publicaciones Oficiales de la CE. Luxemburgo (1998), 22 pp.

DE PAZ MARTÍN, J.L., “Las transferencias transfronterizas en la Unión Europea: la Directiva 97/5/CE” en La Ley nº 4668 (1998), p. 1.

DITGES/GRASS, “EG-Rechtswidrigkeit der Fahndungswelle in deutschen Banken” en Betriebsbarater nº 27 (1998), p. 1390.

EVERLING, U., “Einlagensicherung der Banken im Europäischen Binnenmarkt” en ZHR nº 4 (1998), p. 403.

GONZÁLEZ/SABI, “El proceso de la Unión Monetaria”, en Revista General de Derecho nº 651 (1998), p. 14683.

GUZZI, S., “La Convenzione comunitaria sulle procedure di insolvenza: prime osservazioni” en *Dir. comm. int.* (1997), p. 901.

HANKE/WALTER, “Der Euro - Kurs auf die Zukunft. Die Konsequenzen der Währungsunion für Unternehmen und Anleger”, 3ª ed., Frankfurt (1998), 204 pp.

KIRCHNER, P., “Comentario del Proyecto de Ley sobre Introducción del euro: la regulación de los aspectos societarios y contractuales” en *Revista General de Derecho* nº 651 (1998), p. 14693.

RINKES, J., “EC Directive on Cross-Border Credit Transfers” en *Consumer Law Journal* nº 1 (1998), p. 7.

RITTER, TH., “Der Euro - Berührungspunkte mit Regelungen des Allg. Schuldrechts” en *Betrieb* nº 24 (1998), p. 1219.

SCHAUB, G., “Die Einführung des Euro und die deutschen Arbeitsverhältnisse” en *Betriebsberater* nº 28-29, p. 1474.

SCHÜRMAN, TH., “Euro und Aktienrecht” en *Neue Juristische Wochenschrift* nº 43 (1998), p. 3162.

SCIARRONE ALIBRANDI, A., “La raccomandazione comunitaria n. 97/489 relativa alle operazioni mediante strumenti di pagamento elettronici, con particolare riferimento alle relazioni tra gli emittenti ed i titolari di tale strumenti” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* nº 4, 1ª parte (1998), p. 497.

VAN HULLE, K., “Die Zukunft der europäischen Rechnungslegung im Rahmen einer sich ändernden internationalen Rechnungslegung” en *Wirtschaftsprüfung* nº 4-5, p. 138.

WEBER, M., “Das Europäische System der Zentralbanken” en *WM* nº 29 (1998), p. 1465.

ZUCK/LENZ, “Warum die Verfassungsbeschwerde gegen den Euro scheitern wird” en *Neue Juristische Wochenschrift* nº 16 (1998), p. 1119.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ALESSIO MORELLO, O.D., “Le banche e le regole comunitarie sulla concorrenza” en *Dir. comun. scambi internaz.* (1997), p. 7.

SCHMID/VOLLMÖLLER, “Öffentlichrechtliche Kreditinstitute und EU-Beihilfenrecht” en *Neue Juristische Wochenschrift*, nº 11 (1998), p. 716.

BANCOS

PONCE SOLÉ, J., “La evolución de la actividad pública en el sector financiero: las transformaciones de la entidad de crédito ‘Corporación Bancaria de

España, Sociedad Anónima' ” en Revista de Administración Pública nº 146 (1998), p. 389.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

MARASÀ, G., “La banche cooperative” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 5, 1ª parte (1998), 529.

— **ORGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

BARBAGALLO, C., “Ispezioni di vigilanza presso banche e diritto di accesso” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 4, 2ª parte, (1998), p. 473.

DE TROJA, M.P., “Ancora in tema di responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 5, 2ª parte (1998), p. 598.

GRELCK/RODE, “Mindestanforderungen an eine Bankenaufsicht” en ZfK nº 19 (1998), p. 1079.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

CAPRIGLIONE, F., “L’antiriciclaggio tra prevenzione sociale e disinquimento del settore finanziario” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 4, 1ª parte (1998), p. 417.

PONCET/LOMBARDINI, “Segreto bancario e modifiche recenti nel diritto di cooperazione penale nella Confederazione Elvetica” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 4, 1ª parte (1998), p. 488.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

TATHAM, A.F., “Hungarian Banking Law: An Introduction” en The Journal of Business Law (noviembre 1998), p. 596.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

AVILÉS GARCÍA, J., “Cláusulas abusivas, buena fe y reformas del Derecho de la contratación en España” en Revista Crítica de Derecho Inmobiliario nº 648 (1998), p. 1533.

CARREIRO, G., “Il credito al consumo” en Banca d’Italia, Quaderni di ricerca giuridica nº 48 (1998), 55 pp.

DÍAZ FRAILE, J.M., “Estudio de la regulación de la firma electrónica en la Directiva Europea de 13 de mayo de 1998” (I) y (II) en *La Ley* números 4677 y 4678 (1998), pp. 1.

DICKIE, J., “Consumer Confidence and the EC Directive on Distance Contracts” en *Journal of Consumer Policy* nº 2 (1998), p. 217.

GÓMEZ GALLIGO, F.J., “La Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones generales de la contratación” en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* nº 648 (1998), p. 1587.

GRUSON, M., “Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen” en *WM* nº 29 (1998), p. 1474.

PAGADOR LÓPEZ, J., “La Ley 7/1998, de 13 abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación” en *Derecho de los Negocios* nº 97 (1998), p. 1.

ROMAGNOLI, G., “Clausole vessatorie e contratti d’impresa” (1997), pp. VII-231.

SCHFOLD, D., “Referenzzinssätze und die Einführung des Euro” en *Neue Juristische Wochenschrift* nº 43 (1998), p. 3155.

SCHMIDT-RÄNTSCH, J., “Wertsicherungsklauseln nach dem Euro-Einführungsgesetz” en *Neue Juristische Wochenschrift* nº 43 (1998), p. 3166.

TROIANELLO, P., “L’azione inibitoria cautelare: una tutela dei consumatori inapplicata” en *Diritto Comunitario e degli scambi internazionali* nº 1 (1998), p. 223.

— CUENTA CORRIENTE

RUFINI, D., “Castellatto di sconto, apertura di credito in conto corrente e revocatoria delle rimesse in conto” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* nº 5, 1ª parte (1998), p. 558.

— APERTURA DE CRÉDITO

RÖSLER, P., “Berechnung von Vorfälligkeitsentschädigungen bei Festzinskrediten” en *DStR* nº 31 (1998), p. 1193.

— GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA

AZZARO, A.M., “Il pegno ‘rotativo’ arriva in Cassazione: ovvero ‘come la dottrina diventa giurisprudenza’ ” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* nº 5, 2ª parte (1998), p. 491.

CARIELLO, V., “Osservazioni a Trib. Roma 27 marzo 1996 e Trib. Napoli 13 febbraio 1997, in tema di Clausola ‘e prima richiesta’ e di ‘garanzia autonoma’ ” en Banca Borsa e Titoli di Credito n° 4, 2ª parte, (1998), p. 464.

GIUSTI, A., “La fideiussione e il mandato di credito”, Milán (1997), pp. VIII-378.

LENER, R., “Pegno di titoli dematerializzati e di titoli in gestione patrimoniale: nuove indicazioni dalla giurisprudenza” en Banca Borsa e Titoli di Credito n° 5, 2ª parte (1998), p. 587.

— **OTROS SERVICIOS BANCARIOS. TARJETA DE CRÉDITO**

AHLERS, H., “Kartengesteuerter Zahlungsverkehr und aussergerichtliche Streitschlichtung - Bericht zum Bankrechtstag am 26.Juni 1998 in Dresden” en WM n° 31 (1998), p. 1561.

GÖSSMANN, W., “Aspekte der ec-Karten-Nutzung” en WM n° 25 (1998), p. 1257.

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

BOTT/SCHLEEF, “Transparenz von Beteiligungsverhältnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz - Nutzen für den Anleger?” en ZBB n° 5 (1998), p. 330.

CARBONETTI, F., “I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza” en Rivista delle Società, fasc. 4 (1998), p. 909.

CASADEI, D., “La riforma della disciplina delle società con azionariato diffuso (Considerazioni sulle proteste di adeguamento)” en Rivista delle Società, fasc. 4 (1998), p. 918.

GRIMME/RITZ, “Die Novellierung verkaufsprospektrechtlicher Vorschriften durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz”, en WM n° 42 (1998), p. 2091.

HARBARTH, ST., “Spezifische Anlegerschutzprobleme in gemischt-wirtschaftlichen Unternehmen - dargestellt am Beispiel der Deutschen Telekom AG-” en ZGR n° 4 (1998), p. 810.

JUNG/SCHLEICHER, “Neue gesetzliche Regelungen für Finanzdienstleister - Die 6. KWG-Novelle”, Berlín (1998), 279 pp.

LEHNHOFF, J., “Gesetz über das Kreditwesen (KWG) einschliesslich 6. KWG-Novelle und 3. Finanzmarktförderungsgesetz. Kurzkomentar”, Wiesbaden (1998), 253 pp.

MONTALENTI, P., “Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate” en *Giurisprudenza Commerciale* 25.3 (1998), p. 329.

NOCH, R., “Ausschreibungspflicht privater Unternehmer” en *Öffentliche Verwaltung* nº 15 (1998), p. 623.

RIEGER, B., “Sparen, Investieren und die Integration internationaler Kapitalmärkte”, Hamburgo (1997), 205 pp.

SANGIOVANNI, V., “L’informazione c.d. continua o permanente nel diritto tedesco del mercato dei capitali” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* nº 5, 1ª parte (1998), p. 582.

SCHNEIDER, J., “Kapitalmarktrechtlicher Anlegererschutz und Internationales Privatrecht”, Frankfurt (1998), 375 pp.

SETHE, R., “Einlagensicherung und Anlegerentschädigung nach europäischem und deutschem Recht” en *ZBB* nº 5 (1998), p. 305.

WALLMAN, S., “Competition, Innovation and Regulation in the Securities Markets” en *Bus. Lawyer* nº 2 (1998), p. 341.

WILHEM, J., “Kapitalgesellschaftsrecht”, Berlín (1998), 391 pp.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

DREHER, M., “Die neue deutsche Einlagensicherung im Bereich der privaten Banken und das Europarecht” en *ZIP* nº 43 (1998), p. 1777.

IBARRA IRAGÜEN, J., “Breves comentarios en torno a las características de nuestros mercados de valores y a la posibilidad de desarrollar en ellos prácticas fraudulentas” en *Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid* nº 10 (1998), p. 111.

KURTH, E., “Börsenhandel: Kompetenzen der Länderaufsicht” en *ZfK* nº 10 (1998), p. 553.

TROUET, P., “Staatliche Aufsicht der Finanzderivate” en *ZfK* nº 13 (1998), p. 760.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

BAUTISTA SAGÜES, F., “El mercado primario de valores” en *Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid* nº 10 (1998), p. 49.

ILLESCAS ORTIZ, R., “La conducta negocial de las empresas de inversión en el mercado único (Un estudio de 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 Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid nº 10 (1998), p. 29.

ZUNZUNEGUI, F., “Situación actual y perspectivas del Derecho del Mercado de Valores” en Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid nº 10 (1998), p. 7.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN**

STECK, K.-U., “ ‘Going private’ über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des ‘kalten Delisting’ ” en Die AktienGesellschaft nº 10 (1998), p. 460.

ZIEGENHAIN/HELMS, “Der rechtliche Rahmen für das Going Public mittelständischer Unternehmen” en WM nº 28 (1998), p. 1417.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

BÖTSCH, H., “Das kleine Börsen-Lexikon”, 21 edición, Düsseldorf (1998), 1011 pp.

DALE, R., “Clearing and Settlement Risks in Global Securities Markets: the Case of Euroclear” en The Journal of Business Law (septiembre de 1998), p. 434.

DÖRFLINGER, Th., “Going Public Bundesliga - Betrachtungen zu Fußballaktien” en ZfK nº 16 (1998), p. 916.

ENRIQUES, L., “Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento” en Rivista delle Società nº 4 (1998), p. 1013.

FICI, A., “Il conflitto de interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari” en Rivista critica del diritto privato (1997), p. 281.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., “Integración de los contratos de futuros y opciones en el concepto legal europeo de instrumento o producto derivado” en Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid nº 10 (1998), p. 79.

SINGHOF, B., “Die Aussenhaftung von Emissionskonsorten für Aktienanlagen”, Berlín (1998), 274 pp.

— **OPAS**

BERNET, R., “Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG). Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwal-

tungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen” Berna (1998), 328 pp.

BERTSCHINGER, U., “Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen - Art. 29 Abs. 2 BEHG” en SJZ n° 15 (1998), p. 329.

CARBONETTI, F., “La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto” en Rivista delle società, Fasc. 5° (1998), 1352.

DEAKING/SLINGER, “Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm” en Journal of Law and Society (1997), p. 124.

GRUBER, M., “Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz”, Zurich (1998), 158 pp.

HIGGINSON, H.W., “Takeovers, Share Exchanges and the Meaning of Loss” en Law Quarterly Review (1997), p. 51.

MÖLLER, B., “Die Stellung des Aktionärs bei Übernahmen börsenkotierter Unternehmen. Optionen und rechtliche Grenzen im schweizerischen und im englischen Recht”, Frankfurt (1998), 226 pp.

SNYDER, D., “Mergers and Acquisitions in the European Community and the United States: A Movement Toward a Uniform Enforcement Body?” en Law and Policy in International Business n° 1 (1997), p. 115.

WEBER, M., “Der Geänderte Vorschlag der Kommission für eine Takeover-Richtlinie vom 10.11.1997” en Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht n° 15 (1998), p. 464.

WITT, C.-H., “Der neue Vorschlag für die EG-Richtlinie über Übernahmeangebote” en EWS n° 9 (1998), p. 318.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

LOESCHE, M., “Die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung in den Insiderhandelsverboten des Wertpapierhandelsgesetzes” en WM n° 37 (1998), p. 1849.

LÜCKER, V., “Der Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)”, Colonia (1998), 211 pp.

SEGER, F., “Banken, Erfolg und Finanzierung - Eine Analyse für deutsche Industrieunternehmen”, Wiesbaden (1997), 258 pp.

WEIMANN, St., “Insiderrechtliche Aspekte des Anteilerwerbs” en DStR n° 40 (1998), p. 1556.

— CAPITAL RIESGO

ULMER/BRANDNER/HENSEN, “AGB-Gesetz”, 8ª ed., Colonia (1997), 1823 pp.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

BOCHICCHIO, F., “Fondo pensione aperto: profili soggettivi e struttura organizzativa” en *Diritto ed economia dell’assicurazione* (1997), p. 415.

CORVINO/SAITA, “La definizione della strategia di investimento ed il controllo del gestore finanziario nei fondi chiusi a contributi definiti” en *Diritto ed economia dell’assicurazione* (1997), p. 751.

ENRIQUES, L., “Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento” en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (1998), p. 1013.

STINGONE, C., “Osservazioni sul pegno di quote di fondi comuni di investimento mobiliare” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n° 4, 2ª parte, (1998), p. 405.

STOTZ, J.W., “Besteuerung von Wertpapier-Investmentfonds” (1998), 330 pp.

TÍTULOS VALORES

— **EN GENERAL**

FAUCEGLIA, G., “I certificati di deposito nella disciplina del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n° 4, 1ª parte, (1998), p. 459.

KÜPPERS/BRAUSE, “Asset-Backed Securities Transaktionen. Rechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte” en *Die AktienGesellschaft* n° 9 (1998), p. 413.

RADICATI DI BROZOLO, L.G., “La legge regolatrice dei titoli di credito” en *Banca Borsa e Titoli di Credito* n° 4, 1ª parte (1998), p. 434.

RINZE/KLÜWER, “Securitisation - praktische Bedeutung eines Finanzierungsmodells” en *BB* n° 34 (1998), p. 1697.

— **VALORES MOBILIARIOS**

Acciones

ACERBI, G., “Osservazioni sulle stock options e sull’azionariato dei dipendente” en *Rivista delle Società*, Fasc. 5ª (1998), p. 1193.

BÜNDENBEWNDER, “Eigene Aktien und Aktien an der Muttergesellschaft (1ª parte)” en DZWIR nº 1 (1998), p. 1 y (2ª parte) en DZWIR nº 2 (1998), p. 55.

HEIDORN/HUND, “Die Umstellung auf die Stückaktie und der Euro” en ZfK nº 17 (1998), p. 955.

SPOLIDORO, M.S., “Disciplina delle partecipazioni reciproche” en Rivista delle Società, fasc. 4 (1998), p. 1039.

VON ROSEN, R., “Aktioptionen für Führungskräfte und Insiderrecht” en WM nº 36 (1998), p. 403.

ZEIDLER, F., “Aktioptionspäne - nicht nur für Führungskräfte - im Lichte neuester Rechtsprechung” en NZG nº 20 (1998), p. 474.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

Letra de cambio

DE MARI, M., “Osservazioni a Trib. Napoli 29 marzo 1996, in tema di ‘leggibilità’ della sottoscrizione cambiaria di girata e questioni connesse” en Banca Borsa e Titoli di Credito nº 4, 2ª parte (1998), p. 450.