

EL DERECHO
DEL
MERCADO
FINANCIERO

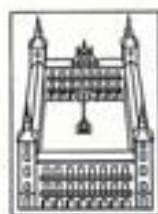
JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO
LUIS DE CARLOS BERTRÁN

CIVITAS

Luis de Carlos Bertrán
Abogado;
Profesor de Contratos Bancarios
y Bursátiles en la Universidad
Pontificia Comillas - ICADE

Juan Fernández-Armesto
Abogado;
Profesor Ordinario de Derecho
Mercantil en la Universidad
Pontificia Comillas - ICADE

EL DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO



EDITORIAL CIVITAS, S.A.
MADRID, 1992

Primera edición, 1992

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, ni su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso del ejemplar, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

Copyright © 1992, by Juan Fernández-Armesto y Luis de Carlos Bertrán
Editorial Civitas, S. A.
Ignacio Ellacuría, 3. 28017 Madrid (España)
ISBN: 84-470-0095-8
Depósito legal: M. 31.159-1992
Compuesto en Sociedad Anónima de Fotocomposición
Talisio, 9. 28027 Madrid
Printed in Spain. Impreso en España
por Closas-Orcóyen, S. L. Polígono Igarsa
Paracuellos de Jarama (Madrid)

INTRODUCCION

La causa que nos animó a redactar este libro fue la ausencia de un manual que tratara ese área del ordenamiento que nosotros denominamos «Derecho del mercado financiero», y que en una concepción más tradicional incluiría las vertientes tanto pública como privada del Derecho bancario y bursátil. Habiendo echado en falta un manual de estas características en nuestra labor universitaria y profesional, decidimos un buen día, con cierta ingenuidad y sin advertir la magnitud del proyecto que asumíamos, poner manos a la obra.

Muchas han sido las dificultades que hemos tenido que salvar para poner fin, más o menos feliz, a la empresa. El insoportable caos legislativo del Derecho bancario, la novedad del Derecho del mercado de valores, recién salido del horno legislativo, la escasez de estudios doctrinales en muchas áreas, el ritmo vertiginoso del cambio en la actividad económica, han sido algunos de los escollos a evitar. Sin la ayuda generosa y abnegada de muchos —Carlos de Cárdenas, Susana Cortina, Carlos Moreiro, Ramiro Rivera, Eduardo Alvarez, María José Menéndez, Pablo González-Bueno, Juan Manuel Rozas, Edurne Navarro, Mariola Escalante, Lucy Ortiz, Ana S. Provencio, Pilar Massa, María Leyva, Sandra Aza, Patricia Aragonés, Maribel Mira, Cristina Villaro y tantos otros— nuestro buque nunca hubiera llegado a puerto.

Somos conscientes de las deficiencias de esta obra: existen instituciones cuya explicación se podía haber incluido, pero que hemos omitido para mantener la extensión del libro dentro de límites manejables, y además sin duda habremos incurrido en imprecisiones y errores; finalmente, muchas de nuestras opiniones son discutibles y no serán compartidas por todos. Intentaremos mejorar la obra en futuras ediciones, y agradecemos a nuestros lectores cualquier indicación crítica.

Finalmente, esta introducción no sería completa si no mencionáramos a nuestras respectivas familias, a las que hemos abandonado más que de costumbre en los últimos meses. En compensación por ese abandono, aunque con el convencimiento de no restablecer el equilibrio, y con el cariño que se merecen, les dedicamos el libro.

1 de agosto de 1992

INTRODUCCIÓN	7
GLOSARIO	35

**CAPITULO I
EL DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO**

1. El mercado financiero y su reforma	39
A) INTRODUCCIÓN: MERCADO; CONCEPTO; OFERENTES; DEMANDANTES; LIBRE FIJACIÓN DE PRECIO; MERCADO FINANCIERO	39
B) EL MERCADO DE CRÉDITO Y EL MERCADO DE VALORES: MERCADO DE CRÉDITO; MERCADO DE VALORES; IMPORTANCIA RELATIVA DE AMBOS MERCADOS; LA DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA; CESIÓN DE CRÉDITOS; «TITULIZACIÓN» ..	42
C) LA REFORMA DEL MERCADO DE CRÉDITO: LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CRÉDITO; REFORMA DEL MERCADO DE CRÉDITO; BANCO DE ESPAÑA; ENTIDADES DE CRÉDITO; LIBERALIZACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS Y COMISIONES; COEFICIENTES; OPERACIONES BANCARIAS	46
D) LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES: LA LMV: INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS; INVERSIÓN INSTITUCIONAL; PROTECCIÓN AL INVERSOR; DESARROLLO DE LA TÉCNICA Y DE LOS PROCESOS INFORMÁTICOS; LIBERALIZACIÓN O «DESREGULACIÓN»; INNOVACIÓN FINANCIERA; ANOTACIONES EN CUENTA; LA REFORMA A NIVEL INTERNACIONAL; LA REFORMA EN ESPAÑA; LOS OBJETIVOS DE LA LMV; SUPERVISIÓN Y VIGILANCIA; SUSTITUCIÓN DE LOS AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA; LIBERTAD DE EMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES; CONTRATACIÓN CONTINUA; ANOTACIONES EN CUENTA; NUEVAS MODALIDADES DE CONTRATACIÓN; COMISIONES; TRANSPARENCIA DEL MERCADO; DESARROLLO REGLAMENTARIO	50
2. El Derecho del mercado financiero	56
A) CONCEPTO	56
B) ELEMENTOS COMUNES: ACTIVIDAD; SUJETOS; CONTROL ADMINISTRATIVO; SUJETOS QUE EJERCITAN EL CONTROL ADMI-	

NISTRATIVO; PROCEDIMIENTOS SANCIONADORES; NORMAS DE CONDUCTA Y PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR; ACTOS DE COMERCIO	57
3. Las fuentes del Derecho del mercado financiero	59
A) INTRODUCCIÓN	59
B) DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS	60
a) <i>Las competencias estatales: competencias exclusivas; «legislación mercantil»; «sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad»; «bases de la ordenación de crédito, banca y seguros»; mercado de valores; la LMV</i>	61
b) <i>Las competencias autonómicas: competencias asumidas por las CC.AA.; ordenación del crédito, banca y seguros; cajas de ahorro, instituciones de crédito cooperativo, público y territorial; bolsas y centros de contratación de valores</i>	65
C) FUENTES LEGALES Y REGLAMENTARIAS: <i>mercado de crédito; Banco de España; bancos privados; cajas de ahorros; cooperativas de crédito; sociedades de financiación; crédito hipotecario; arrendamiento financiero; mercado de valores ..</i>	68
D) CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LA CNMV: VALOR JURÍDICO; REQUISITOS	70
E) DECISIONES DE LAS SOCIEDADES RECTORAS	71
F) USOS	71

CAPITULO II EL DERECHO COMUNITARIO DEL MERCADO FINANCIERO

1. Principios generales	73
2. La liberalización de los movimientos de capitales ...	74
A) EL TRATADO DE ROMA	74
B) EL DERECHO DERIVADO HASTA 1986	76
a) <i>La Primera y Segunda Directivas de 1960 y 1962 ..</i>	76
b) <i>La Directiva 85/583 CEE de 20 de diciembre de 1985 ..</i>	77
C) LA DIRECTIVA 86/566/CEE DE 17 DE NOVIEMBRE DE 1986	78
D) LA DIRECTIVA 88/361/CEE DE 24 DE JUNIO DE 1988 ..	79
E) APLICACIÓN EN ESPAÑA DE LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALS	80

3. La Unión Monetaria	81
A) EVOLUCIÓN HISTÓRICA ANTERIOR AL ACTA ÚNICA	81
B) EL ACTA ÚNICA EUROPEA	83
C) EL PLAN DELORS	83
D) EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA	84
4. Las Directivas comunitarias relativas al mercado de crédito	87
A) LA DIRECTIVA DEL CONSEJO DE 28 DE JUNIO DE 1973 SOBRE SUPRESIÓN DE RESTRICCIONES A LA LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y A LA LIBRE PRESTACIÓN DE SERVICIOS EN MATERIA DE ACTIVIDADES POR CUENTA PROPIA DE LOS BANCOS Y OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	88
B) LA PRIMERA DIRECTIVA DEL CONSEJO DE 12 DE DICIEMBRE DE 1977 SOBRE LA COORDINACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES, REGLAMENTARIAS Y ADMINISTRATIVAS REFERENTES AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A SU EJERCICIO	89
C) LA SEGUNDA DIRECTIVA DEL CONSEJO 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	90
D) OTRAS DIRECTIVAS	93
E) RECOMENDACIONES	96
F) LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL	97
5. Las Directivas comunitarias relativas al mercado de valores	98
A) LA ARMONIZACIÓN DE LAS CONDICIONES DE ADMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS A COTIZACIÓN EN UNA BOLSA DE VALORES	99
B) LA REGULACIÓN DEL FOLLETO INFORMATIVO PREVIO A LA ADMISIÓN DE VALORES A COTIZACIÓN OFICIAL Y EN CASO DE OFERTA PÚBLICA DE VENTA	101
C) LA REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PERIÓDICA QUE DEBEN PUBLICAR LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA ...	102
D) LA COORDINACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES SOBRE ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS	102

E)	LA INFORMACIÓN QUE DEBE PUBLICARSE EN CASO DE ADQUISICIÓN O ENAJENACIÓN DE UNA PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA EN UNA SOCIEDAD COTIZADA	103
F)	LA COORDINACIÓN DE LAS NORMATIVAS RELATIVAS A LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	104
G)	LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE INVERSIÓN EN VALORES	106
H)	LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE LA ADECUACIÓN DEL CAPITAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN	107
I)	LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES	108
J)	LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL	109
6.	La interconexión de las bolsas comunitarias. La Bolsa Europea	109

CAPITULO III EL MERCADO DE CREDITO: SUJETOS

1.	El Banco de España	113
A)	ANTECEDENTES	113
B)	NATURALEZA Y REGULACIÓN: NATURALEZA; REGULACIÓN; AUTONOMÍA	114
C)	FUNCIONES: <i>desarrollo de la política monetaria; emisión de moneda; reservas y divisas; deuda pública y tesorería; banco de bancos; inspección y control de las entidades de crédito; asesoramiento; potestad normativa</i>	115
D)	ORGANOS RECTORES	119
E)	SECRETO PROFESIONAL	120
F)	CONSEJO SUPERIOR BANCARIO	120
2.	Los Fondos en Garantía de Depósitos	121
A)	REGULACIÓN	121
B)	FUNCIONES: <i>aseguramiento de depósitos; saneamiento de entidades de crédito; bancos; cajas y cooperativas; funciones accesorias</i>	122
C)	FINANCIACIÓN	123
3.	Las entidades de crédito	124
A)	CONCEPTO Y ACTIVIDAD: <i>actividad; préstamo; concesión de créditos; por cuenta de la propia entidad; habitualidad; exclusiva; universalidad</i>	124

B)	CLASES: <i>entidades de crédito de ámbito operativo general; entidades de crédito de capital público; Confederación Española de Cajas de Ahorro; entidades de crédito de ámbito operativo limitado; el Instituto de Crédito Oficial; entidades de crédito atípicas</i>	127
C)	ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS: <i>oficina de representación; sucursal; requisitos; autorización; inscripción; actividad; filiales</i>	130
D)	RÉGIMEN COMÚN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO	134
	a) <i>Introducción: régimen común</i>	134
	b) <i>Requisitos de constitución: «banco de hecho»; Registro Mercantil; el uso de las denominaciones genéricas</i> . . .	135
	c) <i>Acciones nominativas</i>	135
	d) <i>Publicidad de participaciones: incumplimiento; otras obligaciones</i>	136
	e) <i>Emisión de obligaciones</i>	137
	f) <i>Control e inspección</i>	138
	g) <i>Coefficientes en general: finalidades; coeficiente de caja; coeficiente de inversión; coeficiente de solvencia; justificación constitucional; normativa</i>	139
	h) <i>Coefficiente de solvencia: (i) capital social; (ii) reservas efectivas y expresas; (iii) fondos y provisiones genéricos; (iv) fondos benéfico-sociales o de educación y obras sociales; (v) créditos subordinados; fundamentación jurídica de la subordinación; quiebra o liquidación; suspensión de pagos; (vi) partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas; deducciones por participaciones cualificadas industriales; base consolidada; grupos mixtos entidades de crédito/entidades de seguros; sucursales de entidades extranjeras; coeficiente de solvencia selectivo; coeficiente de solvencia genérico; límite global de riesgos; incumplimiento</i>	141
	i) <i>El coeficiente de caja: incumplimiento</i>	149
	j) <i>El coeficiente de inversión</i>	151
	k) <i>Contabilidad, auditoría y consolidación: contabilidad; provisión para insolvencias, el ejercicio económico; auditoría; cuentas anuales consolidadas</i>	151
	l) <i>Disolución y liquidación: voluntaria; necesaria</i>	153
E)	RÉGIMEN ESPECIAL DE LOS BANCOS	153
	a) <i>Requisitos de constitución: requisitos; solicitud de autorización; limitaciones de actividad</i>	153
	b) <i>Modificación de estatutos en general</i>	156

c)	<i>Ampliación y reducción de capital</i>	157
d)	<i>Fusión</i>	158
e)	<i>Adquisición de participaciones: adquisición de acciones de bancos de nueva constitución; adquisición de una participación superior al 15%; incumplimiento; consecuencias civiles</i>	158
f)	<i>Administradores, altos cargos: altos cargos en general; altos cargos ejecutivos; consejeros; concesión de créditos; Registro de Altos Cargos</i>	160
g)	<i>Apertura de oficinas y sucursales</i>	161
h)	<i>Distribución de resultados y movilización de reservas</i> .	161
F)	RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS CAJAS DE AHORRO	162
a)	<i>Concepto</i>	162
b)	<i>Regulación legal; competencias: regulación legal; la LORCA y su constitucionalidad; delimitación de competencias</i>	163
c)	<i>Naturaleza jurídica: comerciantes</i>	167
d)	<i>Requisitos de constitución: limitaciones de actividad</i> .	169
e)	<i>Modificación de estatutos</i>	170
f)	<i>Ampliación y reducción de capital; cuotas participativas</i>	170
g)	<i>Fusión</i>	171
h)	<i>Organos rectores: la Asamblea General; el Consejo de Administración; la Comisión de Control; el Director General</i>	172
i)	<i>Altos cargos</i>	175
j)	<i>Distribución de resultados: obra benéfico-social</i>	175
k)	<i>Apertura de oficinas y sucursales: oficinas y sucursales en el extranjero</i>	176
l)	<i>Disolución y liquidación</i>	176
G)	RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO ..	177
a)	<i>Concepto: movimiento cooperativo; caja rural</i>	177
b)	<i>Regulación legal: competencia de las CC.AA.; delimitación de competencias</i>	177
c)	<i>Naturaleza jurídica: estatuto jurídico de empresarios; ámbito de actuación</i>	179
d)	<i>Requisitos de constitución: limitaciones de actividad</i> .	180
e)	<i>Modificación de estatutos</i>	181
f)	<i>Ampliación y reducción de capital</i>	181
g)	<i>Fusión</i>	182
h)	<i>Organos rectores</i>	182

i)	<i>Altos cargos</i>	182
j)	<i>Distribución de resultados</i>	183
k)	<i>Apertura de oficinas</i>	183
l)	<i>Disolución y liquidación</i>	183
H)	RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE ÁMBITO OPERATIVO LIMITADO	184
a)	<i>Concepto: operaciones pasivas; operaciones activas</i> . .	184
b)	<i>Clases: entidades de financiación; entidades de arrendamiento financiero; sociedades de crédito hipotecario; sociedades mediadoras del mercado del dinero</i>	186
c)	<i>Régimen jurídico: requisitos de constitución; solicitud de autorización; limitaciones; modificación de estatutos en general; ampliación y reducción de capital; fusión; adquisición de participaciones; sucursales de entidades extranjeras; coeficientes</i>	189

CAPITULO IV EL MERCADO DE CREDITO: NORMAS DE CONDUCTA, REGIMEN DISCIPLINARIO Y CRISIS DE LOS SUJETOS

1.	La relación de confianza entre entidad de crédito y cliente	195
2.	El deber de secreto bancario: <i>fundamentación constitucional; fundamentación jurídico-privada; extensión; subjetivamente; objetivamente; informes bancarios; limitaciones; Administración de Justicia; Hacienda pública</i>	196
3.	El deber de asesorar lealmente al cliente: <i>actividad de asesoramiento; omisión del deber de asesorar</i>	200
4.	La interdicción de la arbitrariedad en el otorgamiento del crédito y en la obtención de garantías: <i>derecho comparado; ordenamiento español</i>	202
5.	La protección del consumidor bancario	204
A)	INTRODUCCIÓN	204
B)	APLICACIÓN A LA ACTIVIDAD DEL CRÉDITO DE LA LCU: <i>ámbito de aplicación; publicidad; condiciones generales; derecho español; requisitos formales; requisitos internos; lista de cláusulas; incumplimiento</i>	205
C)	NORMATIVA SOBRE TRANSPARENCIA BANCARIA: <i>artículo 48.2 LDIEG; OM 12 de diciembre de 1989; intereses; intereses variables; TAE; comisiones y gastos; modificación</i>	

	<i>del folleto; reglas de valoración y liquidación; entrega de documento; publicidad; incumplimiento</i>	210
D)	EL SERVICIO DE RECLAMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA	215
6.	Regimen disciplinario de las entidades de crédito . . .	216
A)	INTRODUCCIÓN Y NORMATIVA: <i>relación con el derecho penal; non bis in idem; ius puniendi; unidad disciplinar del Derecho penal y del Derecho administrativo sancionador</i> .	216
B)	SUJETOS	218
C)	INFRACCIONES: <i>muy graves; infracciones graves; infracciones leves</i>	218
D)	SANCIONES: <i>infracciones muy graves; infracciones graves; infracciones leves; publicidad</i>	220
E)	PRESCRIPCIÓN	221
F)	RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTIVOS Y ADMINISTRADORES: <i>¿responsabilidad objetiva?; sanciones</i>	221
G)	PROCEDIMIENTO: <i>expediente sancionador; suspensión de administradores; sanciones</i>	223
H)	COMPETENCIAS DE LAS CC.AA.: <i>deslinde</i>	224
7.	La crisis de la entidad de crédito: medidas legislativas especiales; rescate por un Fondo en Garantía de Depósitos; intervención; supuestos; función de los interventores; cesación de la intervención; sustitución del órgano de administración; funciones; revocación de autorización; autoridad facultada	225

CAPITULO V

EL MERCADO DE CREDITO: OBJETO

1.	El dinero. Concepto y características: <i>monedas y billetes; bienes muebles; títulos valores; normativa aplicable a los billetes emitidos por el Banco de España; cuentas corrientes bancarias; emitidos en un territorio por una Autoridad; derechos del Estado sobre la moneda; múltiplos de una unidad de cuenta; medio universal de pago, imperio lege, de toda clase de deudas pecuniarias</i>	233
2.	Clases de dinero: <i>moneda nacional y extranjera; divisas extranjeras admitidas a cotización oficial; unidades de valor dinerarias: DEG y ECU</i>	239
3.	Obligaciones dinerarias en pesetas y divisas: <i>obligaciones dinerarias en divisas; control de cambios; régimen jurídico de las obligaciones en divisas; características comunes a todas las deudas dinerarias</i>	243

**CAPITULO VI
EL MERCADO DE CREDITO: ACTIVIDAD**

1. Los contratos de crédito: clasificación; características comunes	249
2. El contrato de cuenta corriente	250
A) CONCEPTO: naturaleza; regulación; clases; contrato autónomo; cuenta corriente mercantil entidades autorizadas; clases: de depósito y de crédito	250
B) APERTURA: apertura de una cuenta corriente; identidad del solicitante; cuenta individual; cuenta colectiva; cuenta conjunta; cuenta indistinta	253
C) OBLIGACIONES DEL CLIENTE: obligación principal; intereses; comisiones y gastos	254
D) OBLIGACIONES DEL BANCO: seguir instrucciones; autenticidad de la firma; corresponsales; devolución del saldo; pago de intereses; llevanza de una cuenta corriente contable; comunicar las operaciones anotadas	255
E) DERECHOS DEL BANCO SOBRE EL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE: artículo 1.200 C.c.; efecto novativo extintivo	257
F) FORMAS DE DISPONER DE LA CUENTA CORRIENTE	258
a) <i>La transferencia:</i> concepto; relación ordenante - banco emisor; relación entre banco ordenante y banco secundario; relación entre banco secundario y beneficiario; relación entre ordenante y beneficiario; artículo 1.162 C.c.; error	258
b) <i>Orden de domiciliación de pagos:</i> concepto; (i) relación acreedor-deudor; (ii) relación deudor-banco domiciliatario; (iii) relación acreedor-banco cobrante	261
c) <i>Tarjeta de crédito:</i> concepto; ámbito bancario; naturaleza jurídica; (i) relación jurídica emisor-titular; falsificación de la firma; (ii) relación jurídica emisor-empresa asociada; excepciones; obligaciones de la empresa asociada; relación jurídica titular-empresa asociada ..	262
d) <i>Cheque:</i> concepto; presupuestos legales; (i) banco; (ii) provisión de fondos; (iii) pacto de cheque; clases; (i) cheque propio; (ii) cheque conformado; (iii) cheque cruzado; (iv) cheque para abonar en cuenta; contenido obligacional; (i) relación librador-banco librado; orden irrevocable; cheque perdido; cheque falso o falsificado; (ii) relación librador-tomador; transmisión; presentar el cheque al cobro; pena civil; (iii) relación tenedor-banco librado; artículo 108.II LCC	266

G)	CLASES ESPECIALES DE CUENTAS CORRIENTES: <i>cuentas en divisas y con no residentes; cuentas financieras</i>	273
H)	EXTINCIÓN: <i>cuentas corrientes de depósito; abandono del saldo depositado; cuentas corrientes de crédito</i>	274
3.	Operaciones pasivas	275
A)	INTRODUCCIÓN: <i>captación de fondos en divisas</i>	275
B)	EL DEPÓSITO DE DINERO	275
a)	<i>Concepto, regulación, clases</i>	275
b)	<i>Formalización: libreta de ahorro; certificados de depósito; pagarés</i>	277
c)	<i>Obligaciones de las partes: de la entidad de crédito; devolver el principal; pagar intereses; obligaciones del depositante</i>	279
d)	<i>Extinción: depósito a la vista; depósito a plazo</i>	280
e)	<i>El depósito interbancario: mercado interbancario; tipo de interés; MIBOR; mercados interbancarios internacionales</i>	281
C)	LA CESIÓN DE CRÉDITOS	282
a)	<i>Función económica: «desintermediación»; requisitos exigidos por el Banco de España; contenido contractual; plazo; formalización; garantía del cedente; «créditos revolving»</i>	282
b)	<i>Régimen jurídico: cesión de créditos; forma; notificación al deudor; responsabilidad del cedente</i>	284
4.	Operaciones activas	285
A)	INTRODUCCIÓN: <i>colocación de fondos en divisas</i>	285
B)	CONCESIÓN DE CRÉDITO: <i>Concepto, clases, regulación: acto de comercio; LVPBM</i>	286
a)	<i>Concepto, clases, regulación</i>	286
b)	<i>Elementos subjetivos: director, sindicato, agente: designación; responsabilidad</i>	290
c)	<i>Elementos formales: póliza intervenida; escritura pública; prelación en caso de quiebra; acción ejecutiva; divisa; cantidad líquida</i>	293
d)	<i>Obligaciones de la entidad de crédito: incumplimiento; interdicción de la arbitrariedad en el otorgamiento y mantenimiento del crédito</i>	295
e)	<i>Obligaciones del acreditado</i>	295
i)	<i>Informar leal y verazmente</i>	295
ii)	<i>Utilizar los fondos para el fin pactado</i>	296

iii)	<i>Pagar intereses: interés compuesto; fijo o variable; tipos de mercado; tipo preferencial; usura; incumplimiento de la obligación de pago de intereses . . .</i>	296
iv)	<i>Devolver el principal: obligación principal; divisa; devolución anticipada; incumplimiento</i>	298
f)	<i>Vencimiento anticipado del crédito: resolución por incumplimiento; pérdida del beneficio del plazo; condición resolutoria expresa</i>	299
C)	EL DESCUENTO	301
a)	<i>Concepto, regulación, clases: descuento de títulos valores y de créditos simples; redescuento; descuento comercial y descuento financiero; regulación jurídica</i>	301
b)	<i>Elementos formales</i>	303
c)	<i>Obligaciones de la entidad de crédito: entregar el valor actual; gestión de cobro</i>	304
d)	<i>Obligaciones del descontatario: deber de lealtad y veracidad; ceder la propiedad del crédito descontado; pagar intereses y comisiones; responder del «buen fin»; incumplimiento y vencimiento anticipado</i>	305
D)	ARRENDAMIENTO FINANCIERO	307
a)	<i>Naturaleza jurídica: realidad financiera; ventajas fiscales; naturaleza jurídica; jurisprudencia; consecuencias jurídicas de la fiducia cum creditore; relación entidad de crédito-usuario; relación jurídica entre la entidad financiera y terceros; consecuencias jurídicas de la inscripción registral</i>	307
b)	<i>Regulación jurídica: LCU; LAU; LAR; desahucio; acto de comercio</i>	313
c)	<i>Elementos personales y formales</i>	315
d)	<i>Obligaciones de la entidad de crédito: al iniciarse la operación; durante la vida del arrendamiento financiero; al vencimiento de la operación</i>	315
e)	<i>Obligaciones del usuario: pagar las cuotas; incumplimiento; asumir todos los riesgos con relación a la cosa; cláusula de exoneración de responsabilidad de la entidad de crédito por no entrega o entrega defectuosa del bien, o por vicios ocultos o evicción de éste; cláusula por la que el usuario debe soportar el riesgo del deterioro o del perecimiento de la cosa</i>	316
f)	<i>Extinción: ejercicio de la opción; incumplimiento de obligaciones principales; la pérdida del beneficio del plazo o de acaecimiento de condiciones resolutorias . .</i>	319

E) LA ASUNCIÓN ABSTRACTA DE OBLIGACIONES: CRÉDITO DOCUMENTARIO Y GARANTÍA BANCARIA	320
a) <i>Concepto; naturaleza: crédito documentario; créditos documentarios con función de garantía; garantía bancaria a primer requerimiento, garantía abstracta o garantía independiente; naturaleza jurídica; inversión de la carga de pleitear</i>	320
b) <i>Regulación; distinción fianza-garantía bancaria; relación jurídica ordenante-banco; relación entre banco y beneficiario; distinción fianza-garantía bancaria; Reglas y Usos Uniformes</i>	323
c) <i>Clases: créditos documentarios; revocables; irrevocables; banco avisador; banco pagador; banco confirmante; garantías abstractas</i>	325
d) <i>Elementos personales</i>	327
e) <i>Relación jurídica ordenante-beneficiario</i>	327
f) <i>Relación jurídica ordenante-banco emisor: comisión indirecta; obligaciones del ordenante; dar instrucciones precisas y completas; proveer de fondos al banco; reembolsar al banco las cantidades satisfechas; pagar al banco la comisión pactada; obligaciones del banco; atenerse a las instrucciones recibidas; examinar los documentos; incumplimiento; privilegio del comisionista</i> ..	327
g) <i>Relación jurídica beneficiario-banco emisor: medidas procesales preventivas; la movilización del crédito documentario y de la garantía</i>	330
h) <i>La intervención de un banco secundario: relación jurídica entre banco emisor y banco-secundario; relación jurídica ordenante-banco secundario</i>	333

CAPITULO VII

EL MERCADO DE VALORES: SUJETOS

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores	335
A) ANTECEDENTES	335
B) NATURALEZA JURÍDICA	336
C) FUNCIONES	337
a) <i>Genéricas</i>	337
b) <i>Específicas</i>	338
D) ENTIDADES SUJETAS A LA SUPERVISIÓN DE LA CNMV ...	339
E) ORGANOS DE LA CNMV: <i>composición; incompatibilidades; cese</i>	340

F)	SECRETO PROFESIONAL	341
G)	EL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV	342
2.	Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales	342
A)	CONSIDERACIONES GENERALES	342
B)	LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES .	343
a)	<i>Naturaleza y organización</i>	343
b)	<i>Funciones: admisión de los valores a negociación; funciones de supervisión; funciones de vigilancia relativas a las operaciones a crédito y a plazo; funciones de recepción y difusión de información; funciones de dirección y administración; funciones consultivas</i>	345
c)	<i>Régimen económico</i>	347
C)	LA SOCIEDAD DE BOLSAS: <i>funciones; consejo de administración; régimen económico</i>	347
D)	LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS: CONFIGURACIÓN Y RÉGIMEN JURÍDICO; RÉGIMEN ECONÓMICO; FUNCIONES	348
3.	El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores	350
A)	CONSIDERACIONES GENERALES	350
B)	CAPITAL SOCIAL	351
C)	FUNCIONES: <i>funciones generales; funciones de supervisión; funciones de dirección y administración; funciones consultivas; reclamaciones</i>	351
D)	RÉGIMEN ECONÓMICO	353
E)	ENTIDADES ADHERIDAS AL SERVICIO	354
4.	Las entidades de valores	355
A)	CONSIDERACIONES GENERALES	355
B)	REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN	356
C)	PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL: <i>capital mínimo; participaciones significativas</i>	357
D)	OBJETO SOCIAL: <i>sociedades de valores; agencias de valores; declaración de actividades; reserva de actividades; limitaciones legales</i>	358
E)	MODIFICACIÓN DE ESTATUTOS. AMPLIACIÓN Y REDUCCIÓN DE CAPITAL	361
F)	FUSIÓN Y TRANSFORMACIÓN	362

G)	ADMINISTRADORES, ALTOS CARGOS: <i>honorabilidad; experiencia; registro; incompatibilidades</i>	362
H)	SUCURSALES Y REPRESENTANTES	363
	a) <i>Sucursales</i>	363
	b) <i>Representantes</i>	364
I)	OPERACIONES FINANCIERAS	365
J)	COEFICIENTES	367
	a) <i>Consideraciones generales</i>	367
	b) <i>Coefficiente de liquidez</i>	367
	c) <i>Coefficiente de solvencia</i>	367
	d) <i>Limitación a la concentración de riesgos</i>	368
K)	CONTABILIDAD, CONSOLIDACIÓN Y AUDITORÍA	369
L)	DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS Y MOVILIZACIÓN DE RESERVA	370
M)	REVOCACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN, DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN	370
5.	Otras entidades autorizadas para actuar en los mercados de valores	371
	A) ENTIDADES NACIONALES: <i>las entidades oficiales de crédito, los bancos y las cajas de ahorros; cooperativas de crédito; las sociedades mediadoras del mercado de dinero; las sociedades gestoras de carteras; los corredores de comercio; actividades de asesoramiento e información</i>	371
	B) ENTIDADES EXTRANJERAS	372
	a) <i>En relación con la colocación en el exterior de valores emitidos en España</i>	372
	b) <i>En relación con la prestación de servicios en España: entidades de crédito que tengan sucursal en España; entidades de crédito (CEE) que no tengan sucursal en España y sus filiales que sean entidades financieras; entidades financieras (CEE) que no sean entidades de crédito ni consoliden con entidades de crédito; entidades no CEE que no tengan sucursal en España</i>	373
6.	Las instituciones de inversión colectiva	374
	A) CLASES: <i>regulación; de carácter financiero; de carácter no financiero</i>	374
	B) DISPOSICIONES COMUNES: <i>autorización; capital mínimo; aportaciones; número de accionistas; cotización oficial en bolsa; inversiones; mercados extranjeros; coeficientes; custodia por el depositario; obligaciones frente a terceros; obliga-</i>	

<i>ciones de información; declaración de participaciones; contratación pública; régimen fiscal</i>	376
C) SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL FIJO (SIM)	380
D) SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE (SIMCAV)	381
E) FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA	382
F) FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO (FIAMM)	383
G) FONDOTESOROS	383
H) SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA ...	384
7. Sociedades Gestoras y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva	385
A) SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA	385
B) DEPOSITARIOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA	386
8. Las Sociedades Gestoras de Carteras	387
9. Los Fondos de Titulización Hipotecaria	389
A) LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA	389
B) LAS SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA	390

**CAPITULO VIII
EL MERCADO DE VALORES: NORMAS
DE CONDUCTA, REGIMEN DISCIPLINARIO
Y CRISIS DE LAS ENTIDADES DE VALORES**

1. Regulación	393
2. El deber de guardar secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores	394
3. El deber de establecer «murallas chinas»	396
4. La prohibición de utilizar información privilegiada .	397
5. La prohibición de manipular las cotizaciones	399
6. El deber de asesorar lealmente al cliente	400
7. El deber de dar prioridad a los intereses de los clientes	402

8.	El deber de establecer reglamentos internos de conducta y de contar con los medios y capacidades para realizar la actividad	405
9.	El deber de información periódica y sobre hechos relevantes de los emisores de valores	406
	A) EL DEBER DE INFORMAR SOBRE HECHOS RELEVANTES ...	406
	B) EL DEBER DE INFORMACIÓN PERIÓDICA	409
	C) EL DEBER DE SOMETER A AUDITORÍA DE CUENTAS LOS ESTADOS FINANCIEROS	410
	D) OTRAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN. SANCIONES EN CASO DE INCUMPLIMIENTO	410
10.	El deber de informar sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas	411
11.	El deber de informar sobre autocartera y adquisición de acciones propias	412
12.	Régimen disciplinario de la LMV	413
	A) INTRODUCCIÓN Y NORMATIVA	413
	B) SUJETOS: <i>entidades reguladas en la LMV; las personas físicas y jurídicas relacionadas con el mercado de valores; competencia de la CNMV; en relación con las Comunidades Autónomas; en relación con el Banco de España</i>	413
	C) INFRACCIONES	416
	D) SANCIONES: <i>muy graves; infracciones graves; infracciones leves</i>	417
	E) PRESCRIPCIÓN	419
	F) RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS .	419
	G) PROCEDIMIENTO	421
13.	Régimen disciplinario de la LIIC	422
	A) SUJETOS	422
	B) INFRACCIONES: <i>prescripción</i>	422
	C) SANCIONES. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES	423
	D) PROCEDIMIENTO	424
14.	La crisis de las entidades de valores	424

**CAPITULO IX
EL MERCADO DE VALORES: OBJETO**

1. Los títulos valores en general: <i>primera aproximación; importancia económica; obtención y colocación de capitales; pago de deudas; títulos valores de crédito; títulos valores de participación; títulos valores de tradición; importancia jurídica; concepto doctrinal; documento; derecho a una prestación; vinculación especial; títulos valores perfectos; derecho español; vinculación entre documento y prestación; regulación; créditos valores; anotaciones en cuenta; acciones y obligaciones fungibles; Deuda pública y Pagará del Tesoro «anotados en cuenta»</i>	427
2. Los valores negociables	432
A) CONCEPTO	432
B) IMPORTANCIA DE LA CALIFICACIÓN COMO VALOR NEGOCIABLE: <i>en cuanto a la forma de representación; en cuanto a su emisión; en cuanto a su transmisión</i>	435
3. Formas de representación: régimen jurídico de los valores representados mediante anotaciones en cuenta: <i>principios generales; unidad de representación; irreversibilidad de la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta; carácter reversible de la representación de los valores por medio de títulos; otorgamiento de escritura pública; primera inscripción; fungibilidad de los valores; transmisión; irrevindicabilidad; constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes; legitimación registral; certificados de legitimación</i>	436
4. La ley de circulación de los valores negociables	439
A) TRANSMISIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE TÍTULOS: <i>títulos endosables; regulación; títulos al portador; títulos nominativos</i>	439
B) TRANSMISIÓN DE ANOTACIONES EN CUENTA	440
C) REQUISITOS ESPECIALES PARA LA TRANSMISIÓN DE TÍTULOS Y ANOTACIONES: <i>normas fiscales; normas de la LMV; normas de control de cambios</i>	440
5. Requisitos administrativos para la emisión de valores negociables	441
A) AMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA	441
B) PRINCIPIO GENERAL	442
C) EMISIONES PROHIBIDAS	443
D) EMISIONES SUJETAS A AUTORIZACIÓN ADMINISTRATIVA ..	443

E)	EMISIONES EXENTAS DE VERIFICACIÓN POR LA CNMV . . .	444
F)	DOCUMENTACIÓN SUJETA A REGISTRO EN LA CNMV. EXENCIONES PARCIALES	445
G)	PUBLICIDAD DEL FOLLETO DE EMISIÓN	447
H)	RESPONSABILIDAD POR LAS DECLARACIONES CONTENIDAS EN EL FOLLETO INFORMATIVO	447
6.	La emisión de deuda pública	448
A)	REQUISITOS PARA SU CREACIÓN	448
B)	FORMA DE REPRESENTACIÓN	448
C)	CLASES DE VALORES NEGOCIABLES EMITIDOS POR EL ESTAD DO	449
7.	La emisión de valores por las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales	449
A)	LA EMISIÓN DE VALORES POR LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS	449
B)	LA EMISIÓN DE VALORES POR LAS CORPORACIONES LOCALES.	451
8.	La emisión de acciones	452
A)	CONSIDERACIONES GENERALES	452
B)	FUNDACIÓN SIMULTÁNEA Y SUCESIVA	453
C)	AMPLIACIÓN DE CAPITAL	455
a)	<i>Modalidades</i>	<i>455</i>
b)	<i>El derecho de suscripción preferente: reglas generales; supuestos en los que no hay derecho de suscripción preferente; exclusión del derecho de suscripción preferente</i>	<i>456</i>
c)	<i>Requisitos y procedimiento para la ampliación de capital: acuerdo de la Junta General; comunicación a la CNMV y registro del folleto de emisión; publicación del anuncio de emisión; plazo de suscripción; cierre de la ampliación; suscripción incompleta</i>	<i>459</i>
D)	EMISIÓN DE ACCIONES POR REDUCCIÓN DEL VALOR NOMINAL	461
E)	LA EMISIÓN DE ACCIONES SIN VOTO	462
F)	LA EMISIÓN DE ACCIONES RESCATABLES	463
9.	La emisión de obligaciones	464
A)	LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR SOCIEDADES ANÓNIMAS	464
a)	<i>Regulación; clases: por su nominal; por el tipo de emisión o amortización; por el tipo de interés; por el vencimiento; por las garantías; por su convertibilidad</i>	<i>464</i>

b)	<i>Límites a la emisión de obligaciones</i>	465
c)	<i>Procedimiento y requisitos para la emisión de obligaciones: acuerdo de la Junta General; reglas especiales para la emisión de obligaciones convertibles; comunicación a la CNMV y folleto de emisión; publicación del anuncio de emisión; período de suscripción; cierre de la emisión; sindicato de obligacionistas</i>	466
B)	LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR PERSONAS JURÍDICAS QUE NO SEAN SOCIEDADES ANÓNIMAS	471
a)	<i>Regulación</i>	471
b)	<i>Límites</i>	471
c)	<i>Requisitos para la emisión</i>	472
C)	EMISIÓN DE OBLIGACIONES CON GARANTÍA HIPOTECARIA U OTROS VALORES REEMBOLSABLES POR PERSONAS FÍSICAS	473
10.	La emisión de pagarés de empresa	473
A)	CONSIDERACIONES GENERALES	473
B)	APLICABILIDAD DE LA LMV	474
a)	<i>Calificación de los pagarés de empresa como valores negociables</i>	474
b)	<i>Forma de representación</i>	475
c)	<i>Requisitos administrativos para su emisión</i>	475
d)	<i>Requisitos para su transmisión</i>	476
C)	APLICABILIDAD DE LA LCC	476
D)	APLICABILIDAD DE LA LSA	477
11.	Las emisiones de «warrants»	478
A)	CONCEPTO Y CLASES	478
B)	ORGANO COMPETENTE PARA ACORDAR LA EMISIÓN	479
C)	DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE	480
D)	CONDICIONES PARA EL EJERCICIO DE LOS «WARRANTS»	480
E)	VERIFICACIÓN Y REGISTRO DE LA EMISIÓN	481
12.	La emisión de títulos hipotecarios	482
A)	ENTIDADES AUTORIZADAS PARA SU EMISIÓN	482
B)	CLASES DE TÍTULOS HIPOTECARIOS	482
a)	<i>Cédulas hipotecarias</i>	482
b)	<i>Bonos hipotecarios</i>	483
c)	<i>Participaciones hipotecarias</i>	484

C)	LÍMITES PARA LA EMISIÓN DE TÍTULOS HIPOTECARIOS: <i>cédulas hipotecarias; bonos hipotecarios; participaciones hipotecarias</i>	484
D)	REQUISITOS DE LOS PRÉSTAMOS MOVILIZADOS MEDIANTE TÍTULOS HIPOTECARIOS	485
E)	VERIFICACIÓN Y REGISTRO DE LA EMISIÓN EN LA CNMV.	485
F)	DERECHOS DE LOS TENEDORES DE LOS TÍTULOS HIPOTECARIOS	486
G)	UTILIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS COMO INSTRUMENTO PARA EL DESARROLLO DE OPERACIONES DE «TITULIZACIÓN» DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS	487
13.	La emisión de cuotas participativas de las cajas de ahorros	487
A)	REQUISITOS PARA SU EMISIÓN	487
B)	EL FONDO DE PARTICIPACIÓN, EL FONDO DE RESERVA DE LOS CUOTAPARTÍCIPES Y EL FONDO DE ESTABILIZACIÓN .	488
a)	<i>El Fondo de Participación</i>	489
b)	<i>El Fondo de Reserva de los Cuotapartícipes</i>	489
c)	<i>El Fondo de Estabilización</i>	489
d)	<i>Valor liquidativo de las cuotas</i>	489
C)	RETRIBUCIÓN DE LAS CUOTAS	490
D)	TRANSMISIBILIDAD DE LAS CUOTAS	491
E)	DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DE NUEVAS EMISIONES	491
F)	AMORTIZACIÓN DE LAS CUOTAS	492
14.	La emisión por residentes de valores en el extranjero .	493
A)	RÉGIMEN JURÍDICO: <i>emisión de acciones; emisión de obligaciones; obligaciones convertibles; normas de derecho español; límite; sindicato; derecho de suscripción; procedimiento y requisitos; acuerdo de la Junta General de Accionistas; informe de los administradores; informe de los auditores; escritura pública; comunicación a la CNMV; inscripción en el Registro Mercantil</i>	493
B)	RÉGIMEN DE CONTROL DE CAMBIOS	496
15.	La emisión por no residentes de valores en España .	496
A)	EMISIONES REALIZADAS POR ESTADOS EXTRANJEROS Y ORGANISMOS INTERNACIONALES	496
B)	EMISIONES REALIZADAS POR OTRAS PERSONAS JURÍDICAS NO RESIDENTES	497
C)	RÉGIMEN DE CONTROL DE CAMBIOS	498

**CAPITULO X
EL MERCADO DE VALORES:
LOS MERCADOS SECUNDARIOS**

1. Mercado primario y mercados secundarios	499
2. Las Bolsas de Valores	500
A) ORÍGENES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA	500
B) SISTEMAS DE BOLSA: <i>el modelo anglosajón; el modelo latino; el modelo germánico</i>	503
C) RÉGIMEN PARA LA CREACIÓN DE BOLSAS EN ESPAÑA	504
D) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA	505
E) ORGANOS DE GOBIERNO	505
F) MIEMBROS	505
G) ADMISIÓN, SUSPENSIÓN Y EXCLUSIÓN DE VALORES DE LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA	506
a) <i>Admisión: reglas generales; requisitos</i>	506
b) <i>Admisión de efectos públicos</i>	506
c) <i>Admisión de acciones y obligaciones de sociedades españolas: acciones; situación jurídica de la sociedad; dimensión mínima de la sociedad; duración de la sociedad; beneficios de la sociedad; negociabilidad de las acciones; difusión de las acciones; obligaciones y otros títulos de renta fija; situación jurídica de la sociedad; dimensión de la emisión; negociabilidad de las obligaciones; difusión de las obligaciones; obligaciones convertibles, canjeables y con «warrants»; documentación que debe aportarse para la admisión a cotización de acciones y obligaciones</i>	508
d) <i>Admisión de valores extranjeros</i>	510
e) <i>El segundo mercado bursátil</i>	512
f) <i>Suspensión de valores de la negociación en bolsa</i>	513
g) <i>Exclusión de valores de la negociación en bolsa</i>	513
3. El mercado de deuda pública en anotaciones	514
A) REGULACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES	514
B) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN	514
C) LA CENTRAL DE ANOTACIONES	515
D) MIEMBROS DEL MERCADO	515
E) LA COMISIÓN ASESORA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES	517

E) LA COMISIÓN ASESORA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES	517
4. Los mercados de opciones y futuros financieros	517
A) CONSIDERACIONES GENERALES	517
B) CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS	518
C) REGULACIÓN EN ESPAÑA	519
D) REQUISITOS PARA LA CREACIÓN DE MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS	520
E) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN	520
F) ORGANOS DE GOBIERNO	521
G) MIEMBROS	521
5. El mercado AIAF de Renta Fija	522
A) REGULACIÓN	522
B) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN	522
C) ORGANOS DE GOBIERNO	523
D) MIEMBROS	523
E) SUPERVISIÓN	523
6. El mercado hipotecario	524
A) CONSIDERACIONES GENERALES	524
B) LOS FONDOS DE REGULACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO	524
C) SUPERVISIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO	525

CAPITULO XI EL MERCADO DE VALORES: ACTIVIDAD

1. La compraventa en los mercados de valores	527
A) PRINCIPIOS GENERALES: <i>objeto definido; contratación típica; contratación pública; contratación por medio de intermediarios; responsabilidad de los intermediarios; irrevindibilidad de los valores adquiridos de buena fe</i>	527
B) LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL	529
a) <i>Clases de operaciones bursátiles: operaciones de contado; el crédito en las operaciones de contado; operaciones a plazo; con prima; con opción; a voluntad; operaciones de doble</i>	529

b)	<i>Sistemas de contratación en bolsa: renta variable; la contratación en corros; la contratación continua informatizada; renta fija; la contratación en corros; el nuevo mercado de renta fija bursátil y el régimen bursátil de Deuda Anotada</i>	532
c)	<i>Aplicaciones, operaciones bursátiles a cambio distinto del oficial y con toma de razón: aplicaciones; operaciones especiales excepcionales; operaciones con toma de razón</i>	534
C)	LA LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES	537
a)	<i>Principios generales: universalidad; entrega contra pago; objetivación de la fecha de liquidación; aseguramiento de la entrega; neutralidad financiera</i>	537
b)	<i>Registro de las transmisiones derivadas de operaciones bursátiles</i>	538
c)	<i>Liquidación de efectivos</i>	539
d)	<i>Fianzas en garantía del mercado</i>	539
D)	CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES	540
a)	<i>Clases de operaciones</i>	540
b)	<i>Sistemas de contratación y liquidación</i>	541
E)	CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS	542
F)	CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MERCADO AIAF	542
G)	TARIFAS	544
H)	DOCUMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES: <i>órdenes sobre valores; ejecución de órdenes; registro de operaciones; contratos tipo; entrega de documentos contractuales; información a los clientes</i>	544
2.	Las ofertas públicas de adquisición de valores	546
A)	REGULACIÓN	546
B)	SUPUESTOS EN LOS QUE ES OBLIGATORIO PROMOVER UNA OPA	547
a)	<i>Principios generales: participación significativa; sociedad afectada</i>	547
b)	<i>Adquisiciones directas</i>	548
c)	<i>Adquisiciones indirectas</i>	549
d)	<i>Fusiones</i>	550
e)	<i>Ampliaciones de capital</i>	551
f)	<i>Reducciones de capital</i>	552

g)	<i>Contratos de aseguramiento</i>	552
h)	<i>Modificación de estatutos</i>	553
i)	<i>Exclusión de la cotización</i>	554
j)	<i>Amortización de acciones</i>	555
C)	SUPUESTOS EN LOS QUE NO ES OBLIGATORIO PROMOVER UNA OPA	555
a)	<i>Reestructuración de participaciones dentro de un mismo grupo</i>	555
b)	<i>Adquisición por los Fondos de Garantía de Depósitos</i> .	556
c)	<i>Adquisiciones realizadas de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa</i>	556
d)	<i>Unanimidad de los accionistas</i>	556
e)	<i>Reordenación de sectores económicos</i>	557
D)	OPAS VOLUNTARIAS	557
E)	REGLAS PARA EL CÁLCULO DE LAS PARTICIPACIONES	558
a)	<i>Participaciones indirectas</i>	558
b)	<i>Participaciones de los consejeros</i>	558
c)	<i>Participaciones de personas que actúan en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con el adquirente</i>	558
d)	<i>Derechos de voto que se disfruten por otro título</i>	559
e)	<i>Valores que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones</i>	559
f)	<i>Acciones sin voto</i>	560
g)	<i>Acciones en autocartera</i>	560
F)	DESTINATARIOS DE LA OFERTA	560
G)	CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA	561
a)	<i>Regla general</i>	561
b)	<i>Contraprestación en dinero</i>	561
c)	<i>Contraprestación que consista en valores en circulación</i> .	562
d)	<i>Contraprestación que consista en valores a emitir por el oferente</i>	562
e)	<i>Proposiciones mixtas</i>	564
f)	<i>Garantías de la contraprestación</i>	564
H)	PRESENTACIÓN, AUTORIZACIÓN, PUBLICACIÓN, MODIFICACIÓN Y DESISTIMIENTO DE LA OFERTA	565
a)	<i>Presentación</i>	565
b)	<i>Suspensión de la negociación de los valores</i>	565
c)	<i>Operaciones sobre los valores cuya negociación haya sido suspendida</i>	565

d)	<i>Autorización de la oferta</i>	566
e)	<i>Publicación de la oferta</i>	566
f)	<i>Modificación de la oferta</i>	566
g)	<i>Desistimiento de la oferta</i>	567
I)	ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA	567
a)	<i>Plazo de aceptación</i>	567
b)	<i>Declaraciones de aceptación</i>	568
c)	<i>Publicación del resultado de la oferta</i>	568
d)	<i>Liquidación de la oferta</i>	568
e)	<i>Reglas de prorrateo</i>	568
f)	<i>Resultado negativo de la oferta</i>	569
J)	LIMITACIONES A LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE Y DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD AFECTADA ..	569
a)	<i>Limitaciones a la actuación del oferente</i>	569
b)	<i>Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada</i>	570
c)	<i>Informe del órgano de administración de la sociedad afectada</i>	571
K)	RÉGIMEN DE LAS OFERTAS COMPETIDORAS	572
L)	REGLAS ESPECIALES EN CASO DE OPERACIONES SUJETAS A LA LEY DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA	573
M)	SANCIONES POR INCUMPLIMIENTO DE LA LEGISLACIÓN SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN	576
3.	Las ofertas públicas de venta de valores	577
A)	OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES NO COTIZADOS ..	577
B)	OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES COTIZADOS ..	578
C)	OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES EXTRANJEROS EN ESPAÑA	578
D)	COMERCIALIZACIÓN EN ESPAÑA DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EXTRANJERAS	579
a)	<i>Instituciones de inversión colectiva domiciliadas en la CEE</i>	579
b)	<i>Instituciones de inversión colectiva domiciliadas fuera del territorio de la CEE</i>	580
E)	OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES ESPAÑOLES EN EL EXTRANJERO	580
4.	El préstamo de valores	581
A)	REGLAS GENERALES	582

B)	LOS PRESTAMOS DE VALORES EN EL SISTEMA DE CRÉDITO PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES BURSÁTILES	582
C)	PRÉSTAMOS DE VALORES AL MARGEN DEL SISTEMA DE CRÉDITO	583
D)	CESIÓN DE VALORES EN PRÉSTAMO POR LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA	584
E)	PRÉSTAMOS AL SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES	584
5.	La prenda de valores	586
A)	LOS PRÉSTAMOS CON GARANTÍA DE VALORES COTIZADOS	586
B)	PRENDA DE VALORES EN ANOTACIONES EN CUENTA	587
6.	El depósito de valores	588
A)	EL CONTRATO DE DEPÓSITO DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE TÍTULOS	588
B)	EL CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA	590
7.	Aseguramiento y colocación de emisiones y ofertas públicas de venta de valores	592
8.	La gestión de carteras de valores: <i>obligaciones del gestor; administrar la cartera de valores; acatar las instrucciones del cliente; obligación de informar al cliente; obligación de rendir cuentas; responsabilidad del gestor</i>	593
9.	Inversiones extranjeras en los mercados de valores españoles	595
A)	REGULACIÓN	595
B)	RÉGIMEN APLICABLE	596
a)	<i>Acciones cotizadas en bolsa</i>	596
b)	<i>Obligaciones y títulos de renta fija</i>	597
c)	<i>Participaciones en instituciones de inversión colectiva</i>	597
d)	<i>Opciones y futuros</i>	597
10.	Inversiones españolas en mercados de valores extranjeros	598
A)	REGULACIÓN	598
B)	RÉGIMEN APLICABLE	598
a)	<i>Acciones cotizadas en bolsa o mercados organizados</i>	598
b)	<i>Obligaciones y títulos de renta fija</i>	599
c)	<i>Participaciones en instituciones de inversión colectiva</i>	599
d)	<i>Opciones y futuros</i>	599

GLOSARIO

AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Boletín de las Comunidades Europeas
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
C.c.	Código civil
C.Com.	Código de comercio
CC.AA.	Comunidades Autónomas
CE	Constitución Española
CEE	Comunidad Económica Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COM	Comunicación de la Comisión de la CEE
CONSOB	Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa
C.p.	Código Penal
DA	Disposición Adicional
DF	Disposición Final
DGS	Dirección General de Seguros
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas
DT	Disposición transitoria
EAAnd	Estatuto de Autonomía de Andalucía
EACat	Estatuto de Autonomía de Cataluña
EAGal	Estatuto de Autonomía de Galicia
EAMur	Estatuto de Autonomía de Murcia
EANav	Estatuto de Autonomía de Navarra
EAPV	Estatuto de Autonomía del País Vasco
EAVal	Estatuto de Autonomía de la Comunidad Valenciana
ECU	Unidad de Cuenta Europea
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
FF.CC.	Ferrocarriles
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondo de Inversión Mobiliaria
FTH	Fondo de Titulización Hipotecaria
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IME	Instituto Monetario Europeo
L.	Ley
L Coop	Ley de Cooperativas
L Coop C	Ley de Cooperativas de Crédito
LBOCB	Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca
LCC	Ley Cambiaria y del Cheque
LCU	Ley General Para la Defensa de los Consumidores y Usuarios
LDIEC	Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil
LGP	Ley General Presupuestaria

LGT	Ley General Tributaria
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley del Mercado de Valores
LOB	Ley de Ordenación Bancaria
LORBE	Ley de Organos Rectores del Banco de España
LORCA	Ley de Organos Rectores de las Cajas de Ahorros
LPA	Ley de Procedimiento Administrativo
LPGE	Ley de Presupuestos Generales del Estado
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSRL	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
LVPBM	Ley de Venta a Plazos de Bienes Muebles
OICVM	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
OM	Orden Ministerial
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPV	Oferta Pública de Venta
RA	Referencia Aranzadi
RD	Real Decreto
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDL	Real Decreto Ley
RDLeg	Real Decreto Legislativo
RDM	Revista de Derecho Mercantil
Rec.	Repertorio de Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la CEE
RIIC	Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC	Securities and Exchange Commission
SGR	Sociedad de Garantía Recíproca
SIB	Sistema de Interconexión Bursátil
SIM	Sociedad de Inversión Mobiliaria
SIMCAV	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SME	Sistema Monetario Europeo
SMMD	Sociedad Mediadora del Mercado de Dinero
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TC	Tribunal Constitucional
TS	Tribunal Supremo
UEM	Unión Económica y Monetaria

**EL DERECHO
DEL MERCADO FINANCIERO**

CAPITULO I

EL DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO

1. El mercado financiero y su reforma

A) INTRODUCCIÓN

El *mercado* se ha convertido en la última década en el concepto fundamental del Derecho económico (en realidad un retorno a los orígenes —¡recuérdese el concepto Derecho «mercantil»!). Esta evolución es congruente con la creciente importancia que el mercado ha ganado dentro de la teoría y la política económica: los últimos años han visto el declive (y en las economías más desarrolladas la práctica desaparición) de los monopolios estatales, de la planificación como técnica de asignación de recursos, de la fijación administrativa de precios, de la participación del Estado en la actividad económica a través de empresas públicas, en general de la intervención directa de la Administración pública en la economía. 1

El vacío dejado por la planificación ha sido cubierto por un mayor protagonismo del mercado, como sistema ideal para asignar de forma eficiente recursos escasos, y generar un máximo de riqueza. La tendencia general de la política económica es pues la de limitar la intervención del Estado, garantizando a cambio la eficacia y transparencia del mercado y permitiendo que sea la iniciativa privada la que, en el seno de ese mercado, desarrolle libremente su actividad. La «desregulación», la privatización de empresas públicas, la supresión de monopolios, la apertura de mercados hacia el exterior, la destrucción de barreras que impedían la entrada de nuevos oferentes, no son más que hitos dentro de esta nueva tendencia general.

Concepto: El Derecho económico no puede ser ajeno a esta evolución de la teoría económica y por ello es preciso otorgar —también en el ámbito del Derecho— un protagonismo creciente al concepto de mercado. 2

Esta evolución se halla ya esbozada en la propia Constitución, cuyo principio básico en materia económica es el de «libertad de empresa en el marco de una economía de mercado», si bien con sujeción a «las exigencias de la economía general, y en su caso de la planificación» (art. 38 CE). La economía de mercado es, pues, el eje de la constitución económica.

¿Qué ha de entenderse por mercado? El mercado es un sistema (normalmente no localizado en un espacio físico concreto) mediante el cual unas empresas ofrecen bienes y servicios, que son demandados y adquiridos por consumidores —sirviendo el precio, libremente fijado, para adecuar oferta y demanda—. Veamos cada uno de los elementos:

- 3 — *Oferentes* en un mercado son por regla general empresas —es más, el concepto de empresa puede y debe ser definido en base al mercado— (lo que es congruente con la equiparación que establece el art. 38 CE): empresas son las organizaciones de trabajo y capital que producen bienes y servicios dirigidos al mercado; este es el criterio fundamental para diferenciar la empresa de otras formas de organización de trabajo y capital. Por ello, son empresas las cajas de ahorro o las cooperativas de crédito, y no lo son las asociaciones benéficas o la Administración pública.

Para que un mercado exista, es indispensable que el número de oferentes potenciales sea ilimitado, es decir que no existan trabas —ni económicas, ni tecnológicas y mucho menos administrativas— para la creación de nuevas empresas. Esto muestra a su vez la estrecha vinculación entre libertad de empresa —el derecho a crear, dirigir y poseer una empresa— y mercado: sin aquella, éste nunca puede desarrollarse. La limitación del derecho a crear nuevas empresas (como por ejemplo el famoso *statu quo* en materia de creación de bancos) lleva necesariamente a la inexistencia de mercado (cosa que ocurrió en el ámbito bancario, hasta la desaparición efectiva del *statu quo* y la entrada de la banca extranjera a finales de la década de los 70).

- 4 — *Demandantes* en el mercado son los consumidores, unas veces personas físicas que satisfacen sus propias necesidades, otras empresas que adquieren bienes y servicios necesarios para su actividad económica. El consumidor en general tiene un poderío económico muy inferior al del oferente —por ello la CE ha elevado a principio constitucional la obligación de defender los «legítimos intereses» de los «consumidores y usuarios» (art. 51.1 CE). El interés básico de los consumidores, fundamental para que un mercado funcione eficazmente, es el de transparencia informativa, que facilita la libre elección de entre las varias ofertas de productos competidores. Para que la elección sea realmente libre, es imprescindible que la información que el consumidor recibe recoja con precisión las características del producto o servicio, pudiendo así compararlo con los competidores. Si, cogiendo un ejemplo del mercado financiero, en una operación de leasing al consumidor no se le informa del tipo de interés aplicado, no podrá compararla con la de un préstamo alternativo, y se impedirá que los consumidores arbitren entre am-

bos productos, dando lugar a un mercado ineficiente, que no asigna óptimamente recursos.

- La *libre fijación de precio*, el tercer elemento del concepto de mercado, y quizá el más importante para su eficiencia, presupone una competencia efectiva y real entre las empresas oferentes —que no se da si existen monopolios, oligopolios o posiciones dominantes—, de forma que los oferentes puedan imponer unilateralmente unos precios excesivos a los consumidores; o también si las empresas logran, a través de prácticas colusorias, ponerse de acuerdo sobre precios o condiciones, sustituyendo la libre competencia por el acuerdo y el compadreo. Mercado eficiente exige pues competencia real, y normativa eficaz para impedir abuso de posiciones de dominio y acuerdos ilícitos entre empresarios. 5

La finalidad fundamental del Derecho económico actual es pues la de construir un mercado en el cual se asignen los recursos económicos con un máximo de eficiencia y se minimice el nivel de precios y costes. Libertad de empresa y supresión de barreras innecesarias para la entrada de nuevos oferentes, suficiencia, objetividad y transparencia de la información que se facilita a los consumidores, supresión de oligopolios y posiciones de dominio, lucha contra cualquier tipo de práctica restrictiva de la competencia, libertad de fijación de precios y demás condiciones de las operaciones —éstos son los parámetros de evolución del derecho económico actual, que también encuentran plena aplicación en el mercado financiero. 6

El *mercado financiero* es la principal división dentro del mercado en general. Se distingue del de bienes y servicios por su objeto: es el dinero, bien directamente, bien representado en valores negociables. 7

El precio de las cosas se determina en un cierto número de unidades monetarias que, a su vez, sirven para adquirir otros bienes. El dinero (sobre el cual puede verse el cap. V *infra*) se convierte así en el instrumento de cambio por excelencia. Pero el dinero también se puede atesorar. Es decir, cuando un individuo tiene una cantidad de dinero superior a sus necesidades actuales de consumo, guarda una parte intercambiando consumo actual por consumo futuro. Tenemos así el origen del concepto ahorro.

Por otra parte, junto a los individuos o empresas con capacidad de ahorro, existen otros con un déficit de recursos para financiar su consumo actual o sus proyectos de inversión. El mercado financiero tiene precisamente por objeto canalizar el ahorro de los inversores hacia los demandantes del crédito. El precio en este mercado es el tipo de interés que los receptores pagan y los ahorradores reciben, y el mecanismo jurídico que une a ambas partes es el préstamo [entendido

en sentido amplio, que engloba tanto el depósito como la apertura de crédito —ver cap. VI.4.B) *infra*].

Dentro del mercado financiero deben a su vez distinguirse dos submercados claramente diferenciados: el de crédito (del que forma parte el bancario) y el de valores (dentro del cual el bursátil es el más tradicional).

B) EL MERCADO DE CRÉDITO Y EL MERCADO DE VALORES

- 8 *Mercado de crédito:* El mercado de crédito está dominado por la importancia de los intermediarios que en él operan: las llamadas «entidades de crédito», de entre las cuales los bancos ocupan la posición predominante (hasta el punto de que no es infrecuente hablar *pars pro toto* de «mercado bancario» y de «derecho bancario»). Lo típico de este mercado es que los intermediarios captan el ahorro ofreciendo su propia solvencia y garantía al ahorrador. El inversor no asume el riesgo del destinatario final de los fondos, sino del intermediario a través del cual se canaliza el dinero. De ahí la inmensa importancia de la solvencia de las entidades de crédito (¡hasta el punto que crédito y solvencia se han convertido en sinónimos!). Dado que el inversor no tiene ni derecho ni acción alguna frente al prestatario final, es preciso que el ordenamiento garantice al máximo la solvencia de las entidades de crédito: requisitos de capital mínimo, coeficientes de obligado cumplimiento, supervisión constante por el Banco de España, Fondo de Garantía de Depósitos son algunos de los exponentes de esta preocupación.

Pero es más: cuando las medidas jurídicas fallan y la crisis de una entidad de crédito se produce, la Administración pública es muy reacia a permitir que se desencadene una cadena de incumplimientos, que podría tener consecuencias nefastas para la confianza del público en el sistema crediticio en general. En situaciones de este tipo, la Administración en ocasiones ha intervenido y solucionado la crisis a través de mecanismos que no conllevan la suspensión de pagos o quiebra de la entidad (véase Cap. IV.7 *infra*). Para defender la confianza en las entidades de crédito, la Administración ha estado incluso dispuesta a cubrir con fondos públicos los desbalances de las empresas en crisis, garantizando a todos los ahorradores la recuperación de sus fondos.

- 9 En el mercado de crédito, el ahorrador no sólo busca solvencia, sino que también reclama *liquidez*. La posibilidad de deshacer la inversión en cualquier momento se alcanza mediante depósitos a la vista (o a corto plazo), que permiten una recuperación inmediata de fondos, y que a su vez obligan a los intermediarios a mantener un por-

centaje de las cantidades recibidas en caja (o en cuenta corriente en el Banco de España), para poder hacer frente a súbitas reclamaciones.

Mercado de valores: El objeto de negociación en el mercado de valores no es el dinero en sí mismo, sino plasmado en acciones, obligaciones, pagarés y otros valores; éstos a su vez se presentan bien en forma de anotaciones en cuenta o de títulos (ver en detalle Cap. IX *infra*). La gran ventaja de los valores es que son homogéneos y de valor unitario muy bajo, lo que facilita el funcionamiento de unos mercados organizados (el bursátil, el de deuda pública, el de futuros y opciones, ...) muy fluidos, eficientes y profundos, en los que se transmiten con facilidad, a precios objetivamente determinados. 10

Las empresas e instituciones necesitadas de financiación tienen la posibilidad de emitir valores, para que sean adquiridos directamente por el público —dando lugar a lo que se conoce como mercado de valores primario. En él la función de los intermediarios es cualitativamente diferente a la que asumen las entidades que actúan en el mercado de crédito, pues se circunscribe a colocar los valores entre el público, como comisionistas del emisor y actuando por cuenta de éste. Los intermediarios —sociedades y agencias de valores, más bancos y cajas de ahorros que, en congruencia con su concepción como «bancos universales», también tienen amplias facultades en esta materia (cfr. art. 76 LMV)— pueden llegar a garantizar al emisor que encontrarán inversores que adquieran los valores —lo que se conoce como aseguramiento de la emisión [ver art. 71.d) LMV]. Pero lo que nunca hace un intermediario en el mercado de valores es añadir su propia solvencia, garantizando el buen fin del valor que intermedia —en esto existe pues una diferencia radical entre mercado de crédito y mercado de valores: en aquel el inversor asume riesgo intermediario, en éste riesgo emisor.

¿Quiere esto decir que en el mercado de valores un inversor asume un riesgo mayor que en el mercado de crédito? No necesariamente, ya que todo depende de la solvencia del emisor —la adquisición de un pagaré de deuda pública supone menos, la de una acción de una sociedad de nueva creación probablemente más riesgo que un depósito bancario. Lo que el mercado de valores sí exige es un análisis con conocimiento de causa de la solvencia del emisor —cosa innecesaria en el mercado de crédito, ya que en este mercado la solvencia de los intermediarios se halla asegurada en buena parte por las exigencias normativas y por la garantía parcial (Fondos de Garantía de Depósitos) de la Administración.

La información que esté a disposición del inversor en valores debe pues ser lo más amplia y fidedigna posible, para evitar que se invierta sin valoración adecuada de los riesgos que se incurren. En los albores de los mercados de valores, la ausencia de normas reguladoras en esta

materia produjo prácticas especulativas de carácter claramente fraudulento (recuérdese, a modo de simple ejemplo, las acciones de compañías de FF.CC. españolas en el último tercio del siglo pasado). En los países con mercados más desarrollados se puso rápidamente coto a estos desmanes (siendo el Securities Act y el Securities Exchange Act americanos de 1933 y 1934 un hito en este desarrollo). La recepción en España de esta regulación ha sido muy lenta, ya que hasta la promulgación en 1988 de la LMV, permaneció en vigor el C.Com. decimonónico, incapaz de reprimir una serie de prácticas fraudulentas y abusos endémicos en nuestro mercado de valores.

Es con la LMV cuando nuestro ordenamiento se dota de medidas eficaces para facilitar información suficiente y en plano de igualdad a todos los inversores: obligación de preparar folletos informativos siempre que se emitan valores, de facilitar periódicamente información sobre la situación patrimonial del emisor, obligación de dar publicidad a participaciones significativas y a todo hecho relevante que afecte al emisor, prohibición de utilización de información privilegiada etc. [ver apartado D) *infra*].

- 11 El objetivo de *liquidez*, tan importante para los inversores, se alcanza en el mercado de valores no a través de instrumentos a la vista o a corto plazo, sino gracias a la existencia de un mercado secundario (lo que para el emisor implica la ventaja de permitirle alargar los plazos de reembolso de los valores). El adquirente de un valor que quiera recuperar su inversión, no puede acudir al emisor y exigir el reembolso anticipado (ya que los valores o bien son perpetuos, como p.e. las acciones, o a plazo, como los pagarés y las obligaciones), sino que tiene que vender el valor en el mercado secundario, reconvirtiéndolo así en dinero. La existencia de mercados secundarios eficientes es pues un requisito indispensable para que el inversor esté dispuesto a invertir en valores, ya que es su única posibilidad de liquidar anticipadamente la inversión.
- 12 *Importancia relativa de ambos mercados*: La importancia relativa del mercado de crédito y del mercado de valores varía de una economía a otra, pudiéndose distinguir dos modelos diferentes: en el anglosajón se produce una clara separación entre entidades de crédito e industria, mientras que en el continental (Alemania, Japón y también España) la banca no sólo financia, sino que también se implica en la industria, hasta el punto de convertirse en la cabeza de un importante grupo industrial. La separación entre instituciones crediticias y empresas industriales determina que el peso de la financiación industrial descanse en los países anglosajones en los mercados de valores. En los países continentales, y ciertamente en España, las empresas se financian fundamentalmente en las entidades de crédito, siendo frecuente que una misma entidad sea al tiempo prestamista y accionista; la importancia del crédito bancario conlleva una menor necesidad de

captación de fondos y un desarrollo inferior de los mercados de valores.

La desintermediación bancaria: En los últimos años se ha producido un progresivo acercamiento entre mercado de crédito y mercado de valores, que en la jerga financiera se ha venido a denominar «desintermediación». Las crisis del petróleo y el impago de la deuda externa de los países en vías de desarrollo ha puesto de manifiesto que el nivel de riesgo que las entidades de crédito asumen, al respaldar con su propia solvencia toda captación de fondos, era excesivamente alto, poniendo en peligro la propia solvencia de los bancos. Ante esta situación, que ha llevado a que el riesgo crediticio de muchos de los mayores bancos del mundo sea peor que el de los grupos industriales más solventes, las entidades de crédito han desarrollado con ahinco estructuras que les permitan intermediar entre ahorradores y prestatarios, sin comprometer su propia solvencia; además, la banca pone cada vez más énfasis en la prestación de servicios que no conlleven riesgo crediticio (asesoramiento, tarjetas de crédito, intermediación en los pagos ...).

Las fórmulas que las entidades de crédito han ideado para suprimir la asunción de riesgo en la intermediación son básicamente dos:

- La primera consiste en la *cesión de créditos* a la clientela ahorradora, sin que la entidad de crédito responda del buen fin del activo cedido; esta fórmula se ha desarrollado con intensidad en España, hasta el punto que el Banco de España ha tenido que dictar reglas especiales para poner coto a ciertas prácticas (cfr. en detalle Cap. IV.5 *infra*). 14
- La cesión de créditos tiene la desventaja que el inversor asume directamente riesgo prestatario, por lo que únicamente es posible ceder aquellos préstamos otorgados a prestatarios de plenas garantías; para eliminar esta desventaja, se ha desarrollado una técnica conocida en inglés como «securitization», y en castellano como «titulización». En esencia la «titulización» (o «valorización», aunque ambos vocablos son odiosos) implica que una entidad de crédito cede un conjunto de créditos (otorgados, p.e., a sociedades del sector eléctrico, o a consumidores para la compra de bienes de consumo) a un «vehículo», es decir a una sociedad o fondo cuyo único objeto es la tenencia de esos créditos. A continuación el vehículo se endeuda, emitiendo obligaciones o pagarés, que son adquiridos por el público. De esta forma se ha alcanzado un triple objetivo: (i) la entidad de crédito da de baja en su balance el conjunto de créditos cedidos, pudiendo devolver los depósitos con los que los estaba financiando, (ii) estos depósitos se sustituyen por las obligaciones o pagarés emitidos por el vehículo, (iii) obligaciones o pagarés que los inversores están dispuestos a comprar, sin que la entidad de crédito los garantice, ya que están respaldados 15

por el conjunto de créditos cedidos. ¿Y qué valor tendrá esa garantía? Dependerá de la solvencia de los prestatarios finales (caso de que se «valoricen» por ejemplo préstamos a empresas eléctricas) o de la dispersión del riesgo entre múltiples pequeños prestatarios (caso de préstamos a consumidores, en los que estadísticamente se puede prever que un determinado porcentaje resultará cobrado y otro fallido).

La «titulización» se ha convertido en una técnica muy extendida en EE.UU. y en el Reino Unido; en Francia también ha sido recepcionada, habiéndose promulgado una ley especial (88/1201 de 23 de diciembre) por la que se regula la «titrisation» a través de «Fonds commun de créances». En España, por ahora, la «titulización» se aplica en el mercado hipotecario habiéndose regulado por ley los Fondos de Titulización Hipotecaria (ver Cap. VII *infra*).

C) LA REFORMA DEL MERCADO DE CRÉDITO

- 16 A finales de la década de los 70, el mercado financiero español se había quedado totalmente desfasado: la banca se debatía entre el letargo del *statu quo* y el shock de la crisis bancaria, y el mercado de valores, anquilosado, insuficiente y falto de transparencia, se seguía rigiendo por los vetustos principios del C.Com. de 1885.

Los últimos diez años, sin embargo, han visto la reforma de raíz tanto del mercado de crédito español, precipitada por la crisis bancaria de comienzo de los años ochenta, como del mercado de valores, en el seno de una reforma universal y de los comienzos de la creación de un mercado unitario a nivel de la Comunidad Europea.

- 17 *La evolución del mercado de crédito:* La OM de 19 de octubre de 1939 creó el denominado *statu quo* bancario, al congelar el otorgamiento de nuevas autorizaciones para la creación de bancos y establecer un auténtico *numerus clausus*. La situación no se alteró con la promulgación en 1946 de la Ley de Ordenación Bancaria (en buena medida aún vigente, pero reclamando una urgente reforma), desarrollándose pues un mercado de crédito totalmente intervenido, no sólo en cuanto a las entidades que en él podían actuar, sino también al destino de los fondos que se captaban del público («circuitos privilegiados de financiación»). En 1962 se promulgó la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca, una enumeración de buenos propósitos, nunca desarrollada en su totalidad (la Base 6.ª p.e. preveía la venta por los bancos de sus participaciones industriales, y la limitación del porcentaje de capital que, en sociedades de nueva creación, podían ser suscritas por dichas entidades —principios que para bien o para mal nunca se han llegado a aplicar). Sorprendentemente, la

LBOCB no llegó nunca a derogar la LOB de 1946, y más sorprendentemente aún, nunca ha sido formalmente derogada, aunque ha perdido toda vigencia.

La LBOCB de 1962 pretendió poner final al *statu quo* bancario, pero éste se impuso nuevamente a partir de 1966, más de hecho que de derecho. La situación continuó hasta la llamada reforma bancaria de 1974, año en el cual un Decreto flexibilizó la creación de nuevos bancos.

La flexibilización, sin embargo, fue un total fracaso, y propició la grave crisis bancaria de los años 80. La falta de auditorías, la ausencia de cuentas consolidadas, la frecuente ocultación de compromisos no contabilizados (los «avales de cajón»), las operaciones cruzadas, la utilización de sociedades instrumentales para esconder los «agujeros» patrimoniales y, en fin, la codicia y falta de escrúpulos de los administradores, llevó a que en pocos años la mayoría de las entidades bancarias de reciente creación, y muchas de las preexistentes entraran en crisis (cfr. IGLESIAS PRADA/SÁNCHEZ ANDRÉS: «Perfiles generales de la crisis en la banca española contemporánea» en *RDM* [1984] p.171).

Ante la ausencia de instrumentos normativos eficaces, éstos se tuvieron que crear a marchas forzadas (Decreto-Ley de 6 de marzo de 1978, facultando al Banco de España a nombrar interventores o administradores para bancos en crisis; Decreto de 11 de noviembre de 1977 y Real Decreto-Ley de 28 de marzo de 1980, creando el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, extendido en 1982 a las cajas de ahorro y a las cooperativas de crédito). Los fondos de garantía vinieron a cubrir una función no sólo de aseguramiento de depósito, sino también de salvamento de entidades en crisis, tomando participaciones accionariales en ellas, dándoles apoyo financiero o intermediando en su venta a terceros (véase *in extenso* Cap. III *infra*).

Con estos instrumentos jurídicos, y con un inmenso desembolso financiero, aportado por el Banco de España y la restante banca privada, se pudo superar la crisis bancaria de comienzos de la década de los ochenta, que fue calificada como la mayor de nuestra historia, y en términos relativos una de las mayores del mundo occidental, al afectar nada menos que a 50 bancos y más de una docena de otras entidades de crédito, con cerca del 20 % del total de los depósitos del sistema. A pesar de ello, ningún depositante perdió su depósito.

Reforma del mercado de crédito: La superación de la crisis bancaria ha dejado lugar a la reforma del mercado de crédito español, que ha tenido lugar a lo largo de la década de los ochenta, impulsada por la pujanza de la banca extranjera, a la que se le permitió su establecimiento en 1978, y que consolidó su presencia con la adquisición de diferentes bancos rescatados de la crisis. Otro factor impulsador de la

reforma ha sido la necesidad de adaptar nuestro derecho a las Directivas comunitarias en materia de banca —sobre esta exigencia y su cumplimiento, aún parcial, véase Cap. II *infra*.

Hacia finales de la década de los setenta, la banca española aún estaba sujeta a un intervencionismo muy fuerte, que en la práctica implicaba la inexistencia de un mercado financiero. Un banco que se ajustara a la ley —lo que con cierta frecuencia no ocurría— únicamente podía pagar hasta el 1 % de intereses a sus cuentacorrentistas y el 2,75 % a los titulares de cuentas de ahorro; podía prestar libremente a menos de 18 meses, percibiendo como máximo un interés igual al básico del Banco de España más 2 %; debía dedicar una gran parte de sus recursos a inversiones crediticias obligatorias, a tipo de interés rebajado (los conocidos «circuitos privilegiados de financiación»); no podía repartir un dividendo que excediera del 6 % de los recursos propios (la enumeración es de MARTÍN OVIEDO: «Hacia la construcción de un ordenamiento financiero» en *RDBB*, 24, [1986] p. 705).

Desde aquellos días hasta hoy, el mercado de crédito ha evolucionado de forma radical, siendo las líneas de evolución más destacables las siguientes:

— el *Banco de España* ha ganado la independencia (gracias a la Ley de Organos Rectores de 1980) y las funciones normativas, inspectoras y sancionadoras (gracias a la Ley de Disciplina e Intervención de 1988) necesarias para poderse convertir en la única y eficaz controladora de todas las entidades de crédito;

— dentro de las *entidades de crédito* se ha distinguido claramente entre las entidades de crédito de ámbito universal, y las entidades de crédito de ámbito restringido; las primeras —bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito— tienen un ámbito de actuación similar, habiéndose limado las diferencias históricas existentes; en las segundas, se han creado diferentes tipos (crédito hipotecario, entidades de financiación, arrendamiento financiero, SMMD's) para atender sectores de crédito especializados;

— a partir de la OM de 17 de enero de 1981, se ha producido una total *liberalización de los tipos de interés* y comisiones de las operaciones activas, extendida posteriormente por la OM de 3 de marzo de 1987 también a las operaciones pasivas;

— los *coeficientes de caja y de inversiones* fueron regulados de nueva planta por sendas Leyes de 1983 y 1985; pensado inicialmente para las entidades de depósito, el coeficiente de caja se extendió a las restantes entidades de crédito; el coeficiente de inversión, por su parte, está a punto de desaparecer (ver Cap. III *infra*);

— en cuanto a las *operaciones bancarias*, se han creado y generalizado las operaciones a tipo de interés variable, lo que ha permitido que operaciones activas a largo plazo se financien con depósitos interbancarios a corto; se han organizado grupos de entidades de depósito para syndicar las grandes operaciones; se han liberalizado las operaciones activas y pasivas en divisas, y la cobertura del riesgo de cambio; se ha creado un mercado amplio y eficaz de préstamos hipotecarios (en base a la Ley del Mercado Hipotecario de 1981), que por primera vez ha permitido el acceso a financiación a muy largo plazo para la adquisición de la propia vivienda.

En *resumen* se puede decir que la reforma bancaria de los ochenta, en sus vertientes económicas y empresariales, se ha visto indudablemente acompañada por el éxito. El reforzamiento de los poderes del Banco de España, las mayores exigencias de solvencia y de provisión de riesgos, la liberalización de intereses, comisiones y la práctica supresión de coeficientes de inversión obligatoria, la creación de un mercado interbancario eficiente, la equiparación de la actividad de cajas, cooperativas y bancos, el control de la transparencia contable a nivel consolidado, la supresión de trabas para la entrada de nuevos competidores, españoles o extranjeros, son hitos de la reforma bancaria emprendida en la década de los ochenta, y que ha desembocado en que la banca española sea uno de los sectores mejor preparados para el embate del mercado único europeo. 19

Desde el punto de vista jurídico, la reforma del mercado financiero difiere fundamentalmente de la del mercado de valores, puesto que no se ha llegado a promulgar una nueva ley omnicompreensiva, manteniéndose en vigor, si bien con sucesivas modificaciones, la vetusta LOB de 1946. Al margen de ésta, se han aprobado multitud de leyes sectoriales, creándose así una extraordinaria dispersión normativa: Ley 30/1980 de Organos Rectores del Banco de España; Ley 2/1981 de Regulación Básica del Mercado Hipotecario; Ley 26/1983 de Coeficiente de Caja de los Intermediarios Financieros; Ley 13/1985 de Coeficiente de Inversión, Recursos propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros; Ley 31/1985 de Organos Rectores de las Cajas de Ahorro; Real Decreto Legislativo 1298/1986 por el que se adaptan las Normas legales en Materia de Establecimientos de Crédito al Ordenamiento Jurídico de la CEE; Ley 26/1988 de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito; Ley 13/1989 de Cooperativas de Crédito y Ley 13/1992 de 1 de junio de Recursos propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras. 20

La inexistencia de una norma general, la proliferación de leyes sectoriales, la ingente masa de normas reglamentarias del más diverso rango (Decretos, Ordenes Ministeriales, Circulares), muchas de ellas

contradictorias, la pervivencia de normas dictadas en épocas pretéritas, cuando reinaban criterios de política económica diametralmente opuestos, la falta de técnica del legislador (cuyo mayor exponente es sin duda la Ley de Disciplina e Intervención), todo ello ha llevado a que la normativa bancaria se haya denominado con razón «ordenamiento sectorial caótico» (TAPIA en *Estudios de Derecho Público bancario*, dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO [1987] p. 53). La seguridad jurídica de los operadores en el mercado del crédito exige que, con urgencia, se dé un tratamiento normativo sistemático a este sector importantísimo de la actividad económica (la bienintencionada Disposición Transitoria Tercera de la Ley de Disciplina e Intervención ordena que antes del 29 de julio de 1990 el Banco de España publique un texto refundido de las Circulares vigentes —obligación que duerme el sueño de los justos).

D) LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES: LA LMV

- 21 Hasta la reciente reforma, el mercado de valores español estaba regido por principios y normas dictadas en pleno siglo XIX. El mercado bursátil estaba protagonizado por un *numerus clausus* de agentes de cambio y bolsa personas físicas, que ejercían al mismo tiempo las funciones de intermediario bursátil y de fedatario mercantil, y que cobraban comisiones fijas. El mercado a su vez era arcaico, al negociarse los títulos en corros, poco transparente y con insuficiente información y protección al inversor.
- 22 *La innovación a nivel internacional:* Al mismo tiempo en los mercados de valores internacionales se desarrollaban nuevas tendencias que luego darían lugar a profundos procesos de reforma:
- Una de las tendencias más características de la última década es precisamente la *internacionalización de los mercados*, que se pone de manifiesto tanto desde el lado de la oferta de títulos como desde la demanda.
- Desde el punto de vista de la oferta, muchos emisores pasaron a cotizar en mercados distintos de los de su país, alcanzando volúmenes de contratación superiores incluso a los de las bolsas de origen.
- Desde el punto de vista de la demanda, los grandes inversores de todos los países han diversificado sus carteras hacia títulos extranjeros, invirtiendo un volumen significativo en valores y bolsas de otras nacionalidades.
- La *inversión institucional* ha alcanzado cada vez cotas más importantes. La creciente sofisticación de los mercados, los costes de inter-

mediación y la gran cantidad de información que hay que manejar, hace que los particulares inviertan cada vez más a través de instituciones de inversión colectiva.

Los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras, las entidades de crédito y los gestores de carteras se convierten así en protagonistas de un mercado cada vez más profesionalizado.

- Al mismo tiempo, se ha generalizado un sentimiento de *protección al inversor*. En muchos mercados se han reforzado las obligaciones de información de las compañías cotizadas, se ha obligado a publicar la adquisición de participaciones significativas, se han regulado las ofertas públicas de adquisición y venta de acciones, la utilización de información privilegiada ...
- El *desarrollo de la técnica y de los procesos informáticos* ha permitido su incorporación a la contratación y liquidación y ha favorecido la interconexión de los mercados. La contratación continua se ha impuesto en casi todas las bolsas, sustituyendo a los clásicos corros, aumentando los horarios de contratación y la transparencia del mercado.
- La *liberalización o «desregulación»* de los mercados es otro de los rasgos fundamentales de los últimos tiempos. La supresión de las comisiones fijas, la eliminación de numerosas restricciones de acceso a la condición de miembro del mercado y el acceso al mercado de instituciones extranjeras han fomentado la competencia y dinamizado los mercados. Se observa, además, una creciente similitud en la regulación de los diferentes mercados, eliminando las diferencias existentes entre las bolsas anglosajonas y las continentales.
- La *innovación financiera* ha sido otro de los rasgos de la última década. El desarrollo de los mercados de opciones y futuros y la creación de instrumentos de todo tipo para cubrir los riesgos de cambio, de fluctuación de tipos de interés y de la volatilidad de las cotizaciones han provocado una creciente sofisticación de los mercados.
- Finalmente, la multiplicación e internacionalización de las transmisiones ha hecho casi imposible manejar los volúmenes enormes de títulos físicos que tales operaciones conllevan, dificultando los procesos de liquidación. Ello ha provocado la sustitución de los títulos físicos por *anotaciones en cuenta*.

La reforma a nivel internacional: Las tendencias descritas han provocado modificaciones estructurales en todos los mercados de valores, que han forzado a los legisladores a una revisión en profundidad de la normativa. 23

El proceso de cambio, que ha ido creciendo imparable, comenzó el llamado «May Day», el 1 de mayo de 1975. En dicha fecha se produjo la abolición de las comisiones fijas en la bolsa de Nueva York, producto de la competencia y del desarrollo de mercados paralelos como el NASDAQ. La abolición de las comisiones fijas trajo consigo una alteración sustancial de los modos de comportamiento de Wall Street. A finales de la década los inversores institucionales pagaban cerca del 60 % menos de comisiones que antes del May Day. Esta reducción de ingresos afectó a las casas de valores y las forzó a desarrollar nuevos campos de actividad, reforzando así el proceso de innovación financiera.

En Londres, el «big-bang» de octubre de 1986 supuso terminar igualmente con las comisiones fijas y la desaparición del principio de «single capacity», que había regido hasta entonces y según el cual los intermediarios sólo podían actuar por cuenta propia o ajena. El «big-bang» dió lugar a la creación de unos nuevos intermediarios (Brokers/Dealers) y a la extinción de la figura tradicional de los «jobbers». Adicionalmente se creó un órgano de supervisión, la «Securities and Investment Board» (SIB), agrupándose los intermediarios en lo que se denominan «Self Regulatory Organizations».

Los mercados de valores japoneses también han sufrido importantes reformas en los últimos años. Como hecho más destacado, por lo que contrasta con el tradicional hermetismo del mercado de valores japonés, hay que señalar la sucesiva admisión de casas de valores extranjeras. Otras reformas introducidas se refieren a la contratación informatizada, la negociación de futuros sobre índices, el reforzamiento de la regulación en materia de información privilegiada ...

En Europa continental, las reformas han sido generalizadas. En Francia la Ley de 22 de enero de 1988, desarrollada por Decreto de 17 de marzo de 1988, ha sustituido a los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa por las Sociedades de Bolsa. En Portugal el Decreto-Ley 229/1988 de 4 de julio regula las «Sociedades Corretoras» y las «Sociedades Financeiras de Corretagem», equivalentes a las agencias y sociedades de valores españolas, y les concede el monopolio de la negociación en bolsa. En Bélgica la Ley de 4 de diciembre de 1990 relativa a las operaciones y mercados financieros ha reformado las bolsas y el estatuto de los intermediarios financieros, contemplando igualmente la creación de sociedades de bolsa. En Italia la Ley 1/1991 de 2 de enero establece las líneas fundamentales de la estructura y de la actividad de las «Sociedades de Intermediación Mobiliaria» equivalentes también a nuestras sociedades y agencias de valores.

- 24 Los elementos comunes a las distintas reformas de las bolsas pueden pues *sintetizarse* en los puntos siguientes:

— Liberalización del acceso a la condición de miembros del mercado.

- Liberalización de comisiones.
- Cambios en los sistemas de contratación, con la adopción de sistemas asistidos por ordenador.
- Mejoras en los sistemas de compensación y liquidación.
- Creación de organismos de control especializados.

La reforma en España: En este contexto internacional se promulga en España la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, fundamento legal de la reforma de nuestros mercados de valores. En este aspecto, la reforma del crédito y la del mercado de valores difieren fundamentalmente: mientras en la primera se dejaron en vigor arcaicos monumentos legislativos (C.Com. y LOB), decantándose el legislador por la vía de las leyes especiales, en la segunda se prefirió construir una estructura de nueva planta, con derogación de todo el derecho anterior: la Ley del Mercado de Valores. Sólo quedan fuera de esta nueva ley materias tangenciales para el mercado de valores, como las Instituciones de Inversión Colectiva o los Planes y Fondos de Pensiones (Ley 46/1984 y 8/1987, respectivamente). 25

La LMV es una ley extensa (110 artículos y nada menos que 24 disposiciones adicionales, transitorias, finales y derogatorias), cuyo objeto es la regulación de la totalidad del mercado de valores, del cual el bursátil no es más que una parte. El mérito de la norma consiste en que por primera vez en nuestro ordenamiento se acuña el concepto y se regula de forma global el mercado de valores, distinguiendo entre mercado primario o de emisión y los mercados secundarios o de negociación, y creando sociedades cuyo objeto se circunscribe a mediar en ellos.

Los objetivos de la LMV: Como puso de manifiesto el Ministro de Economía y Hacienda en su discurso de presentación del Proyecto de Ley en el Congreso (Diario de Sesiones del 28 de abril de 1988) los objetivos de la LMV son la creación de mercados de valores competitivos, la formación de operadores especializados y la protección del inversor. 26

Estos objetivos se han querido alcanzar a través de una total remodelación de las instituciones anteriormente existentes, introduciéndose las novedades siguientes:

- Bajo el régimen del C.Com., el mercado de valores se había en parte autorregulado, a través de las juntas sindicales de cada bolsa elegidas por los propios agentes y en parte estaba sujeto al control de la Dirección General del Tesoro y de Política Financiera; la LMV se ha decantado por encomendar la *supervisión y vigilancia* de los mercados de valores a un ente de Derecho público de nueva creación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 13

LMV) (con la excepción del mercado de deuda pública en anotaciones cuya supervisión corresponde al Banco de España —art. 57 LMV).

- 27 —La segunda novedad de la reforma ha sido la *sustitución de los Agentes de Cambio y Bolsa* por intermediarios especializados bajo la forma de sociedad anónima (art. 62 y ss. LMV). (Aunque la Disposición Transitoria Tercera de la LMV permitía a los Agentes de Cambio y Bolsa que lo solicitaran el adquirir la condición de miembros del mercado a título individual, únicamente ha habido dos agentes que se han acogido a ello, integrándose el resto en sociedades o agencias de valores o en el cuerpo de Corredores Colegiados de Comercio).

Existen, en principio, dos clases de intermediarios, las sociedades y las agencias de valores. Las primeras pueden actuar por cuenta propia y por cuenta ajena y deben tener un capital mínimo de 750 millones de pesetas. Las segundas sólo pueden actuar por cuenta ajena y deben tener un capital mínimo de 150 millones de pesetas (ver arts. 66 y 71 LMV).

No existe un número limitado de miembros de las bolsas de valores y cualquier sociedad o agencia de valores puede solicitar su incorporación como miembro de cualquiera de las cuatro bolsas españolas (art. 47 LMV).

- 28 — Otro puntal de la nueva ley es el principio, consagrado en su artículo 25, de *libertad de emisión de valores negociables*, sin necesidad de autorización administrativa previa.
- 29 — La *contratación continua* en el Sistema de Interconexión Bursátil a través de una red informática (art. 49 LMV), es uno de los elementos claves de la reforma de los mercados secundarios, ya que ha existido desde el principio un decidido interés por parte de la CNMV en que la mayor parte de la contratación se realice a través de este sistema, en detrimento de los tradicionales corros, relegados a valores de menor importancia.
- Es igualmente objetivo de la Ley el que los valores cotizados estén representados mediante *anotaciones en cuenta* en vez de mediante títulos físicos o fungibles, facilitando así los procedimientos de liquidación y compensación.
 - En la línea de modernización e internacionalización del mercado se pretenden incorporar *nuevas modalidades de contratación*, en particular operaciones a plazo, opciones y futuros, y la negociación de valores extranjeros (que empezaron a cotizar en julio de 1990).
 - A partir del año 1992 las *comisiones* por intermediación son libres, fomentando la competencia entre los miembros del mercado.

— Quizá la mayor preocupación del legislador fue sin embargo la de incrementar significativamente la *transparencia del mercado*. Antes de la reforma, los mercados de valores españoles se habían caracterizado por unos usos y prácticas poco sanas: información insuficiente a los inversores, desconocimiento de participaciones significativas, niveles de autocartera excesivos, manipulación y sostenimiento artificial de cotizaciones, incumplimiento de la normativa de OPA, generalización del «insider trading». Muchas de estas prácticas viciosas habían surgido al socaire de una legislación obsoleta, que no las regulaba (caso del «insider trading»), o que si las regulaba, no establecía sanciones por su incumplimiento (caso de la anterior normativa sobre OPAs, RD 279/1984), y que además carecía de un órgano fiscalizador con voluntad de imponerlas. 30

La LMV en esta materia es rigurosa, pues ha regulado con seriedad una serie de instituciones (deber de información periódica, obligación de publicar hechos relevantes y participaciones significativas, prohibición de operaciones con información privilegiada, creación de «murallas chinas» entre departamentos de los propios operadores), fundamentales para la existencia de un mercado transparente, en el cual todo inversor, con igual nivel de diligencia, tenga iguales oportunidades de riesgo o fracaso. Además, con la CNMV se ha creado un organismo independiente y celoso, que vigila el cumplimiento de la normativa y tiene capacidad para sancionar a los infractores (ver art. 84 LMV).

Desarrollo reglamentario: La LMV es en muchos aspectos una ley marco. Esta circunstancia se justifica en la propia Exposición de Motivos de la Ley por la necesidad de coordinar dos exigencias contrapuestas: por una parte la necesidad de no congelar en una norma con rango de ley muchos aspectos de funcionamiento de los mercados que requerirán una constante adaptación; por otra parte la necesidad de dotar del necesario respaldo con rango de ley a muchas disposiciones. Todo ello ha dado lugar a una ley con constantes remisiones a ulteriores desarrollos reglamentarios y ha exigido la promulgación de un gran número de disposiciones (entre las que destacan el RD 276/1989 sobre Sociedades y Agencias de Valores, el RD 726/1989 sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, el RD 949/1989 sobre Comisiones, el RD 1289/1991 sobre OPAs, el RD 1814/1991 por el que se regulan los Mercados oficiales de Futuros y Opciones, el RD 116/1992 sobre Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta, el RD 291/1992 sobre Emisiones y Ofertas Públicas de Venta de Valores, diversas Ordenes Ministeriales y multitud de Circulares de la CNMV). 31

A pesar del cúmulo de disposiciones dictadas, aún están pendientes del necesario desarrollo reglamentario algunos aspectos de la LMV. La falta de promulgación de estas disposiciones implica que

normas reglamentarias dictadas bajo la vigencia del C.Com. —como el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio aprobado por D. 1508/1967— continúan parcialmente en vigor, en la medida en que no hayan sido derogadas por aquellas normas de la LMV que no precisan de desarrollo reglamentario.

2. El Derecho del mercado financiero

A) CONCEPTO

- 1 Como ya se ha dicho, *mercado financiero* es aquél en el que se negocia dinero, bien directamente bien en forma de valores negociables. De él forma parte, por un lado el mercado de crédito, en el que a su vez puede distinguirse el sector bancario y el de las entidades de crédito de ámbito restringido, y por otro el mercado de valores, a su vez subdividido en primario o de emisión, y secundario o de negociación (dentro del cual el bursátil ocupa la posición dominante).

El Derecho del mercado financiero no es otra cosa que el conjunto de normas que lo regulan tanto en su totalidad, como a nivel de los submercados que lo componen. El Derecho bancario y el bursátil no son más que partes dentro del concepto global (eso sí, las más tradicionales y mejor desarrolladas dentro del conjunto) [en igual sentido BERCOVITZ, Alberto: «El Derecho del Mercado de Capitales» en *RDBB* [1988] p. 110.]

- 2 En el Derecho del mercado financiero conviven normas jurídico-públicas y jurídico-privadas. En el mercado de crédito esta convivencia no tiene lugar en la misma norma, puesto que los aspectos ius privatistas se hallan preferentemente regulados en los Códigos (y en especial en el de Comercio) y los iuspublicistas en la LOB y en las restantes leyes especiales (existiendo por supuesto excepciones, como p.e. la Ley 2/1981 de Regulación Básica del Mercado Hipotecario, que no sólo contiene la normativa administrativa, sino también crea tres clases de títulos valores, las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias). Donde sin embargo la conmixión de normas públicas y privadas alcanza su grado máximo es en la LMV, que contiene al mismo tiempo normas tan típicamente administrativas como una regulación extensa e intensa de las infracciones y sanciones (art. 95 y ss.), y normas privadas tan trascendentes como la regulación de los valores anotados en cuenta (art. 5 y ss. LMV), normas que pasan a integrar, por expresa remisión, nada menos que la Ley de Sociedades Anónimas (ver art. 60.1 LSA), o las responsabilidades de las sociedades de bolsa frente a sus clientes en materia de entrega de valores y pago del precio (art. 41 LMV).

La convivencia de normas públicas y privadas hace surgir la duda si aún estamos ante una rama del tradicional Derecho mercantil, rama encardinada, como derecho especial, dentro del Derecho privado. En realidad la discusión es estéril ya que la realidad social y legislativa ha acabado con la artificialidad, enraizada en el liberalismo del siglo pasado, de distinguir en el Derecho económico a rajatabla entre lo público y lo privado. Tal distinción no es ya posible, y en consecuencia el concepto tradicional de Derecho mercantil ha perdido su razón de ser (lo que no impide, por supuesto, que por comodidad o apego al concepto, se redefina el Derecho mercantil para también incluir en él los aspectos administrativos que atañen a la actividad económica, insuflándole así nueva vida al viejo concepto). La «unidad del sistema» del Derecho mercantil tradicional se ha desgarrado, siendo sustituida por un «sistema de unidades» formado por otros tantos sectores básicos de aquel Derecho, ahora con el impacto público y social del nuevo ordenamiento (la frase, feliz, es de MENÉNDEZ: «El Derecho Mercantil en el Siglo XXI», *La Ley*, 2646 [1990], p.1). Y una de las nuevas unidades de tal Derecho, la más clara porque quizá aquí la coexistencia de normas públicas y privadas sea más necesaria e intensa, es precisamente el Derecho del mercado financiero.

B) ELEMENTOS COMUNES

El crear una unidad que englobe el Derecho de mercado del crédito y del mercado de valores, sería un puro ejercicio fútil y dogmático, si no existieran una serie de elementos comunes a ambos sistemas, que permitan integrar lagunas de uno con disposiciones del otro. Es preciso por lo tanto analizar nuestra normativa, para determinar si efectivamente tales elementos comunes existen:

— Desde el punto de vista de la *actividad*, nos encontramos en ambos mercados ante un principio común: la actividad financiera no puede ser realizada por un comerciante ordinario, sino que está reservada a comerciantes profesionales, cuyos administradores deben tener, por expresa imposición legal, conocimientos y experiencias adecuadas y una reconocida honorabilidad (ver art. 2 RD 1144/1988 y art. 66 LMV). La razón de esta exigencia no ofrece duda: la complejidad y las dificultades técnicas del mercado financiero, y la repercusión que cualquier actuación irresponsable produce sobre la confianza general en el sistema, precluyen la actuación en este ámbito de diletantes inexpertos.

Esto a su vez tiene una importante consecuencia: el listón de diligencia que se puede y debe exigir a una entidad de crédito o de valores es especialmente alto: al estar limitado por ley el acceso a la actividad a los profesionales con experiencia, todo tercero que contra-

te con ellas puede asumir no solo que la intermediación se realizará con la diligencia de un profesional ordenado, sino también que se le asesorará con conocimiento de causa y sano juicio.

— En lo que atañe a los *sujetos*, las similitudes entre entidades de crédito y entidades de valores también son muy extensas. Se trata de sociedades de estatuto especial, cuyo objeto es exclusivo y excluyente —exclusivo, porque únicamente pueden dedicarse al ámbito que les es propio, y excluyente, porque, a cambio, la ley prohíbe a cualquier otra entidad que realice de forma habitual esa actividad. La regla encuentra su desarrollo más puro en la figura de los bancos (y otras entidades de depósito) que, en congruencia con el concepto español de banca universal, están facultadas para realizar no solo la actividad bancaria, sino también la reservada a las entidades de crédito de ámbito limitado, e incluso la mayoría de las actividades extrabursátiles permitidas a entidades de valores. La banca constituye así un puente de unión entre mercado de valores y mercado de crédito, que subraya la unidad.

— En materia de *control administrativo*, existen también claros paralelismos entre entidades de crédito y de valores. Ambas precisan, para su creación, de una autorización reglada del Ministerio de Economía y Hacienda (ver art. 1 RD 1144/1988 y art. 62 LMV) —es decir, una autorización que debe ser concedida siempre que el solicitante reúna los requisitos exigidos. Únicamente para bancos, y sólo de forma transitoria hasta el 1 de marzo de 1993, persiste una facultad discrecional denegatoria de la Administración (ver art. 4 RD 1144/1988). El paralelismo se acentúa en materia de intervención, ya que aquí, por expreso mandato legal, el régimen jurídico es análogo (véase art. 107 LMV, que remite directamente al Título III LDIEC).

— En lo que atañe a los *sujetos que ejercitan el control administrativo*, también existe un claro paralelismo entre Banco de España y CNMV —ambos son entes de derecho público, ambos gozan de independencia, de facultades supervisoras, inspectoras y sancionadoras, y de la potestad normativa para promulgar circulares.

— Los *procedimientos sancionadores* previstos en la LDIEC y en la LOB también son muy similares —hasta el punto que el artículo 98 LMV declara aplicables al procedimiento sancionador del mercado de valores los artículos 19 a 25 LDIEC.

— En materia de *normas de conducta y protección del consumidor*, las analogías son también muy marcadas: el secreto y la responsabilidad profesional, la prohibición de usura y de condiciones abusivas del crédito, la interdicción del uso de información privilegiada, la obligación de establecer murallas chinas, son todos ellos principios comunes al mercado de valores y de crédito.

— Finalmente, tanto la actividad del mercado de crédito como la del mercado de valores da lugar a *actos del comercio*. Como es bien sabido, actos de comercio son los «comprendidos» en el C.Com. y «cualesquiera de naturaleza análoga» (art. 2 C.Com.). Por «comprendidos» debe entenderse todo acto mencionado o regulado originalmente en el C.Com., aunque hoy la normativa se haya traspasado a una ley especial. La analogía a su vez se debe definir en base a un criterio funcional, incluyendo todo acto realizado por un empresario, en el ejercicio de su actividad típica. Es evidente que los actos que constituyen la actividad típica del mercado de crédito y del de valores, encajan sin grandes dificultades en la definición del artículo 2 C.Com., interpretada en la forma expuesta (la actividad de crédito está mencionada en el art. 175 C.Com., que se refiere expresamente a las «compañías de crédito», y el mercado de valores en los arts. 64-80 y 100-105 C.Com., derogados por la LMV). La importancia práctica de la calificación legal como actos de comercio, sin embargo, carece de gran trascendencia. A parte del hecho, cada vez más anecdótico, de que la configuración como acto de comercio permita la intervención con fe pública de corredor de comercio (art. 93 C.Com.), la única otra consecuencia es que se aplica la prelación de fuentes de los artículos 2 y 50 C.Com., no diferente en lo esencial del contenido en el artículo 1 C.c., y las pocas reglas de teoría general de obligaciones mercantiles contenidas en los artículos 51-63 C.Com.

5

La existencia de estas analogías permitiría, desde un punto de vista dogmático, construir una verdadera parte general del derecho del mercado financiero, con sendos apéndices para recoger las especialidades de ambos submercados. Por razones prácticas no se ha seguido este esquema, ya que implicaría una estructura totalmente diferente a la reflejada en el ordenamiento legal, y por ello dificultaría el manejo de la obra.

6

3. Las fuentes del Derecho del mercado financiero

A) INTRODUCCIÓN

El artículo 1 C.c. define la ley, en su acepción de norma jurídica en general, la costumbre y los principios generales del derecho como las *fuentes* de nuestro ordenamiento jurídico.

1

La jerarquía general de fuentes se ve, sin embargo, alterada en el caso de actos de comercio (y recuérdese que toda la actividad en el mercado financiero se desarrolla a través de actos del comercio, según se señaló anteriormente): el artículo 2 C.Com. impone una prelación

diferente, al dar preferencia a las normas específicas contenidas en el propio Código; en su defecto se aplican directamente «los usos del comercio observados generalmente en cada plaza», y subsidiariamente el Derecho común.

Aparentemente el C.Com. da pues a los usos del comercio, al considerarlos como segunda fuente del Derecho mercantil, una mayor importancia que la otorgada por el C.c. a la costumbre. Esta apariencia sin embargo es falsa, pues el artículo 50 C.Com. se desdice del sistema diseñado por el artículo 2 C.Com., abrazando parcialmente el sistema de prelación diseñado por el C.c. en una extensa área de regulación de los actos de comercio contractuales —y todos los que se realizan en el mercado financiero lo son. De acuerdo con el artículo 50 C.Com., en los actos de comercio contractuales, es decir los contratos mercantiles, el sistema de fuentes difiere, según se trate de «sus requisitos, modificaciones, excepciones, interpretación y extinción y a la capacidad de los contratantes», o del resto de materias (básicamente el propio contenido obligatorio). En el primer caso, rige la prelación de fuentes común del artículo 1 C.c., y en el segundo la del artículo 2 C.Com. No es fácil encontrar justificación para tan arbitraria distinción, y para la diferente importancia del uso en unos casos y en otros; en la práctica, dada la ínfima importancia del uso en esta materia, la cuestión carece de trascendencia.

B) DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- 2 La CE carece de una regulación o referencia genérica al sistema financiero (a diferencia de lo que ocurre por ejemplo en el art. 47 de la Constitución italiana, que establece un marco general para el crédito y el ahorro). Por ello, toda referencia al sistema financiero debe buscarse en la distribución de competencias entre Estado y CC.AA. —una de las áreas más confusas de nuestro ordenamiento. La interrelación entre los artículos 148 y ss. CE, y los 17 Estatutos de Autonomía, la lucha política por la asunción de poder entre Administración central y Administraciones autonómicas, con frecuencia gobernadas por partidos políticos enfrentados, las continuas reclamaciones al TC, que en sus fallos, lejos de establecer un modelo general de distribución de competencias, se ha decantado por un análisis extraordinariamente casuístico, y no siempre libre de contradicciones —todo esto ha hecho que esta materia sea de las más crípticas y contenciosas de todo nuestro ordenamiento. La finalidad del siguiente capítulo es intentar introducir un mínimo de claridad en esta materia.

a) *Las competencias estatales*

Todo análisis de esta materia tiene que partir de una definición exacta de cuáles son las *competencias exclusivas* del Estado, recogidas en el artículo 149.1 CE. Lo primero que hay que resaltar es que en la larga enumeración de competencias incluidas en este artículo, no aparece mencionado el concepto mercado financiero, lo que conlleva que esta área no constituye de por sí materia reservada al Estado. Es preciso pues hacer una exégesis de los conceptos que el artículo utiliza, para determinar en qué medida son aplicables a la regulación jurídica del mercado financiero:

(i) *«Legislación mercantil»* (art. 149.1.6.ª CE): el Estado tiene competencia exclusiva para promulgar legislación mercantil. Esta atribución no tiene, como otras muchas, un «sin perjuicio» —es estructuralmente una de las más claras; lo que está menos claro es qué se pretende decir conceptualmente con «legislación mercantil», pues el propio artículo, en otros números, se refiere a áreas tradicionalmente mercantiles (propiedad industrial, banca y seguros, transporte aéreo y terrestre).

El TC ha clarificado el concepto en un doble sentido: por un lado, resaltando que «solo las reglas de derecho privado quedarán comprendidas en la reserva al Estado de la legislación mercantil, teniendo las de Derecho público regímenes diferenciados y que en cada supuesto será menester situar», (STC 14/1986 de 31 de enero); por otro lado estableciendo que la legislación mercantil incluye «la regulación de las relaciones jurídico-privadas de los empresarios mercantiles o comerciantes en cuanto tales» (STC 37/1981 de 16 de noviembre).

La interpretación del concepto «legislación mercantil» propugnada por el TC es por lo tanto restrictiva; solo abarca los aspectos iusprivatistas de la actividad empresarial: la forma en que nacen y se extinguen los derechos y obligaciones a que da lugar la actividad empresarial, el contenido de los derechos y obligaciones *inter partes*, la regulación de las distintas modalidades contractuales y en especial de las condiciones generales de la contratación.

A la vista de lo anterior, el criterio «legislación mercantil» no es suficiente para establecer con carácter exclusivo la competencia del Estado en la regulación del mercado financiero, al existir en él, como ya se ha señalado, normas de marcado carácter jurídico público. Eso hace necesario profundizar en otros apartados del artículo 149.1 CE.

(ii) *«Sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad»* (art. 149.1. 11.ª CE): todo lo que atañe al sistema monetario, y no solamente sus bases (nos encontramos pues ante una de las pocas competencias que corresponden al Estado de forma exclusiva e íntegra), es competencia del Estado: esto incluye todo lo que atañe a la emisión y circulación

de dinero, al control de las masas monetarias y a su cambio y convertibilidad en divisas extranjeras. Esta atribución de competencias, sin embargo, tampoco es definitiva, ya que «sistema monetario» es claramente un concepto mucho más limitado que mercado financiero: si bien es cierto que el objeto de contratación en el mercado financiero es el dinero, bien directamente o bien en forma de valores, existen en él elementos subjetivos y de actividad, que no pueden tener cabida dentro del concepto «sistema monetario».

- 6 (iii) «*Bases de la ordenación del crédito, banca y seguros*» (art. 149.1.11.º CE): es este el tercer y último apartado del artículo 149.1 que puede servir para atribuir competencias exclusivas al Estado en materias que atañen al mercado financiero. Lo primero que llama la atención es que en este ámbito el Estado no ha recibido una competencia absoluta, sino únicamente la facultad de determinar las «bases de la ordenación». Como ha dicho el TC «en relación con una materia —el sistema monetario— dicho precepto constitucional [el art. 149.1] atribuye al Estado como exclusivas todas las competencias que atañen a la misma; en relación con otras materias —crédito, banca y seguros— el constituyente ha estimado suficiente para garantizar la unidad de la política económica el reservar al Estado la competencia exclusiva de fijar las bases de su ordenación» (STC 96/1984 de 19 de octubre). Ante la insuficiencia de los criterios anteriores, se ha dicho con acierto que lo que ha de considerarse bases del crédito, banca y seguros se constituye en piedra angular de todo el modelo de distribución de competencias en el sistema financiero (PIÑAR en: *Comentarios a la LDIEC* dirigidos por Tomás-Ramón FERNÁNDEZ [1989] p. 131). La exégesis del concepto «bases de la ordenación de crédito, banca y seguros» exige pues atención pormenorizada.

- 7 *Bases de la ordenación*: según reiterada doctrina del TC (STC 31/1981 de 28 de julio; 1/1982 de 28 de enero; entre otras) la noción de bases ha de ser entendida como noción material y no formal; unas normas no son básicas por el mero hecho de estar contenidas en una ley y ser en ella calificadas como bases, sino que lo esencial del concepto de bases es su contenido. Es decir, aunque las Cortes deben establecer qué es lo que haya de entenderse por básico, en caso necesario será el TC el que revisará la calificación hecha por el legislador, para decir, en última instancia, si una norma es o no básica. La decisión correspondiente solo puede hacerse examinando una por una las normas cuyo carácter básico se discute. En cuanto a la extensión que debe darse al artículo 149.1.11º CE, continúa vigente el principio que ya estableció la STC 1/1982 de 28 de enero, al establecer que las bases de la ordenación del crédito «deben contener tanto las normas reguladoras de la estructura, organización interna y funciones de los diferentes intermediarios financieros, como aquellas otras que regulan aspectos fundamentales de la actividad de tales intermediarios». Desde

la primera sentencia, se ve pues que el TC engloba dentro del concepto de bases no sólo la actividad, sino también la estructura organizativa interna de los intermediarios financieros —principio que tendrá gran importancia al concretar las competencias en materia de cajas de ahorros (ver Cap. III *infra*). Aunque en principio el concepto de base sólo engloba aquellas reglas necesarias para asegurar la vigencia de un mínimo denominador común normativo, la STC 49/1988 de 22 de marzo extiende el concepto, en su fundamento jurídico 29, en casos excepcionales a «una regulación más detallada de aspectos concretos», dando lugar a extensas enumeraciones de aspectos que considera básicos.

Por regla general, toda base debe establecerse por ley votada en Cortes que designe expresamente su carácter de básica (como ocurre con el art. 42 LDIEC y la DF 3.ª LORCA) o estar dotada de una estructura de la cual se infiera este carácter con naturalidad. Excepcionalmente, la norma base también puede introducirse por el Gobierno de la Nación en ejercicio de su potestad de Reglamento, en cuyo caso es preciso que su carácter como tal sea mencionado expresamente o sea claramente inducible (STC 69/1988 de 19 de abril), pues no se puede permitir al Estado oponer sorpresivamente a las CC.AA. como norma básica cualquier clase de precepto legal o reglamentario, al margen de cuál sea su rango y estructura. 8

Es de resaltar que en tanto el Estado no dicte una norma básica, las CC.AA. que tengan competencia en la materia pueden establecer las reglas que estimen oportunas, con resultados muy dispares. Por ello, el TC ha llegado a la siguiente conclusión: «Podría pensarse que este sistema puede conducir a resultados perturbadores en la práctica. Es de advertir, sin embargo, que el Estado puede dictar normas básicas que en esos casos, como en otros, aseguren la buena ordenación del crédito en todo el territorio nacional» (STC 48/1988 de 22 de marzo). Estas normas básicas desplazarían y derogarían las normas comunitarias que se les opusieran.

Por lo demás, las bases de la ordenación no tienen por qué ser normas estables —en el ámbito del crédito y la banca, pueden ser bases de la ordenación normas coyunturales, dictadas por razón de política económica y crediticia unitaria (STC 48/1988 de 22 de marzo).

Finalmente, y éste quizá sea el aspecto más sorprendente, las «bases de la ordenación» no tienen por qué ser normas —ciertos actos de ejecución que son complemento necesario para garantizar la aplicación eficaz de la competencia estatal, también pueden constituir bases de la ordenación del crédito. Así, el TC ha aceptado como básicas ciertas funciones ejecutivas del Banco de España, en la medida en que son precisas para asegurar el adecuado funcionamiento de las 9

entidades de crédito o la efectividad de la política financiera del Estado (STC 48/1988 de 22 de marzo). La inclusión de estas funciones ejecutivas dentro del concepto «bases de la ordenación», constituye claramente un pie forzado, que el TC se ha visto obligado a cometer para no diluir las importantísimas funciones que el Banco de España tiene encomendadas para garantizar la solvencia del mercado financiero unitario. El que tales funciones no puedan encontrar otro acomodo que una interpretación a todas luces forzada del texto legal, demuestra la falta de acierto del redactor constituyente en esta materia.

- 10 «Crédito, banca y seguros»: queda por analizar a qué se refiere la CE al hablar de bases de ordenación del crédito, banca y seguros. Excluyendo este último concepto, tangencial en esta obra, y centrándonos en el concepto «crédito y banca», plantea éste una serie de cuestiones.

En una primera aproximación, «crédito» coincide claramente con lo que se ha denominado *supra* como «mercado de crédito»: es el mercado, en el cual las entidades de crédito intermedian, añadiendo su propia solvencia, entre ahorradores y demandantes de crédito. Dado que el mercado bancario constituye un submercado dentro del de crédito, la referencia a la banca realmente es redundante.

- 11 El gran problema que se plantea es si, dentro del concepto «crédito» puede entenderse incluido el *mercado de valores*. La cuestión no es baladí, porque en la larguísima enumeración de competencias que el artículo 149.1 CE reserva al Estado central, no se incluye referencia alguna al mercado de valores. A la vista de este silencio, se plantea *prima facie* la conclusión que la materia bursátil puede corresponder alternativamente a las CC.AA. que tengan atribuida esta materia en sus respectivos Estatutos, lo que ocurre en varios supuestos, o al Estado en caso contrario (art. 149.3 CE). Esta conclusión sin embargo lleva a consecuencias insostenibles.

Es posible que el legislador constitucional haya pecado de «cierta imprevisión» al regular las competencias del mercado de valores (la expresión es de SÁNCHEZ ANDRÉS: «En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español» en *RDM* 155 [1980], p. 41), imprevisión propiciada quizá por la crisis que el mercado vivía al discutirse la carta magna. La imprevisión del legislador no puede, sin embargo, servir de excusa para la atomización del mercado de valores nacional, con la inevitable consecuencia de su desaparición a nivel internacional. La globalización de los mercados está llevando a una feroz competencia a nivel internacional, en la que incluso el mercado español unificado no tiene fácil la supervivencia—su división en taifas autonómicas implicaría la inevitable pérdida de protagonismo y desaparición a medio plazo. Por ello es imprescindible una interpretación generosa de la CE, que incluya el mercado de valores dentro de las competencias estatales.

La fórmula más eficaz para alcanzar dicho objetivo constituye la de interpretar el término «crédito» utilizado en el artículo 149.1.11.º CE en un sentido amplio, para incluir también el mercado de valores. Así lo hace la STC 96/1984 de 19 de octubre, que integra el mercado de valores (de capitales, se dice, aunque los conceptos, sobre todo antes de la LMV, son sinónimos) dentro del concepto de «crédito» (la STC, por lo demás, es totalmente desgraciada, pues analizando las competencias en materia de emisión de obligaciones, llega a la conclusión que si bien es competencia estatal la fijación de la fecha de emisión, la aprobación del folleto puede corresponder a la Comunidad Autónoma, en el caso concreto a la vasca).

La LMV: como buena ley estatal, la LMV reserva casi todas las potestades legislativas, de desarrollo y de ejecución a la administración central y a la CNMV. La fundamentación constitucional de esta decisión es delicada, puesto que las CC.AA. vasca, catalana, valenciana, navarra, gallega y andaluza, tienen competencia «exclusiva» para regular unos «fantasmales» (el adjetivo es de JIMÉNEZ-BLANCO, *Derecho público del Mercado de Valores* [1989] p. 87) «centros de contratación de valores», «de conformidad con la legislación mercantil» (art. 10.29 EAPV, art. 9.20 EACat, art. 31.20 EAVal, art. 44.28 EANav, art. 27.28 EAGal, art. 13.15 EAAnd). Quizá por esta razón, la LMV ha buscado su apoyo constitucional no en el artículo 149.1.11.º, sino declarando en su Exposición de Motivos que la unidad del sistema financiero nacional y el hecho que gran parte de los preceptos de la ley constituyan normas de derecho mercantil, justifican la total marginación de las competencias de las CC.AA. en la ley (limitadas a las previsiones, de poquísimo fuste, contenidas en los arts. 25, 45, 48, 54, 84 y 93 LMV). Si a eso se añade que las CC.AA. no están representados en el Consejo de Administración de la CNMV, sino únicamente en el Comité Consultivo, no puede sorprender, pues, que tanto el Gobierno Vasco como la Generalitat de Cataluña hayan interpuesto sendos recursos contra la LMV ante el TC, pendientes de resolución. 12

b) *Las competencias autonómicas*

Todas las *competencias* no incluidas en el artículo 149.1 CE pueden legalmente ser *asumidas por las CC.AA.* en sus respectivos Estatutos, correspondiendo al Estado las no incluidas en ellos (ver art. 149.3 CE). A su vez las competencias que corresponden a las CC.AA. pueden ser exclusivas, lo que, en contra de lo que a primera vista pudiera parecer, no quiere decir que no las compartan con el Estado, sino que tienen poder para legislar, desarrollar legislativamente y ejecutar administrativamente, pero siempre dentro de las normas básicas estatales en materia de crédito y banca. Si a esto añadimos que múltiples atribuciones están sujetas a condiciones y restricciones, que 13

aún tratándose de competencias idénticas la redacción de la norma estatutaria no siempre es igual y que no existe simetría alguna en la atribución de cierta competencia a una Comunidad y no a otra, ni causa que justifique la asimetría, se puede concluir sin miedo a equivocarse que la frase de MARTÍN-RETORTILLO «la situación es heterogénea por demás» (*Derecho Administrativo Económico II* [1991] p. 98) sea un piadoso *understatement*.

Intentando imponer un mínimo de orden en este desorden legislativo, las competencias de las diferentes CC.AA. que afectan al mercado financiero se podrían resumir de la siguiente forma (para un cuadro de la materia véase CUERVO/PAREJO/RODRÍGUEZ: *Manual del sistema financiero* [1988], p. 226, MARTÍN OVIEDO, *Ordenación legal del sistema financiero español* [1987] p. 60):

- 14 (i) *Ordenación del crédito, banca y seguros*: aunque la determinación de las bases en esta materia constituye competencia estatal exclusiva, una serie de CC.AA. (País Vasco [art. 11.2], Cataluña [art. 10.1], Andalucía [art. 15.3], Valencia [art. 32.4], Navarra [art. 57.e]), Castilla-León [art. 29.5] —sorprendentemente no Galicia) tiene atribuido el desarrollo legislativo y la ejecución. Esta atribución competencial, de muy difícil justificación racional, debe ser objeto de una interpretación ciertamente restrictiva, para evitar que la proliferación de reglamentos autonómicos o la actuación de dichas autoridades socaven la unidad del mercado, del sistema financiero y de la política económica unitaria (también muy cauto: MARTÍN-RETORTILLO, op. cit. p. 99). Hay que reconocer que hasta la fecha el uso que de esta competencia se ha realizado por las CC.AA. es muy moderado.
- 15 (ii) «*Cajas de ahorro, instituciones de crédito cooperativo, público y territorial*»: [algunos Estatutos se refieren a instituciones de crédito corporativo (sic), público y territorial —se trata indudablemente de un error, pues la referencia debe ser claramente a «crédito cooperativo», no «crédito corporativo» que carece de todo sentido; surgida la errata, ésta es copiada mimética y negligentemente por los sucesivos Estatutos (País Vasco, Galicia, Cataluña, Andalucía, Asturias, Cantabria, Rioja, Navarra, Madrid)].

En esta materia tienen competencias exclusivas (legislativa, reglamentaria y de ejecución) el País Vasco (art. 10.26), Cataluña (art. 12.1.6), Galicia (art. 30.1.5), Andalucía (art. 18.1.3.^a), Valencia (art. 34.1.6) y Navarra [art. 56.1.e) y f)], pero siempre en el marco de las bases que el Estado dicte (según se expresa en cada uno de los Estatutos, aunque con fórmulas diferentes). Para incrementar la confusión, todas las demás CC.AA. (menos Aragón) tienen en este ámbito competencia pero limitadas al desarrollo legislativo y de ejecución (con la excepción de Murcia, que por alguna extraña razón, no tiene

competencia en materia de cooperativas de crédito —cfr. art. [11.c)] EA Mur).

El significado exacto de la expresión «instituciones de crédito cooperativo, público y territorial» es difícil de definir. Claramente forman parte de él las cooperativas de crédito y cajas rurales (que conforman el crédito cooperativo); por instituciones de crédito público y territorial habrá que entender la constitución de entidades de derecho público, con la finalidad de financiar a la propia Comunidad, o a sus organizaciones territoriales (municipios, comarcas, provincias ...). Pero para complicar aún más las cosas, seis Comunidades (Asturias, Baleares, Castilla-León, Madrid, Murcia y Valencia) tienen competencia expresa para la creación de instituciones públicas de crédito de la propia Comunidad, con independencia de la competencia general sobre instituciones de crédito público. En uso de esta facultad, la Comunidad Valenciana ha creado por L. de 28 de diciembre de 1990 el Instituto Valenciano de Finanzas, como entidad de derecho público sujeta a la Generalidad, para ejercitar funciones de control, inspección y disciplina en el mercado financiero. 16

El sistema diseñado por la CE y los diferentes Estatutos es asistemático, contradictorio, extraordinariamente complejo y ha dado lugar a multitud de problemas: ¿Cómo se coordina la labor de la Administración central y las CC.AA. que comparten competencias exclusivas sobre las cajas de ahorros y cooperativas de crédito? ¿Qué ocurre cuando una institución se constituye en un territorio de una Autonomía, pero después realiza actividad empresarial y abre sucursales en territorio estatal o de otra Comunidad? ¿Cuál será la normativa aplicable? ¿Quién será la Autoridad competente para vigilar y sancionar?

A la vista de este desbarajuste, la LORCA (DF 5.^o) pretendió circunscribir las competencias de las CC.AA. a las instituciones domiciliadas en su Comunidad, y a la actividad realizada en su territorio, y además atribuir al Estado todas las competencias, siempre que más del 50 % de los recursos se captaran fuera de la Comunidad de domicilio. El TC (en S. de 22 de marzo de 1988), declaró inconstitucional la mencionada regla, estableciendo que las actividades de las cajas fuera del ámbito de la Comunidad de domicilio, quedarán «sometidas a la competencia de la Comunidad en que se realicen» [ver *in extenso* Cap. III.3.F) *infra*]. 17

Para evitar problemas en materia de disciplina e intervención, y recoger la doctrina del TC, el artículo 42.2 LDIEC (redactado después y a la luz de la STC de 22 de marzo de 1988) otorga al Banco de España facultades sancionadoras respecto a las cajas de ahorros únicamente «en la medida en que el adecuado funcionamiento del sistema monetario o crediticio nacional aconseje el ejercicio uniforme de dicha potestad» —término que aparentemente ha salvado la cons-

titucionalidad del artículo 42.2 LDIEC, pero que permite la coexistencia de un doble ámbito sancionador y que crea una insostenible inseguridad jurídica.

- 18 (iii) *Bolsas y centros de contratación de valores*: el Estatuto del País Vasco reconoce entre las competencias exclusivas de la CA el «establecimiento y regulación de bolsas de comercio y demás centros de contratación de mercancías y de valores conforme a la legislación mercantil» (art. 10.29). En los sucesivos Estatutos desaparece la mención a las bolsas, pero se atribuye similar competencia exclusiva a Cataluña (art. 9.20), Galicia (art. 27.28), Andalucía (art. 13.15), Valencia (art. 31.20) y Navarra (art. 44.28) (que sorprendentemente vuelve a utilizar el concepto «Bolsa de Comercio»). Canarias, por su parte, tiene simple competencia ejecutiva, pero sin capacidad legislativa o reglamentaria en la materia (art. 34.3.4), y las demás CC.AA. no tienen nada. Las anteriores facultades han sido, sin embargo, socavadas por la LMV, cuya constitucionalidad como ya se ha dicho está pendiente de recurso ante el TC.

C) FUENTES LEGALES Y REGLAMENTARIAS

- 19 Las leyes y los reglamentos, emanados primordialmente del Estado, y en ciertos supuestos de las CC.AA., cuando éstas tienen competencias en la materia, son la principal fuente del Derecho del mercado financiero. Al no existir una regulación unitaria del mercado financiero, la estructura normativa diferencia entre mercado de crédito y mercado de valores, adoptando además soluciones muy diferentes en ambos casos.
- 20 En el *mercado de crédito* no existe una ley general y omnicompreensiva: por un lado se mantiene con absoluta precisión la distinción entre derecho público y derecho privado, y por otro, dentro de la vertiente administrativa, se ha rehuido una ley general, decantándose el legislador por la solución de múltiples leyes especiales.

Los aspectos iusprivatistas del derecho del mercado de crédito se hallan mencionados en el C.Com., en la Ley Cambiaria y del Cheque, en la Ley de Usura de 1908 y en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios —la parquedad de las normas es sin embargo tal que decir que existe una regulación coherente y sistemática sería una exageración.

Por lo que atañe a las normas de carácter administrativo, cada tipo de entidad de crédito tiene una ley que le sirve de marco básico, ley que a su vez ha sido objeto de un extenso, asistemático y frecuentemente contradictorio desarrollo reglamentario:

- el *Banco de España* está sujeto al Título I de la LOB de 1946, al DL 18/1962 de 7 de junio, de Nacionalización y Reorganización, a la Ley 30/1980 de 21 de junio, de Organos Rectores, y a sus Estatutos y Reglamento, nada menos que de 1946 y 1947;
- los *bancos privados* se siguen rigiendo básicamente por la LOB de 1946 (Tit. II), y por la extensísima maraña de normas que la han desarrollado;
- más vetusta aún es la regulación de las *cajas de ahorros*, constituida por su Estatuto aprobado por D. de 14 de marzo de 1933, complementado por la Ley de Organos Rectores (Ley 31/1985 de 2 de agosto). Esto a nivel estatal, pues a nivel CC.AA., existe la Ley de Cajas de Ahorro de Cataluña (Ley 15/1985 de 1 de julio, modificada por Ley 6/1989 de 25 de mayo) y la Ley de Cajas de Ahorro gallegas (Ley 7/1985 de 17 de julio, modificada por Ley 6/1989 de 10 de mayo), objeto ambas de las STC de 22 de marzo de 1988; así como diversas leyes y reglamentos de las restantes CC.AA. (ver *in extenso* Cap. III *infra*);
- las *cooperativas de crédito*, reguladas por Ley 13/1989 de 26 de mayo, con normativa auxiliar y a las que también son de aplicación normas promulgadas por las CC.AA. en sentido de regulación general de cooperativas; existen además, normas autonómicas de carácter especial, entre las que destaca la Ley catalana 1/1985 de 14 de enero, que regula las secciones de crédito de las cooperativas, y diversas normas reglamentarias específicamente dedicadas a las cooperativas de crédito;
- las *sociedades de financiación* reguladas por RD 896/1977 de 28 de marzo, las de *crédito hipotecario* por la Ley 2/1981 de 23 de marzo, las de *arrendamiento financiero* por la DA 7.^a LDIEC, las SMMD por el RD 771/1989 de 23 de junio, todas ellas con extenso desarrollo reglamentario.

Aparte de las normas que regulan cada clase de entidad, existen 21 tres leyes —cada una a su vez con amplios reglamentos— que disciplinan áreas específicas comunes a todos los intermediarios: la Ley 26/1983, el coeficiente de caja, la Ley 13/1985, los coeficientes de inversión y recursos propios (así como ciertos aspectos contables) y la propia LDIEC todo lo relativo a régimen sancionador e intervención.

En el *mercado de valores* la situación normativa es totalmente diferente: los aspectos de derecho público y derecho privado se hallan 22 todos ellos regulados por una gran ley marco, la 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, precisada de un extenso desarrollo reglamentario, parcialmente ya realizado y parcialmente aún pendiente de promulgación [sobre la génesis, los objetivos y el desarrollo de

la Ley, ver I.1.C) *supra*]. Fuera del gran manto de la LMV únicamente quedan las instituciones de inversión colectiva, reguladas por su propia Ley (46/1984 de 26 de diciembre, profundamente modificada por la propia LMV, con extenso desarrollo reglamentario).

D) CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LA CNMV

23 Dentro de las normas legales y reglamentarias merecen especial atención las Circulares del Banco de España y de la CNMV que cubren una doble función: por un lado incorporan órdenes que la entidad supervisora hace llegar a los intermediarios financieros, en ejercicio de su potestad de dirección, y por otro regular relaciones jurídicas entre privados (no sólo las de los intermediarios, sino incluso las de los intermediarios y sus clientes) en ejercicio de una potestad reglamentaria.

24 El *valor jurídico* de las Circulares del Banco de España fue objeto de una viva polémica, puesto que no existía norma alguna que legitimara su existencia (cfr. PARADA: «Valor jurídico de la Circular», en *RDBB* 2, [1981] y Tomás-Ramón FERNÁNDEZ: «Los poderes normativos del Banco de España» en *RDBB*, 13, [1984]).

El problema ha sido resuelto por la DA 8.ª LDIEC y el artículo 15 LMV, que conceden poderes normativos de desarrollo tanto al Banco de España como a la CNMV. Tales poderes se justifican fácilmente si se tiene en cuenta que en el mercado financiero la variabilidad de circunstancias es enorme y depende de claves lejanas, que no pueden ser atendidas ni por el legislador ni por el lento proceder de los reglamentos emanados del Gobierno o del Ministerio de Economía y Hacienda.

25 A pesar de ello, la atribución de potestades a entes con personalidad jurídica diferente a la del Estado, planteó grandes problemas a la hora de redactar la LDIEC, en parte basados en una interpretación literalista del artículo 97 CE, que atribuye al Gobierno el ejercicio de la potestad reglamentaria.

Por esta razón, el ejercicio de la potestad reglamentaria por el Banco de España y la CNMV está sujeta a una serie de *requisitos*:

- en primer lugar, la potestad reglamentaria solo puede ser utilizada para el adecuado ejercicio de las competencias legalmente atribuidas;
- en segundo lugar, es imprescindible que exista un Real Decreto u Orden del Ministerio de Economía y Hacienda que deba ser objeto de desarrollo y ejecución —es decir, no cabe que una Circular desarrolle directamente una ley (como lo permitía el art. 6

Ley 26/1983 de 26 de diciembre de coeficiente de caja); esta exigencia, que convierte a las Circulares en normas reglamentarias de segundo grado, ha sido duramente criticada (Tomás-Ramón FERNÁNDEZ: *Comentarios a la LDIEC* [1989], p. 189);

- en tercer lugar, es imprescindible que el Real Decreto o la Orden habiliten expresamente el desarrollo reglamentario mediante Circular; (muy crítico, exigiendo que la autorización provenga de la ley: MARTÍN RETORTILLO, op. cit. p. 122);
- en cuarto lugar, las Circulares tienen que ser aprobadas por el Consejo del Banco de España o de la CNMV (art. 15.9 LORBE y art. 15.II LMV), no surtiendo efecto hasta tanto sean publicadas en el BOE y entren en vigor, según el artículo 2 C.c., a los 20 días de su publicación, si en ellas no se dispusiera otra cosa (art. 15.II LMV *in fine*, también aplicable al Banco de España).

En cuanto a las Circulares del Banco de España dictadas antes de la entrada en vigor de la LDIEC, y por lo tanto sin base jurídica clara, se han declarado subsistentes, ordenándose la publicación de un texto refundido de todas ellas antes del 29 de julio de 1989, lo que, con claro incumplimiento del mandato legal, todavía no ha ocurrido (DT 3.ª LDIEC). 26

E) DECISIONES DE LAS SOCIEDADES RECTORAS

Las *Sociedades Rectoras de las Bolsas* aprueban y publican acuerdos, al que dan el nombre de «Circulares». A primera vista podría pensarse que tales Circulares comparten la naturaleza de las que emanan del Banco de España y de la CNMV, constituyendo verdaderas normas jurídicas de obligado cumplimiento por todos. Nada más lejos de la realidad, ya que *stricta lege* las Circulares no son «Circulares» sino meras «decisiones», tal como las llama el artículo 15 RD 726/1989. Estas decisiones son de obligado cumplimiento, pero únicamente para las personas que se relacionen con la bolsa (art. 15.1 RD 726/1989), y cuando tienen por objeto la ordenación de aspectos determinados de la contratación o del mercado o la fijación de requisitos o criterios en cumplimiento de una disposición legal o reglamentaria, deberán ser publicadas en el Boletín de Cotización (art. 15.2 RD 726/1989) (véase *in extenso* Cap. VII *infra*). 27

F) Usos

Aunque históricamente el uso fue una fuente del Derecho mercantil importante, y de ahí la prevalencia que el artículo 2 C.Com. le 28

otorga, lo cierto es que en la actualidad carece prácticamente de relevancia. El carácter incierto del propio uso, su carácter dispositivo y su sustitución por pactos y condiciones generales, y la propia generalización de las normas escritas, han propiciado la decadencia/desaparición del uso.

En el derecho del mercado financiero, la pérdida de importancia de los usos se manifiesta, si cabe, con mayor agudeza. Excluidos por naturaleza del ámbito del derecho público, su relevancia en la regulación de las relaciones inter partes es anecdótica [hasta el punto que el único uso mercantil que se utiliza comúnmente en el ámbito del Derecho bancario y bursátil lo constituye la naturaleza «salvo buen fin» de todo contrato descuento; sobre el tema, especial, de las Reglas y Usos Uniformes en materia de créditos documentarios, cfr. Cap. VI 4.J).b) *infra*].

CAPITULO II
EL DERECHO COMUNITARIO
DEL MERCADO FINANCIERO

1. Principios generales

Como hemos destacado ampliamente en el capítulo anterior, la adhesión de España a la CEE y la consiguiente recepción del Derecho comunitario europeo ha sido una de las causas fundamentales, probablemente la más importante, de la reforma de nuestros mercados de crédito y valores. Ello exige que abordemos el Derecho comunitario del mercado financiero con carácter previo al estudio del Derecho interno ya que no es posible comprender éste adecuadamente sin una referencia al marco comunitario en que se inserta y cuya política está encaminada a la creación de un gran espacio financiero europeo. 1

El Derecho comunitario del mercado financiero se ha desarrollado sobre las siguientes bases: 2

- En primer lugar, la consecución de la libre circulación de capitales dentro de la CEE, de manera que todos los residentes de la CEE puedan operar sin restricciones en los mercados financieros de cualquiera de los Estados miembros.
- En segundo lugar, asegurada la libre circulación de capitales, pretende alcanzarse la Unión Económica y Monetaria (UEM) que es el objetivo más importante del Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992, donde se fijan las condiciones para acceder al estadio final del proceso, en el que existirá una moneda única y un banco central europeo.
- En tercer lugar, la promulgación de directivas relativas al mercado de crédito, cuyo fin es asegurar la libertad de establecimiento y prestación de servicios bancarios en la CEE y establecer reglas comunes de funcionamiento en la actividad y supervisión bancaria.
- En cuarto lugar, las directivas relativas al mercado de valores, con el fin de dotar a los mercados de valores de la CEE de un mínimo equivalente en cuanto a condiciones de admisión a cotización, difusión de información y protección del inversor. También se pretende asegurar la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios en los mercados de valores de la CEE.
- Por último, existe el proyecto, fallido por el momento y desarrollado en buena parte al margen de las propias instituciones comunitarias, aunque apoyado por éstas, de unificar las principales bolsas

comunitarias a través de un sistema de interconexión que permita el funcionamiento de una bolsa europea, que supere el fraccionamiento actual y alcance una dimensión comparable a las bolsas de Tokyo o Nueva York.

2. La liberalización de los movimientos de capitales

A) EL TRATADO DE ROMA

- 1 La liberalización de los movimientos de capitales se contempló ya, aunque timidamente, en el Tratado de Roma (arts. 63 a 73, 106, 108 y 109). El artículo 67 disponía que «los Estados miembros suprimirán progresivamente entre sí, durante el período transitorio y en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común, las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas residentes en los Estados miembros, así como las discriminaciones de trato por razón de la nacionalidad o residencia de las partes o del lugar de la inversión de los capitales».
- 2 Los principios que se derivaban de éste y los demás artículos citados del Tratado eran los siguientes:
 - Principio de supresión progresiva de las restricciones a la libre circulación de capitales en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común (art. 67).
 - Aplicación no discriminatoria de restricciones por razón de nacionalidad, residencia de las partes o lugar de inversión de los capitales (art. 67.1)
 - Los Estados miembros debían procurar no introducir ni adoptar nuevas normas que fueran más restrictivas que las existentes en el momento de la firma del Tratado (art. 71). Esta cláusula de *stand still* se asemejaba a las que se incluyen en otras disposiciones del Tratado (arts. 12, 53 y 62), aunque en este caso la prohibición revestía un carácter menos categórico.
 - Cláusulas de salvaguardia relativas a los movimientos de capitales cuando hubiera distorsión debido a la distinta normativa de cambios respecto de terceros países (art. 70), cuando los movimientos de capitales provocasen perturbaciones en el funcionamiento del mercado de capitales (art. 73), en caso de dificultades o amenaza grave de dificultades en la balanza de pagos (art. 108) y en caso de crisis súbita en la balanza de pagos (art. 109).

- Principios relativos a las relaciones con terceros países sobre la base de la coordinación progresiva de las políticas de los Estados miembros en materia de cambios, respecto a los movimientos de capitales entre dichos Estados y terceros países (art. 70).

En relación con la regulación de la libre circulación de capitales contenida en el Tratado de Roma y, en particular, en el artículo 67, la cuestión fundamental que se planteó fue la del «efecto directo» de dichos preceptos. En los casos del derecho de establecimiento (art. 52), la prestación de servicios (art. 59), y los pagos corrientes y transacciones invisibles (art. 106), la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas ha mantenido que el principio de liberalización establecido por el Tratado de Roma está formulado en términos absolutos; en consecuencia, tienen plena vigencia y pueden ser directamente aplicados al término del período transitorio, por lo que cualquier nacional de un Estado miembro puede invocarlos ante la administración y los tribunales de justicia.

Sin embargo, en materia de libre circulación de capitales, el artículo 67.1 del Tratado establecía la supresión de las restricciones «en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común». La posición alemana en este tema (ver las observaciones del Gobierno federal en el asunto *Casati* citado más abajo) era que la circulación de capitales debía ser libre al final del período de transición, si bien cabían excepciones basadas en razones de política monetaria de los Estados miembros. Según la interpretación alemana, la reserva del artículo 67 no introducía una condición para la abolición de restricciones sino que simplemente limitaba su alcance.

Esta interpretación no fue aceptada por el Tribunal de Justicia, que en su sentencia en el ya mencionado asunto *Casati* (11 de noviembre de 1981, asunto 203/80, Rec. 1981, p. 2595) mantuvo que la limitación contenida en el artículo 67.1 tenía un valor permanente, incluso después del período transitorio. Por tanto, la referencia del artículo 67 a la liberalización de capitales «en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común» era entendida por el Tribunal de Justicia como una reserva que impedía el efecto directo de la norma. Valorar cuándo la liberalización de una determinada operación era o no necesaria para el buen funcionamiento del mercado común era competencia del Consejo y debía traducirse en la adopción de las directivas previstas en el artículo 69.

Sin embargo, en virtud del Tratado de la Unión firmado en Maastricht, los artículos 73b y 73h reemplazarán a los artículos 67 a 73 del Tratado de Roma, con efecto al 1 de enero de 1994. En este sentido es importante señalar que el nuevo artículo 73b pone la libertad de circulación de capitales al mismo nivel que las otras libertades fundamentales enumeradas en el Tratado, dotándola de efecto directo.

- 6 Así pues, el Derecho derivado ha tenido históricamente una importancia fundamental en materia de libre circulación de capitales. La evolución del Derecho derivado en la materia, se analiza a continuación.

B) EL DERECHO DERIVADO HASTA 1986

a) *La Primera y Segunda Directivas de 1960 y 1962*

- 7 En cumplimiento de lo previsto en el artículo 69 del Tratado, se aprobó el 11 de mayo de 1960 la Primera Directiva para la aplicación del artículo 67 del mismo (DOCE 1960 921/60). Esta Directiva sería modificada poco después por la Segunda Directiva (62/21/CEE) de 18 de diciembre de 1962 (DOCE 1963 62/63).
- 8 Estas Directivas agrupaban los movimientos de capitales en cuatro listas (A, B, C y D).
- 9 De acuerdo con lo previsto en el artículo 1 de la Directiva, los Estados miembros debían otorgar toda autorización de cambio que fuera precisa para la celebración o ejecución de las transacciones y para las transferencias entre residentes de los Estados miembros, correspondientes a los movimientos de capitales enumerados en la lista A (entre los que se incluían las inversiones directas, inversiones inmobiliarias, donaciones y asignaciones, transferencias de emigrantes y de pequeña importancia, concesión y reembolso de créditos a corto y medio plazo relacionados con transacciones comerciales en la que participe un residente, derechos de autor, etc.).
- 10 Respecto de las operaciones enumeradas en la lista B (entre las que se incluían la adquisición por no residentes de títulos negociados en bolsa y la adquisición por residentes de títulos extranjeros negociados en bolsa), el artículo 2 de la Directiva obligaba a los Estados miembros a otorgar autorizaciones generales para la celebración o ejecución de dichas operaciones. La diferencia de esta autorización en relación con la de la lista A era que en la A se exigía una autorización individualizada mientras que en la B la autorización era general y previa. Sin embargo, esta distinción entre las listas A y B resultó poco operativa, ya que el artículo 5 de la citada Directiva autorizaba en cualquier caso a los Estados miembros a llevar a cabo controles para comprobar la naturaleza y realidad de las transacciones.
- 11 En cuanto a las operaciones incluidas en la lista C, se establecía la obligación de los Estados miembros de otorgar toda autorización requerida para la celebración o ejecución de tales transacciones aunque se permitía mantener o restablecer las restricciones cambiarias a los movimientos de capitales que existieran en la fecha de entrada en

vigor de la Directiva, cuando la libertad de dichos movimientos pudiera obstaculizar la consecución de los objetivos de política económica de un Estado Miembro (entre otras, emisión y colocación de títulos de una empresa nacional en un mercado de capitales extranjero, inversiones extranjeras de cartera en títulos no negociados en bolsa, créditos comerciales a largo plazo y no comerciales a medio y largo plazo y fianzas sobre los mismos). En la práctica, sin embargo, la obligación de liberalizar afectó únicamente a ciertos países (Bélgica, Luxemburgo y Alemania), por ser éstos los únicos que no mantenían entonces restricciones relativas a dichos movimientos de capital.

Por último, en la lista D se incluían las operaciones respecto de las cuales no había, según el artículo 4 de la Directiva, ningún tipo de liberalización obligatoria sino tan sólo la obligación de mantener informada a la Comisión de las restricciones que cada miembro aplicaba (entre otras, inversiones a corto plazo en títulos del mercado monetario, apertura de cuentas corrientes y créditos a corto plazo no relacionados con operaciones comerciales). 12

b) *La Directiva 85/583 CEE de 20 de diciembre de 1985*

El primer avance en materia de liberalización de los movimientos de capitales en la CEE desde 1962, fue la aprobación en 1985 de la Directiva 85/583 de 20 de diciembre por la que se modificó la Directiva de 11 de mayo de 1960 en lo relativo a la adquisición de participaciones en organismos de inversión colectiva (DOCE 1985 L 372/39). 13

En efecto, desde la aprobación de la Directiva de 1962, no se había producido en los años sesenta y setenta ningún avance en el proceso liberalizador. Antes al contrario, diversos países (casos de Francia, Reino Unido e Italia) habían introducido cláusulas de salvaguardia para restringir los movimientos de capital. 14

La situación de estancamiento era reconocida por la Comisión en el Documento COM (83) 267 final, de 18 de abril de 1983, que ha constituido el punto de partida para la profundización en la libertad de movimientos de capitales y la consecución de la integración financiera, actualmente en curso. 15

El Libro Blanco del Mercado Interior presentado por la Comisión al Consejo Europeo en junio de 1985, cuyo propósito era conseguir un mercado interior único en la CEE en 1992, insistía en la necesidad de la liberalización de los movimientos de capital y en limitar las cláusulas de salvaguardia. 16

Poco después de la presentación del Libro Blanco de Mercado Interior, se produjo la aprobación de la Directiva 85/583/CEE de 20 17

de diciembre. Esta Directiva se aprobó conjuntamente con la Directiva 85/611/CEE de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes a determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DOCE 1985 L 375/3, modificada por Directiva 88/220/CEE de 22 de marzo de 1988, DOCE 1988 L 100/31). Para que esta Directiva fuera más eficaz, se consideró oportuno modificar la primera Directiva de liberalización de movimientos de capitales pasando la adquisición de participaciones de estos organismos de la lista C a la lista B, siempre y cuando estuvieran sujetas a la Directiva 85/611/CEE.

Como hemos señalado, la aprobación de la Directiva 85/583/CEE tuvo el mérito de romper el bloqueo que se había producido en la materia desde 1962. Sin embargo, pronto quedaría obsoleta por nuevos y significativos avances en la liberalización de capitales en la CEE.

C) LA DIRECTIVA 86/566/CEE DE 17 DE NOVIEMBRE DE 1986

18 El avance en la liberalización de los movimientos de capitales continuó con la aprobación de la Directiva 86/566 CEE de 17 de noviembre de 1986 (DOCE 1986 L 322/22). Las modificaciones introducidas por esta Directiva fueron las siguientes:

- Las cuatro listas de la Directiva de 1960 quedaron reducidas a tres al refundirse las listas A y B en la nueva lista A que quedaba liberalizada incondicionalmente. La antigua lista C pasa a denominarse lista B, sujeta a la ausencia de distorsiones en materia de cambio y balanza de pagos, y la lista D pasa a ser la lista C (no liberalizada).
- Se amplió la lista de operaciones incluidas en la lista A con la incorporación a la misma de algunas transacciones antes pertenecientes a la lista C (créditos comerciales a largo plazo en los que participase un residente, inversiones exteriores de cartera en títulos no negociados en bolsa y la admisión en el mercado interior de capitales de títulos extranjeros de renta fija o variable cotizados en bolsas extranjeras así como de participaciones en fondos de inversión mobiliaria sujetos a la Directiva 85/611/CEE).
- Los Estados miembros se comprometieron a no hacer más difíciles los procedimientos de autorización requeridos a la fecha de entrada en vigor de la Directiva y a simplificar en lo posible las formalidades de autorización y de control aplicables a la celebración y ejecución de las transacciones y transferencias.

- Se estableció la fecha del 28 de febrero de 1987 para que los Estados miembros se ajustasen a la Directiva, contemplándose periodos transitorios para España y Portugal.

D) LA DIRECTIVA 88/361/CEE DE 24 DE JUNIO DE 1988

Finalmente, el último gran paso para la liberalización de los movimientos de capitales se dio en junio de 1988 con la aprobación de la Directiva 88/361/CEE, por la que se consagra la liberalización total de movimientos de capitales en la CEE (DOCE 1988 L 178/5) y el Reglamento del Consejo 1969/88 de 24 de junio, por el que se establece un mecanismo único de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros (DOCE 1988 L 178/1). 19

Centrándonos en la Directiva 88/361/CEE, en su artículo 1 se dispone que los Estados miembros suprimirán las restricciones a los movimientos de capitales entre las personas residentes en los Estados miembros. El plazo establecido para la entrada en vigor de la Directiva era el 1 de julio de 1990, fecha en la que quedó derogada la primera Directiva de 11 de mayo de 1960. Se establecieron no obstante, periodos transitorios para España, Portugal, Grecia e Irlanda. Asimismo, se permitió a Bélgica y Luxemburgo mantener temporalmente un doble mercado de cambios. 20

Adicionalmente, la Directiva regula en sus artículos 2 y 3 cláusulas de salvaguardia. En particular en el artículo 3 se prevé que en caso de que unos movimientos de capitales a corto plazo excepcionalmente amplios provoquen fuertes tensiones en los mercados de cambio y graves perturbaciones en la dirección de la política monetaria y de cambio de un Estado miembro, la Comisión podrá autorizar a dicho Estado miembro a adoptar con respecto a los movimientos de capitales enumerados en el Anexo II de la Directiva, las medidas de salvaguardia cuyas condiciones y modalidades definirá la propia Comisión. 21

El artículo 4 de la Directiva establece que las disposiciones de la misma no prejuzgarán el derecho de los Estados miembros a adoptar las medidas indispensables para impedir las infracciones a sus leyes y reglamentos, en particular, en materia fiscal o de control prudencial de las entidades financieras, y establecer procedimientos de declaración de los movimientos de capitales que tengan por objeto la información administrativa o estadística.

Asimismo, el artículo 4 dispone que los Estados miembros se esforzarán por conseguir que el régimen que apliquen a las transferencias correspondientes a los movimientos de capitales con países terceros alcance el mismo grado de liberalización que en las operaciones que tengan lugar con los residentes de los demás Estados miembros. 22

E) APLICACIÓN EN ESPAÑA DE LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALS

- 23 El proceso de aplicación en España de los principios derivados de la legislación comunitaria en materia de libre circulación de capitales ha culminado con la promulgación del Real Decreto 1816/1991 de 20 de diciembre, por el que se liberalizan las transacciones económicas con el exterior y que ha terminado con una larga tradición de normas intervencionistas de control de cambios.
- 24 Hay que señalar, adicionalmente, que la liberalización se ha completado antes de los plazos previstos por la Directiva 88/361/CEE que, como hemos señalado, permitía a España mantener restricciones sobre determinados movimientos de capitales hasta el 31 de diciembre de 1992. La liberalización se extiende no sólo a las transacciones con Estados miembros de la CEE sino también a las realizadas con otros Estados.
- 25 La eliminación de las restricciones a las transacciones exteriores alcanza a la práctica totalidad de las operaciones, manteniéndose tan sólo la exigencia de autorización previa para la exportación física de moneda metálica, billetes de banco, cheques bancarios al portador y oro amonedado o en barras a través de las fronteras nacionales por importe superior a 5.000.000 de pesetas, por considerar tal exigencia en el marco de la lucha contra las actividades delictivas, singularmente el narcotráfico.
- 26 No obstante, la liberalización se ha llevado a cabo con ciertas cautelas. Por una parte, se establecen cláusulas de salvaguardia que permiten el establecimiento transitorio de restricciones ante perturbaciones graves en la política monetaria o de cambios o tensiones en los mercados de divisas sujetas, en la medida en que tales restricciones afecten a la CEE, a lo previsto en la Directiva 88/361/CEE antes citada. Por otra parte, se establecen controles y obligaciones de información y comunicación para permitir el conocimiento estadístico de los cobros y pagos y las transferencias con el exterior con una finalidad fundamentalmente fiscal.

Estos controles se concretan en la obligatoriedad de que los cobros y pagos entre residentes y no residentes así como las transferencias al o del exterior deben efectuarse a través de una entidad de depósito inscrita en los Registros Oficiales del Banco de España que no podrán ejecutar ningún pago o transferencia al exterior sin comprobar el cumplimiento de las obligaciones de información establecidas en el Real Decreto 1816/1991 y disposiciones de desarrollo (Orden de Ministerio de Economía y Hacienda de 27 de diciembre de 1991; Circular 1/1992 de 15 de enero del Banco de España sobre residentes titulares de cuentas bancarias en el extranjero; Circular 2/1992 de 15 de enero del Banco de España sobre préstamos y créditos exteriores;

Circular 3/1992 de 15 de enero del Banco de España sobre cuentas de no residentes abiertas en España y operaciones con billetes y efectos y Circular 11/1992 del Banco de España de 26 de junio que modifica la Circular 2/1992).

Por otra parte, las transacciones relativas a inversiones extranjeras en España e inversiones españolas en el exterior se rigen por sus disposiciones específicas y a ellas nos referiremos ampliamente en el capítulo XI siguiente. 27

3. La Unión Monetaria

A) EVOLUCIÓN HISTÓRICA ANTERIOR AL ACTA ÚNICA

El Tratado de Roma, por el que se instituyó la Comunidad Económica Europea en 1957, se refiere de manera vaga a la integración monetaria en Europa. Sólo de algunos de los ámbitos recogidos en su articulado podemos inferir la idea de una futura integración monetaria; así, por ejemplo: la obligación de que las políticas monetarias de los países miembros no perturben el funcionamiento del mercado común, la paulatina abolición de las restricciones a la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios, la liberalización de los movimientos de capital y la creación de un Comité Monetario, órgano consultivo para seguir la situación monetaria y financiera de los Estados miembros. 1

De este inconexo y difuso entramado normativo no podemos llegar a la conclusión de que los Estados redactores y signatarios del Tratado tuviesen en mente la idea de una unión monetaria.

Sin embargo, con posterioridad a la conclusión del Tratado de Roma, la situación internacional en el plano monetario sufrió importantes cambios que incitaron a los Estados miembros a considerar la adopción de iniciativas en dicha materia.

El auténtico primer paso hacia la unión monetaria se dio con el Plan Barre (1969) donde se recogieron dos objetivos esenciales: 2

- La necesidad de una coordinación de las políticas monetarias, basada en la coherencia y no en la identidad de las mismas.
- La realización de dos etapas para la consecución de la unión monetaria.

Los citados objetivos, fueron recogidos por el informe Werner (1970), pero la crisis económica de 1973 sólo permitió la consecución 3

de algunos de ellos, que habían sido previamente confirmados por el Acuerdo de Basilea, de 10 de abril de 1972:

- La adopción de unos márgenes de fluctuación (más o menos un 2,25 %) entre las monedas comunitarias, con un sistema de intervención propio.
 - La creación del FECOM (Fondo Europeo de Cooperación Monetaria)
 - La elaboración de un programa para la coordinación de las políticas monetarias nacionales.
- 4 La creación del SME (Sistema Monetario Europeo) en 1979, fortaleció y dio forma jurídica comunitaria y nuevo impulso a los objetivos del Acuerdo de Basilea. Los aspectos más relevantes del SME fueron originariamente:
- Mantener el margen de fluctuación del Acuerdo de Basilea (aunque se permitió a la lira italiana una banda de fluctuación del 6 %).
 - La creación del ECU y la asignación a éste de diversas funciones:
 1. Como unidad de cuenta en los mecanismos de «crédito» e «intervención» del FECOM.
 2. Como referencia para la fijación de los tipos de cambio de las monedas participantes en el SME.
 3. Como «indicador de divergencia»: sistema de prevención que avisa a los Estados participantes en el SME si sus monedas se desvían en un determinado porcentaje del tipo de referencia central.
- 5 El éxito parcial del SME, en contraste con la agitada historia del Acuerdo de Basilea, se ha debido a la combinación de diversos factores:
- La mayor disciplina de los Estados miembros a la hora de mantener sus divisas en las bandas de fluctuación previstas.
 - El progreso en la consecución de los objetivos del Tratado de cara a un mercado único financiero.
 - La paulatina aproximación de las políticas económicas de los Estados miembros, sobre todo en cuanto a los medios a utilizar en la lucha contra la inflación se refiere.
 - La ampliación del ámbito de aplicación del ECU como instrumento financiero, tras las reformas del SME de Palermo (1985) y Nyborg (1987).

B) EL ACTA ÚNICA EUROPEA

A pesar de aparecer tan sólo en dos párrafos del preámbulo y en el artículo 20, la mera *referencia expresa* en el Acta Única Europea (que entró en vigor el 1 de julio de 1987), a las cuestiones de carácter monetario, significó un importante avance con respecto al espíritu originario del Tratado CEE. 6

Dos párrafos del preámbulo se refieren a las reuniones y decisiones del Consejo Europeo relacionadas con la unificación monetaria. 7

El artículo 20, que introduce en el Tratado CEE un nuevo capítulo: «Unión Económica y Monetaria» (art. 102 A), establece un concepto de unión monetaria y aboga por un continuo desarrollo de los objetivos de dicha unión en el campo de las políticas económica y monetaria.

La conclusión más importante que podemos deducir de lo dispuesto en el Acta, es que, con ella, se otorga una cierta «capacidad monetaria» a las Instituciones de la Comunidad asentando así las bases del objetivo de la Unión Monetaria. El Acta abría así la puerta a la revisión ulterior llevada a cabo por el Tratado de Maastricht, que, de ser ratificado, dotará a las Instituciones comunitarias de una mayor capacidad de obrar a la hora de poner en práctica el objetivo de la Unión Monetaria. 8

C) EL PLAN DELORS

Publicado el 13 de abril de 1989, el Plan consistía esencialmente en la descripción de tres etapas hacia la unión monetaria y en la definición de un concepto preciso del Sistema Europeo de Bancos Centrales, así como en la propuesta de reformas de los procedimientos de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros. 9

El Plan por etapas contenía un calendario preciso para la primera etapa, (con *comienzo* el 1 de julio de 1990 al mismo tiempo que la total liberalización de los movimientos de capitales) aunque no especificaba la fecha de su terminación; se puede deducir no obstante que la finalización estaría en función de la consecución del mercado financiero único, objetivo básico a cubrir en esta primera etapa.

La segunda etapa que, al igual que la tercera no estaba delimitada en el Plan por una fecha de inicio y otra de terminación, contenía los avances cualitativamente más importantes de cara a la unión monetaria, entre ellos la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Para la tercera etapa se hacía una descripción pormenorizada de lo que será la unión económica y monetaria.

- 10 El Sistema Europeo de Bancos Centrales, según el Plan, debería ser una institución comunitaria con plena autonomía, consistente en un consejo central que coordinara los bancos emisores de los Estados miembros. En el último estadio de la unión monetaria, el Sistema Europeo de Bancos Centrales será responsable de la formulación y ejecución de la política monetaria de los Estados miembros así como del control de cambios respecto a terceras divisas.
- 11 El contenido del Plan Delors encontró su refrendo político en las declaraciones de los Consejos Europeos de Madrid (junio 1989), Estrasburgo (diciembre 1989), Dublín (abril-junio de 1990), donde se acordó convocar una Conferencia Intergubernamental para la unión económica y monetaria que comenzaría el 13 de diciembre de 1990, y Roma (octubre-diciembre de 1990) donde se acordó que la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria comenzaría el 1 de enero de 1994. El proceso ha culminado con la firma en Maastricht, el 7 de febrero de 1992, del Tratado de la Unión Europea (pendiente de ratificación) que ha venido a establecer un calendario preciso, basándose en el Plan Delors inicial.

D) EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA

- 12 El Tratado de la Unión Europea constituye la base jurídica sobre la que se constituirá el futuro de Europa e implica una profunda reforma de los Tratados constitutivos de las Comunidades Europeas. Uno de los aspectos más importantes del Tratado es la Unión Económica y Monetaria (UEM) que supone la existencia de una moneda única y un banco central europeo.

El Tratado de la Unión parte a este respecto de la reafirmación de los principios básicos en materia de libre circulación de capitales recogidos en el Derecho derivado (singularmente en la Directiva 88/361 a la que nos hemos referido con anterioridad), elevándolo a rango de derecho primario, con efectos a partir del 1 de enero de 1994. En este sentido se establece que quedan prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros (respetándose las excepciones existentes hasta el 31 de diciembre de 1995) y entre Estados miembros y terceros países (aunque se respeta la aplicación de cualquier tipo de restricciones existentes a finales de 1993 de conformidad con el Derecho nacional o con el comunitario). Asimismo se reitera que la liberalización de los movimientos de capitales se aplicará sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a adoptar las medidas necesarias para impedir infracciones a su derecho

fiscal y tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública. También se contempla la adopción por el Consejo, en caso de necesidad, de medidas de salvaguardia respecto de los movimientos de capital con destino a terceros países o procedentes de ellos.

En cuanto a la UEM propiamente dicha, el Tratado establece, como se había acordado en el Consejo de Roma, que la segunda fase de la UEM empezará el 1 de enero de 1994. En la segunda fase de la UEM los Estados miembros procurarán evitar déficits públicos excesivos y darán comienzo al proceso que llevará a la independencia de su banco central. Al inicio de la segunda fase se creará y entrará en funciones el Instituto Monetario Europeo (IME) que tendrá personalidad jurídica propia y será dirigido por un consejo formado por un Presidente (nombrado de común acuerdo por los Estados miembros), un Vicepresidente y los Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros (el Vicepresidente se elegirá entre los Gobernadores).

El IME tendrá como funciones:

- Reforzar la cooperación de las políticas monetarias de los Estados miembros con el fin de garantizar la estabilidad de los precios.
- Reforzar la cooperación entre los bancos centrales de los Estados miembros.
- Supervisar el funcionamiento del SME.
- Celebrar consultas sobre temas que sean competencia de los bancos centrales y que afecten a la estabilidad de las entidades y mercados financieros.
- Asumir las funciones del FECOM que dejará de existir.
- Facilitar la utilización del ECU y supervisar su desarrollo.
- Preparar la tercera fase de la UEM.

El Tratado contiene igualmente una descripción detallada del proceso de convergencia determinante del comienzo de la tercera fase de la UEM. A tal efecto la Comisión y el IME presentarán informes al Consejo acerca de los progresos que hayan realizado los Estados miembros en el cumplimiento de las condiciones de convergencia. Estas condiciones son las siguientes:

- El logro de un alto grado de estabilidad de precios, que deberá quedar de manifiesto a través de una tasa de inflación que este próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces por lo que a la estabilidad de los precios se refiere.

- Las finanzas públicas del Gobierno deberán encontrarse en una situación sostenible, lo que quedará demostrado en caso de haber conseguido a este respecto situaciones sin una deuda pública ni un déficit presupuestario excesivos;
- El respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del SME;
- El carácter duradero de la convergencia conseguida por el Estado miembro y de su participación en el mecanismo de tipos de cambio del SME también deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo.

Los cuatro criterios mencionados y el período durante el cual deberán respetarse dichos criterios se explicitan en un Protocolo anejo al Tratado.

- 16 Basándose en dichos informes, el Consejo, por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación de la Comisión procederá a evaluar:

- para cada Estado miembro, si cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;
- si una mayoría de Estados miembros cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;

y encomendará sus conclusiones al Consejo, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno. El Parlamento Europeo será consultado y transmitirá su dictamen al Consejo, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno.

Teniendo debidamente en cuenta los informes mencionados y el dictamen del Parlamento Europeo, el Consejo, a más tardar el 31 de diciembre de 1996, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno y por mayoría cualificada:

- decidirá sobre la base de las recomendaciones del Consejo, si una mayoría de Estados miembros cumple las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única;
- decidirá si resulta apropiado que la Comunidad inicie la tercera fase de la UEM,
y, en ese caso,
- establecerá la fecha para el comienzo de la tercera fase.

Si al final del año 1997 no se hubiere establecido la fecha para el comienzo de la tercera fase, la tercera fase comenzará el 1 de enero de

1999. A más tardar el 1 de julio de 1998, el Consejo, reunido en la formación de Jefes de Estado o de Gobierno, pronunciándose por mayoría cualificada confirmará que Estados miembros cumplen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única, y decidirá si alguno de los Estados miembros requieren en cambio una excepción.

Inmediatamente después de que se haya adoptado la decisión sobre la fecha de inicio de la tercera fase de la UEM, los Gobiernos de los Estados miembros no acogidos a excepción nombrarán al Presidente, al Vicepresidente y a los demás miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE). En cuanto el BCE esté constituido asumirá, si fuera necesario, las funciones del IME y éste se liquidará. El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) estará compuesto por el BCE y los Bancos Centrales de los Estados miembros. Los estatutos del SEBC y del BCE figuran en un Protocolo anejo al Tratado. 17

En la fecha inicial de la tercera fase de la UEM el Consejo, pronunciándose por unanimidad de los Estados miembros no acogidos a excepción, a propuesta de la Comisión y previa consulta con el BCE, adoptará los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente sujetas las monedas respectivas de los Estados miembros y el tipo al cual el ECU sustituirá a dichas monedas. El Consejo adoptará asimismo las restantes medidas necesarias para la rápida introducción del ECU como moneda única de dichos Estados miembros. 18

Por lo que se refiere a los Estados sujetos a excepción que no se hubiesen integrado inicialmente en la tercera fase de la UEM, el Consejo, a propuesta de la Comisión y por mayoría cualificada, decidirá en su momento que se ha producido el cumplimiento de las condiciones necesarias, suprimirá entonces las excepciones y adoptará el tipo al que el ECU sustituirá a la moneda del Estado miembro de que se trate (esta última decisión exige la unanimidad de los Estados miembros no acogidos a excepción y del Estado miembro en cuestión). 19

Por último señalar que el Tratado contiene una excepción relativa al Reino Unido, el cual no está obligado a pasar a la tercera fase de la UEM sin una decisión expresa de su Gobierno y su Parlamento. 20

4. Las Directivas comunitarias relativas al mercado de crédito

Vinculada a la liberalización progresiva de los movimientos de capital (ver en este sentido el artículo 61.2 del Tratado de Roma), se 1

ha producido la aplicación igualmente progresiva de los principios comunitarios en materia de libertad de establecimiento y de libre prestación de servicios a la actividad bancaria. En este sentido, nos ocupamos a continuación en primer lugar de las directivas que, hasta llegar a la Segunda Directiva aprobada en 1989, han removido gradualmente los obstáculos al acceso a la actividad bancaria y a su ejercicio en los Estados miembros. En segundo lugar, haremos referencia a otras directivas, ya aprobadas o en estado de propuesta, que tienen por objeto la armonización de diversos aspectos de la legislación bancaria. Finalmente, mencionaremos las recomendaciones que se han formulado en aquellas materias respecto de las cuales todavía no se ha estimado oportuna o necesaria la adopción de normas vinculantes al nivel comunitario.

A) LA DIRECTIVA DEL CONSEJO DE 28 DE JUNIO DE 1973 SOBRE SUPRESIÓN DE RESTRICCIONES A LA LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y A LA LIBRE PRESTACIÓN DE SERVICIOS EN MATERIA DE ACTIVIDADES POR CUENTA PROPIA DE LOS BANCOS Y OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS

- 2 Esta Directiva (73/183/CEE; DOCE 1973 L194/1, modificaciones DOCE 1974 L 17/22 y DOCE 1975 L 34/42), la primera adoptada en relación al mercado de crédito, pretendía eliminar las discriminaciones entre entidades nacionales y comunitarias para la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios para las entidades financieras.

Como consecuencia de esta Directiva los Estados miembros venían obligados a suprimir las restricciones que:

- impidieran a los bancos y otras entidades financieras comunitarias establecerse en el país receptor o prestar servicios en él en las mismas condiciones y con los mismos derechos que los nacionales; y
- resultaran de una práctica administrativa que tuviera por objeto o efecto aplicar a los bancos y entidades financieras comunitarias un trato discriminatorio con respecto al que se aplica a los nacionales.

- 3 La Directiva, resultado de una laboriosa y prolongada negociación que se remontaba a 1965, establecía en definitiva una modesta liberalización. De hecho esta Directiva fue rápidamente superada por dos sentencias del Tribunal de Justicia que establecían como contraria al Tratado CEE cualquier restricción discriminatoria basada en la nacionalidad (asunto *Reyners*, 2/74, Rec. 1974, p. 631, en materia de libertad de establecimiento; y asunto *Van Biebergen*, 33/74, Rec. 1974, p. 1299, en materia de prestación de servicios), al considerar los ar-

ticulos del Tratado en estas materias (arts. 52 y 59) directamente aplicables una vez finalizado el período transitorio establecido en el Tratado (1 de enero de 1970). De esta forma, el resultado perseguido por la Directiva quedaba cubierto por el efecto directo de los citados preceptos del Tratado de Roma.

B) LA PRIMERA DIRECTIVA DEL CONSEJO DE 12 DE DICIEMBRE DE 1977 SOBRE LA COORDINACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES, REGLAMENTARIAS Y ADMINISTRATIVAS REFERENTES AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A SU EJERCICIO

El principio de no discriminación consagrado por la Directiva 73/183/CEE, aunque representaba un avance significativo para la creación del mercado común del crédito, era insuficiente. La Primera Directiva sobre coordinación de las disposiciones nacionales de acceso a la actividad del crédito (77/780/CEE; DOCE 1977 L 322/30, modificada por Directiva 85/345/CEE, DOCE 1985 L 183/19; Directiva 86/137/CEE de 17 de abril de 1986, por la que se autoriza a Dinamarca, Grecia, Irlanda, Países Bajos y Reino Unido a aplazar la aplicación de la Directiva 77/780/CEE, DOCE 1986 L 106/35 y Directiva 86/524/CEE, DOCE L 309/15) vino a completar a la Directiva 73/183/CEE estableciendo unos requisitos mínimos en toda la CEE para el acceso a la actividad de crédito y suprimió la cláusula de necesidad económica según la cual las autoridades nacionales podían decidir libremente la autorización o no de nuevas entidades de crédito sobre la base de las circunstancias económicas del país (existente entonces entre algunos países miembros de la Comunidad de Nueve, como Dinamarca, Francia, Irlanda e Italia).

Así, se requiere autorización previa al inicio de las actividades por parte de la autoridad competente del Estado donde haya de establecerse la sede social. Como exigencias mínimas se imponen las siguientes: existencia de fondos propios suficientes (sin que la Directiva fije el mínimo); presencia de al menos dos personas para determinar efectivamente la orientación de la actividad del establecimiento de crédito; honorabilidad y experiencia adecuadas para desarrollar tales funciones y existencia de un programa de actividades en el que se indicará en particular el tipo de operaciones previstas y la estructura organizativa del establecimiento.

Tales condiciones mínimas no impiden otras adicionales que, en cualquier caso, no podrán tener carácter ni discriminatorio ni discrecional. En este último sentido ha de destacarse la prohibición del criterio que atiende a las necesidades económicas del mercado si bien, con carácter excepcional, algunos Estados (caso de España) podrán mantenerlo hasta el 31 de diciembre de 1992.

- 7 El impacto de esta Directiva, fundamental para la creación del futuro mercado único bancario, se hizo sentir en el proceso armonizador a través del refuerzo jurisprudencial que confirmó su contenido con las sentencias *Comisión c. Italia* (asunto 300/81, Rec. 1983, p. 449) y *Comisión c. Bélgica* (asunto 301/81, Rec. 1983, p. 467). En ambas sentencias el Tribunal de Justicia estableció la obligación de los Estados miembros, y en concreto de los implicados, de ajustar el cumplimiento de las directivas en el tiempo establecido por las mismas y reconoció implícitamente el efecto directo de los artículos 3 (3-a), 4 (2) y 13 de la Directiva 77/780/CEE (modificada por la Directiva 86/524/CEE del Consejo de 27 de octubre de 1986 en lo que respecta la lista de exclusiones permanente de determinadas entidades de crédito, DOCE 1986 L 309/15).
- 8 Asimismo, la Directiva estableció la obligación de colaboración entre autoridades de control en los casos de establecimiento de sucursales en otros Estados miembros, lo cual constituyó un primer paso hacia el criterio de control del país de origen, que desarrollaría la Segunda Directiva Bancaria.

C) LA SEGUNDA DIRECTIVA DEL CONSEJO 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

- 9 La Directiva 77/780/CEE ha sido completada y modificada por la *Directiva 89/646/CEE*, DOCE 1989 L 386/1, la Segunda Directiva 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. Del éxito y fracaso de la puesta en práctica de su articulado dependerá en gran parte la buena marcha del proceso armonizador. Por ello, es interesante reflexionar brevemente sobre los objetivos a cumplir por la citada Directiva, a la que los Estados miembros deben adaptar su legislación interna no más tarde del 1 de enero de 1993.
- 10 En la Segunda Directiva el principio de *reconocimiento mutuo* constituye el objetivo fundamental a conseguir. El principio pretende que la autorización dada por un Estado miembro a una entidad de crédito para el ejercicio de la actividad bancaria, debe ser reconocida en cualquier otro Estado miembro. La diferencia entre el principio de «reconocimiento mutuo» y el de «no discriminación» contenido en la Directiva 77/183/CEE estriba en que este último exige una nueva autorización del Estado miembro donde pretende establecerse que debe concederse en condiciones no discriminatorias. El principio de «reconocimiento mutuo» elimina la necesidad de nueva autorización.

En efecto, según el artículo 19 de la Directiva, cualquier entidad de crédito que se proponga establecer una sucursal en territorio de otro Estado miembro lo notificará a la autoridad competente del Estado miembro de origen. Salvo que la autoridad competente del Estado miembro de origen tenga razones para dudar de la adecuación de las estructuras administrativas o de la situación financiera de la entidad de crédito, comunicará la solicitud recibida al Estado miembro de acogida en un plazo de tres meses. Asimismo comunicará el importe de los fondos propios y del coeficiente de solvencia de la entidad de crédito y facilitará información detallada sobre cualquier sistema de garantía de depósitos que tenga por finalidad asegurar la protección de los depositantes de la sucursal.

Antes de que la sucursal de la entidad de crédito comience a ejercer sus actividades, la autoridad competente del Estado de acogida dispondrá de dos meses a partir de la recepción de la comunicación del Estado de origen para organizar la supervisión de la entidad de crédito y para indicar, en su caso, en qué condiciones, por razones de interés general, deben ejercerse dichas actividades en el Estado miembro de acogida.

Desde la recepción de una comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de acogida o, en caso de silencio por parte de ésta, a partir del vencimiento del plazo de dos meses desde la comunicación del Estado miembro de origen, la sucursal podrá establecerse y comenzar sus actividades.

Además del «principio de reconocimiento mutuo», los tres aspectos 11 que destacan en esta Directiva, son:

(i) El principio de control de la actividad bancaria por la nación 12 de origen de la entidad de crédito. La autoridad del Estado miembro de acogida únicamente tiene responsabilidades en materia de supervisión de la liquidez y de política monetaria.

(ii) La expansión de la actividad bancaria a través de una lista 13 *abierta*, que recoge los servicios que están facultadas a prestar las entidades de crédito y que responde al modelo de banca universal (Anexo de la Directiva):

1. Recepción de depósitos o de otros fondos reembolsables.
2. Préstamos, comprendiéndose en especial crédito al consumo, crédito hipotecario, *factoring* con o sin recurso financiación de transacciones comerciales (incluido el *forfaiting*).
3. Arrendamiento financiero (*leasing*).
4. Operaciones de pago.

5. Emisión y gestión de medios de pago (tarjetas de crédito, cheques de viaje, cartas de crédito).
 6. Concesión de garantías y suscripción de compromisos.
 7. Transacciones por cuenta propia de la entidad o por cuenta de su clientela que tengan por objeto:
 - a) instrumentos del mercado monetario (cheques, efectos, certificados de depósito, etc.),
 - b) mercados de cambios,
 - c) instrumentos financieros a plazo y opciones,
 - d) instrumentos sobre divisas o sobre tipos de interés,
 - e) valores negociables.
 8. Participaciones en las emisiones de títulos y prestaciones de los servicios correspondientes.
 9. Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, de estrategia industrial y de cuestiones afines, así como asesoramiento y servicios en el ámbito de la fusión y la compra de empresas.
 10. Intermediación en los mercados interbancarios.
 11. Gestión o asesoramiento en la gestión de patrimonios.
 12. Custodia de valores negociables.
 13. Informes comerciales.
 14. Alquiler de cajas fuertes.
- 14 (iii) La aplicación del principio de reciprocidad para el establecimiento y libre prestación de servicios en el territorio de la Comunidad, por parte de entidades de crédito de terceros países. A tal efecto los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades de carácter general que encuentren sus entidades de crédito para establecerse o desarrollar actividades bancarias en un país tercero. La Comisión podrá presentar propuestas al Consejo para obtener condiciones de competencia comparables para las entidades comunitarias en dichos países terceros.
- 15 Por otra parte, la Segunda Directiva establece que las autoridades competentes no concederán la autorización para la constitución de entidades de crédito cuando el capital inicial sea inferior a cinco millones de ECUS. No obstante, se permite la autorización de categorías particulares de entidades de crédito siempre que su capital no sea inferior a un millón de ECUS y los Estados miembros notifiquen a la Comisión las razones por las que hacen uso de esta autorización.

Asimismo se establece que toda persona física o jurídica que pretenda tener, directa o indirectamente, una participación cualificada (un 10 % del capital) en una entidad de crédito deba informar de ello previamente a las autoridades competentes y comunicar la cuantía de dicha participación. Las autoridades competentes dispondrán de un plazo máximo de tres meses para oponerse a dicha pretensión si, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad de crédito, no se hallan satisfechas de la idoneidad de la persona en cuestión. 16

Por último señalar que, de acuerdo con la Segunda Directiva (art. 12), una entidad de crédito no podrá poseer una participación cualificada (superior al 10 % del capital) cuyo importe sobrepase el 15 % de sus fondos propios en una empresa que no sea una entidad de crédito, una entidad financiera o que preste servicios auxiliares de estas actividades. Es decir, un banco no podrá tener una participación superior al 10 % del capital de una empresa industrial si el importe de esta participación sobrepasa el 15 % de los recursos del banco. Asimismo, el importe total de las participaciones cualificadas en empresas no financieras no podrá superar el 60 % de los fondos propios de la entidad de crédito. 17

D) OTRAS DIRECTIVAS

Como complemento a la armonización en el ámbito de establecimientos y servicios bancarios, durante los últimos años se han ido cubriendo otras áreas de importancia para la armonización bancaria en la Comunidad, a través de las siguientes Directivas: 18

a) Directiva 83/350/CEE de 13 de junio de 1983, relativa a la vigilancia de establecimientos de crédito sobre una base consolidada (DOCE 1983 L 193/18). Esta Directiva desarrollaba el objetivo, ya señalado en la Directiva 77/780/CEE, de la centralización de la vigilancia global de un establecimiento de crédito que opere en varios Estados miembros, por parte de las autoridades del Estado miembro en que el establecimiento de crédito tenga su sede social. La Directiva 83/350 ha quedado derogada con efectos a partir del 1 de enero de 1993 por la Directiva 92/30 CEE de 6 de abril (DOCE 1992 L 110/52) que extiende su ámbito de aplicación a los grupos bancarios cuya matriz no sea una entidad de crédito. 19

b) Directiva 86/635/CEE de 8 de diciembre de 1986, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los Bancos y otras entidades financieras, cuyo principal objetivo es la armonización contable (DOCE 1986 L 372/1). Esta Directiva aplica *de facto* el contenido de la Cuarta Directiva y Séptima Directiva de Sociedades 20

(78/660/CEE, sobre las cuentas anuales, DOCE 1988 L 222/11 y 83/349/CEE, sobre cuentas consolidadas, DOCE 1983 L 193/1, respectivamente) adaptándolas a las especificidades de las instituciones de crédito. Los aspectos esenciales que regula son: la presentación del balance y de las cuentas de pérdidas y ganancias, normas para la valoración de activos y algunas concesiones especiales a Cajas de Ahorros.

- 21 c) Directiva 87/102/CEE de 22 de diciembre de 1986, sobre créditos al consumo, que establece unas normas mínimas de protección al consumidor con respecto a la información acerca de las condiciones, costes y obligaciones derivados de la percepción de un crédito (DOCE 1987 L 42/48). Igualmente distingue el concepto de créditos al consumo de los grandes créditos, en función de la pequeña cuantía de aquellos. Esta Directiva ha sido modificada por la Directiva 90/88/CEE de 22 de febrero de 1990 para unificar en el ámbito comunitario el método de cálculo del porcentaje anual de cargas financieras (DOCE 1990 L 61/14).
- 22 d) Directiva 89/117/CEE de 13 de febrero de 1989, que elimina la obligación de que las sucursales extranjeras de los Bancos y de otras entidades financieras, publiquen cuentas anuales separadas, de manera que reciban el mismo trato que las sucursales de las entidades financieras nacionales (DOCE 1989 L 44/40). La documentación que tienen que publicar dichas sucursales, incluye las cuentas anuales de las instituciones, las cuentas consolidadas, los informes anuales, etc; todo ello se debe publicar y auditar de acuerdo con la legislación del Estado miembro en el que se encuentra la oficina principal.

Los Estados miembros podrán solicitar, con carácter excepcional, a las sucursales que publiquen mayor información, así como exigir que la publicación de la documentación requerida se realice en su lengua oficial. El mismo régimen se extiende a las sucursales de bancos de países no comunitarios en los cuales sea obligatoria la publicación de balances considerados equivalentes a los establecidos en las directivas comunitarias en materia contable.

- 23 e) Directiva 89/299/CEE de 17 de abril de 1989, que establece una definición común de fondos propios (DOCE 1989 L 124//16), modificada por Directiva 92/16/CEE de 16 de marzo de 1992 (DOCE 1992 L 75/48). Esta disposición armoniza los fondos propios y se halla a su vez desarrollada por la Directiva 91/633/CEE de 3 de diciembre de 1991 (DOCE 1991 L 339/33). La Directiva contiene una definición de los fondos propios que establece una división en dos categorías de los elementos que pueden incluirse en ellos:

(i) Núcleo del capital (los fondos propios originales) que incluye los elementos de mayor calidad (capital y reservas declaradas); y

(ii) Capital suplementario (los fondos adicionales) que incluye elementos de inferior calidad (reservas de revalorización, fondos para riesgos bancarios generales, ajustes de valoración, acciones preferenciales, préstamos subordinados y compromisos de miembros de cooperativas de crédito).

Igualmente, la Directiva contiene un listado de los elementos que deben deducirse de los fondos propios y especifica el método de cálculo de los fondos propios sobre una base consolidada.

f) Directiva 89/647/CEE de 18 de diciembre de 1989 sobre coeficientes de solvencia (DOCE 1989 L 386/14). Armoniza la supervisión preventiva y refuerza los coeficientes de solvencia de las entidades crediticias de la Comunidad, de modo que queden protegidos tanto los depositantes como los inversores, al mismo tiempo que se mantiene la estabilidad bancaria. 24

El coeficiente de solvencia expresa la proporción existente entre los fondos propios, definidos de acuerdo con la Directiva 89/299/CEE, y los activos y cuentas de orden con riesgo ponderado.

La Directiva relaciona el coeficiente de solvencia, de modo especial, con los riesgos crediticios involucrados en alguna causa de incumplimiento de la contraparte, estableciéndose una distinción entre los niveles de riesgo que se relacionan con activos específicos y compromisos y contingencias fuera de balance y con categorías específicas de prestatarios (bancos centrales, gobiernos, entidades crediticias, sectores no bancarios, prestatarios de la CEE y de terceros países, etc.).

A partir del 1 de enero de 1993, las entidades de crédito deberán mantener de modo permanente un coeficiente de solvencia a un nivel al menos igual al 8 %. Las autoridades nacionales pueden exigir mínimos superiores.

El coeficiente mínimo de solvencia estará sujeto a revisión de acuerdo con los resultados de la encuesta realizada por el Grupo de Contacto de los supervisores bancarios de la Comunidad Europea. La Directiva establece, igualmente, definiciones y técnicas comunes para la verificación y el control.

g) Directiva 91/308/CEE de 10 de junio de 1991, relativa a la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (DOCE 1991 L 166/77). Esta Directiva obliga a que las entidades de crédito e instituciones financieras exijan la identificación de sus clientes en el momento de entablar negocios con ellos y mantengan copia de toda la documentación relativa a identificación y transacciones durante un periodo mínimo de cinco años. Además se establece que las entidades de crédito y sus empleados y directivos deben colaborar con las autoridades responsables en la lucha contra el blanqueo de capitales informando a dichas autoridades por iniciativa propia y faci- 25

litando la información que éstas soliciten de acuerdo con la legislación aplicable.

26 Por último, citar las *propuestas pendientes de adopción*:

- Propuesta de Directiva del Consejo sobre libertad de establecimiento y libre prestación de servicios en el ámbito del crédito hipotecario (COM [84] 730 final de 3 de febrero de 1985, DOCE 1985 L 42/4; modificada por COM [87] 255, DOCE 1987 C 161/4).
- Propuesta de Directiva sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (COM [88] 4 final de 11 de enero de 1988, DOCE 1988 C 36/1) y sobre garantías prestadas por entidades de crédito o compañías de seguros (COM [88] 805 final de 5 de enero de 1989, DOCE 1989 C 51/6).
- Propuesta de Directiva de abril de 1991 relativa a la vigilancia y control de los riesgos importantes de las entidades de crédito (COM [91] 68 final, DOCE 1991 C 123/18), respecto de los cuales existe ya una recomendación a la cual nos referimos más adelante.

E) RECOMENDACIONES

27 Algunos de los aspectos regulados a nivel comunitario han sido adoptados por medio de recomendación en lugar de directiva. La recomendación, que carece de carácter vinculante, ha sido preferida en materias que se hallan en plena evolución, y en las cuales una directiva prematura hubiese corrido el riesgo de establecer un sistema poco adecuado a largo plazo. En concreto destacan:

a) Recomendación 87/62 de 22 de diciembre de 1986, relativa a la vigilancia y control de riesgos importantes de las entidades de crédito (DOCE 1987 L 33/10). De acuerdo con la Recomendación, las entidades de crédito no pueden exponer respecto de un cliente (ni de un grupo de clientes que constituyen jurídica y económicamente un único riesgo) más del 40 % de sus fondos propios y el conjunto de todos los grandes riesgos no puede sobrepasar ocho veces los fondos propios. Finalmente una propuesta de Directiva de la Comisión de abril de 1991 establece límites aun más estrictos que los contenidos en la Recomendación (COM [91] 68 final, DOCE 1991 C 123/18).

b) Recomendación 87/63 de 22 de diciembre de 1986, relativa a la introducción de sistemas de garantía de depósito en la Comunidad (DOCE 1987 L 33/16). Esta Recomendación vino a extender el sistema de garantía de depósito que ya existía en algunos países (Bélgica,

Gran Bretaña, Francia, España, Holanda y Alemania) a los restantes Estados miembros.

c) Recomendación 87/587 de 8 de diciembre de 1987, sobre un Código europeo de buena conducta en materia de pago electrónico (Relaciones entre organismos financieros, comerciantes, prestadores de servicios y consumidores) (DOCE 1988 L 365/72).

d) Recomendación 88/590 de la Comisión de 17 de noviembre de 1988, relativa a los sistemas de pago, y, en particular, a las relaciones entre titulares y emisores de tarjetas de crédito (DOCE 1988 L 317/55).

e) Recomendación 90/109 de la Comisión de 14 de febrero de 1990, relativa a la transparencia de las condiciones bancarias en las transacciones financieras transfronterizas (DOCE 1990 L 67/39).

F) LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL

Las Directivas comunitarias relativas al mercado de crédito han sido incorporadas al Derecho español fundamentalmente a través del Real Decreto Legislativo 1298/1986 de 28 de junio; el Real Decreto 184/1987 de 30 de enero; la Ley 26/1988 de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito (LDIEC); el Real Decreto 1114/1988 de 30 de septiembre que regula la creación de nuevos bancos privados y el establecimiento de los extranjeros en España; el Real Decreto 1582/1988 de 29 de diciembre sobre expansión de las Cajas de Ahorros; el Real Decreto 771/1989 de 23 de junio sobre creación de entidades de crédito de ámbito operativo limitado y el Real Decreto 2044/1989 de 28 de agosto sobre recursos propios de estas entidades. 28

Recientemente la Ley 13/1992 de 1 de junio de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras, incorpora a nuestro Derecho varios preceptos de las más recientes Directivas relacionadas con la solvencia y las actividades de las entidades de crédito: la Directiva sobre fondos propios (89/299/CEE), la Segunda Directiva Bancaria (89/646/CEE) y la Directiva sobre coeficiente de solvencia (89/647/CEE) a las que hemos hecho referencia con anterioridad. Entre tales preceptos destaca por su novedad el relativo a las limitaciones a las participaciones de entidades de crédito en empresas no financieras que supone un freno al modelo tradicional de banca industrial de los bancos españoles [cfr. Cap.III.3.D).h) *infra*].

A pesar del importante esfuerzo de adaptación realizado, éste aun no es completo y ello por un doble motivo. En primer lugar en lo que 29

se refiere a la libertad de establecimiento y libre prestación de servicios, el Tratado de Adhesión de España a la CEE establece un régimen transitorio que expira el 31 de diciembre de 1992 y que permite a España seguir aplicando hasta esa fecha el principio de necesidad económica (contenido en el RD 1114/1988 de 30 de septiembre) y limitar la capacidad de apertura de oficinas y captación de recursos del público de los bancos extranjeros.

En segundo lugar porque al tiempo de cerrar estas líneas están pendientes de aprobación diversas normas reglamentarias, entre las que destaca el Real Decreto de desarrollo de la Ley de Recursos Propios y Supervisión consolidada de Entidades Financieras. Tampoco han sido recogidas íntegramente en nuestro Derecho las Directivas sobre crédito al consumo y sobre blanqueo de dinero.

En cualquier caso, el proceso de adaptación está muy avanzado y su resultado es un mercado más libre, más abierto a la competencia exterior, con mayores exigencias de recursos propios y sometido a un mayor grado de supervisión.

5. Las Directivas comunitarias relativas al mercado de valores

- 1 Antes de entrar en el estudio de las directivas aprobadas para la armonización de las legislaciones nacionales en diversos aspectos relacionados con el mercado de valores, merece ser destacada la Recomendación de la Comisión de 27 de julio de 1977 relativa a un Código de Conducta europeo en las transacciones sobre valores mobiliarios.

Se trata de una Recomendación promulgada en uso de las facultades conferidas a la Comisión por el artículo 155.2 del Tratado de Roma y, por tanto, no tiene fuerza vinculante. A pesar de ello, tiene una indudable importancia en la medida en que recoge toda una serie de principios de general aceptación en los que debe basarse la actuación de emisores, inversores e intermediarios en los mercados de valores y que deben ser respetados para salvaguardar su eficiencia y, sobre todo, su credibilidad.

- 2 Con posterioridad a la aprobación de la Recomendación, se han promulgado varias Directivas cuyo objetivo es desarrollar los principios del Código y armonizar las legislaciones nacionales de los Estados miembros en diversos aspectos relacionados con el funcionamiento de los mercados de valores.

Es importante señalar que las Directivas ya aprobadas y las propuestas en curso no afectan a la estructura de los mercados de valores de los Estados miembros, que éstos pueden organizar en la forma que consideren más conveniente. Es decir, no se pretende imponer un modelo de bolsa. Tan sólo se busca que los inversores gocen de una protección equivalente y de una información suficiente en todas las bolsas de la CEE y facilitar la libertad de establecimiento y prestación de servicios en el sector.

A) LA ARMONIZACIÓN DE LAS CONDICIONES DE ADMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS A COTIZACIÓN EN UNA BOLSA DE VALORES

El objetivo de la Directiva 79/279/CEE de 5 de marzo de 1979 (DOCE 1979 L 66/21) es establecer las condiciones mínimas que los Estados miembros deben exigir para la admisión de valores a cotización oficial en una bolsa situada o que opere en su territorio. No obstante, los Estados miembros pueden supeditar la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial a condiciones más rigurosas que las enumeradas en los Anexos A (acciones) y B (obligaciones) de la Directiva o exigir condiciones suplementarias, siempre que dichas condiciones más rigurosas o suplementarias sean de aplicación general para todos los emisores y hayan sido publicadas antes de la solicitud de admisión de los citados valores. 3

Los requisitos mínimos más relevantes exigidos por la Directiva son los siguientes: 4

- La situación jurídica de la sociedad y de las acciones deberá ser regular desde el punto de vista de las leyes y reglamentos a las que están sometidas.
- La sociedad debe tener una capitalización bursátil previsible, o si no pudiere ser evaluada, unos recursos propios de, al menos, un millón de ECUS. Un Estado miembro sólo podrá exigir un importe más elevado de capitalización bursátil previsible o de recursos propios para la admisión a cotización oficial cuando exista en él otro mercado regulado, de funcionamiento regular, reconocido y abierto, para el cual las exigencias en esta materia sean iguales o inferiores al millón de ECUS.
- La sociedad deberá haber publicado o presentado, con arreglo al derecho nacional, sus cuentas anuales relativas a los tres ejercicios anteriores a la solicitud de admisión a cotización oficial. Excepcionalmente, las autoridades competentes podrán eximir de esta condición cuando resulte deseable en interés de la sociedad o de los inversores y las autoridades competentes tengan seguridad de que los inversores disponen de la información necesaria para formarse

un juicio fundado sobre la sociedad y sobre las acciones cuya admisión a cotización oficial se ha solicitado.

- Las acciones deberán ser libremente negociables. La solicitud de admisión deberá referirse a todas las acciones de la misma categoría en circulación.
- Deberá realizarse una difusión suficiente entre el público de uno o varios Estados miembros, a más tardar en el momento de la admisión. Se presumirá realizada una difusión suficiente, bien cuando las acciones que sean objeto de la solicitud de admisión estén repartidas entre el público hasta un 25 %, por lo menos, del capital suscrito representado por dicha categoría de acciones, bien cuando, en razón del elevado número de acciones de una misma categoría y del alcance de su difusión entre el público, el funcionamiento regular del mercado quede garantizado con un porcentaje más bajo.

5 Los requisitos para la admisión a cotización oficial de obligaciones, son similares. Se exige que la situación jurídica del emisor y de las obligaciones sea regular desde el punto de vista de las leyes y reglamentos a los que estén sometidas, que las obligaciones sean libremente negociables y que la solicitud de admisión se refiera a todas las obligaciones de una misma emisión. El importe de la emisión no podrá ser inferior a 200.000 ECUS. Se exige, asimismo, para la admisión a cotización oficial de obligaciones convertibles, obligaciones canjeables y obligaciones con warrants, que las acciones a que se refieran hayan sido anteriormente admitidas a cotización en otro mercado regulado o sean admitidas al mismo tiempo.

6 Adicionalmente, la Directiva impone a las sociedades cuyas acciones (Anexo C) u obligaciones (Anexo D) sean admitidas a cotización oficial, entre otras, las siguientes obligaciones:

- Solicitar la admisión a cotización, en el plazo máximo de un año, de las nuevas acciones de la misma categoría que pueda emitir en el futuro. Se pretende con ello que todas las acciones de la misma serie coticen en bolsa.
- La sociedad deberá asegurar un trato igual a todos los accionistas y obligacionistas y dar las informaciones necesarias para permitirles ejercitar sus derechos.
- La sociedad que desee modificar sus estatutos deberá comunicar el proyecto a las autoridades competentes a más tardar en el momento de la convocatoria de la junta general que debe decidir sobre la modificación propuesta.

- La sociedad debe poner a disposición del público, en el plazo más breve posible, sus últimas cuentas anuales y su último informe de gestión, consolidado y sin consolidar.
- La sociedad deberá informar al público, en el plazo más breve posible, de cualquier hecho relevante que pueda afectar a la cotización. La sociedad deberá informar igualmente de las modificaciones producidas en la estructura y participaciones en su capital desde que tenga conocimiento de ello. Los Estados miembros podrán exigir a los emisores de valores mobiliarios admitidos a cotización oficial que pongan periódicamente a disposición del público informaciones sobre su situación financiera y la marcha general de sus asuntos.
- La sociedad cuyas acciones u obligaciones admitidas a cotización oficial en varias bolsas situadas o que operen en Estados miembros diferentes y en uno o varios terceros estados, deberán facilitar al mercado de cada una de estas bolsas informaciones equivalentes.

Hemos de señalar, finalmente, que la Directiva, en su artículo 14, se refiere a la suspensión y exclusión de valores de la cotización en bolsa y dispone que las autoridades competentes podrán declarar la suspensión de la cotización cuando el buen funcionamiento del mercado no esté asegurado de forma temporal, o corra el riesgo de no estarlo, o cuando la protección de los inversores así lo exija. Igualmente, las autoridades competentes podrán decidir la exclusión de un valor de la cotización oficial cuando lleguen a la convicción que, por razón de circunstancias especiales, no puede mantenerse el mercado normal y regular del mismo.

7

B) LA REGULACIÓN DEL FOLLETO INFORMATIVO PREVIO A LA ADMISIÓN DE VALORES A COTIZACIÓN OFICIAL Y EN CASO DE OFERTA PÚBLICA DE VENTA

La conveniencia de la publicación de un folleto informativo previo a la admisión a cotización oficial y en la oferta pública de venta de valores, ya fue puesta de manifiesto por la Recomendación de un Código de Conducta europeo referente a las transacciones sobre valores mobiliarios y ha sido desarrollada por la Directiva 80/390/CEE de 17 de marzo de 1980 (DOCE 1980 L 100/1), modificada por la Directiva 87/345 de 27 de junio de 1987 (DOCE 1987 L 1985/81). Recientemente, la Directiva 89/298/CEE de 17 de abril de 1989 (DOCE 1989 L 124/8) ha ampliado el ámbito de aplicación de la Directiva 80/390/CEE, al exigir la elaboración de un folleto informativo en caso de oferta pública de venta de valores negociables se solicite o no la admisión de los mismos a cotización en bolsa. Por último, la Directiva

8

90/211 de 23 de abril de 1990 (DOCE 1990 L 211/24) ha modificado la Directiva 80/390/CEE para prever el reconocimiento del folleto de oferta pública como folleto de admisión a negociación cuando dicha admisión sea solicitada inmediatamente después de la oferta pública.

C) LA REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PERIÓDICA QUE DEBEN PUBLICAR LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA

- 9 La información que deben facilitar las sociedades cotizadas para permitir al público formarse un juicio fundado sobre los valores cotizados u objeto de oferta pública, ha sido una preocupación constante de la CEE y aparece recogida en todos los textos analizados: la Recomendación de un Código de Conducta europeo, la Directiva 79/279/CEE sobre condiciones de admisión a cotización oficial y las Directivas 80/390/CEE y 89/298/CEE sobre el folleto informativo que debe publicarse en caso de admisión a cotización u oferta pública de venta. Estas obligaciones de información se ven reforzadas por la Directiva 82/121/CEE de 15 de febrero de 1982 relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores (DOCE 1982 L 48/26).
- 10 Según esta Directiva, todas las sociedades cotizadas deben publicar un informe semestral relativo a su actividad y a sus resultados, referido al primer semestre de cada ejercicio. El informe semestral se publicará en los cuatro meses siguientes al semestre considerado y comprenderá datos expresados en cifras y un comentario relativo a la actividad y los resultados de la sociedad durante dicho semestre.

Los Estados miembros podrán someter a las sociedades a obligaciones más rigurosas que las previstas en la Directiva o bien a obligaciones suplementarias, siempre que sean de aplicación general para todas las sociedades o por categorías de sociedades.

D) LA COORDINACIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES SOBRE ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS

- 11 Otra importante directiva en el campo de los valores mobiliarios es la Directiva 85/611/CEE de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DOCE 1985 L 375/3; modificada por Directiva 88/220/CEE, DOCE 1988 L 100/31).

El objetivo de la Directiva es coordinar las legislaciones nacionales en materia de instituciones nacionales de inversión colectiva para aproximar en el plano comunitario las condiciones de competencia entre estos organismos, conseguir una protección más eficaz y uniforme de los partícipes y suprimir las restricciones a la libre circulación de las participaciones de las OICVM.

E) LA INFORMACIÓN QUE DEBE PUBLICARSE EN CASO DE ADQUISICIÓN O ENAJENACIÓN DE UNA PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA EN UNA SOCIEDAD COTIZADA

La Directiva 88/627/CEE de 12 de diciembre de 1988 (DOCE 1988 L 348/62) relativa a la información que debe publicarse en caso de adquisición o enajenación de una participación significativa en una sociedad cotizada, es nuevamente una manifestación del principio, enunciado por el Código de Conducta europeo, base de toda legislación comunitaria, de la necesidad de que el público disponga de una información puntual, completa, clara y precisa de la situación de las sociedades cotizadas. 12

En este sentido, el punto 5 del Anexo C de la Directiva 79/279/CEE de 5 de marzo de 1979 (modificado por el artículo 1 de la Directiva 88/627/CEE) ya establecía la obligación de la sociedad de informar al público de las modificaciones producidas en la estructura de su capital de las que tenga conocimiento. El problema era que, en muchas ocasiones, la sociedad afectada era realmente la última en enterarse de estas tomas de participación, por lo que difícilmente podía informar de ellas al público. 13

Por ello, la Directiva 88/627/CEE impone una obligación de comunicar a las autoridades competentes y a la propia sociedad de cualquier adquisición o enajenación como consecuencia de las cuales el porcentaje del capital social que quede en manos del adquirente o del transmitente exceda o descienda de los siguientes porcentajes: 10 %, 20 %, 1/3, 50 % y 2/3. Alternativamente, los Estados miembros pueden sustituir los porcentajes del 20 % y 1/3 por uno del 25 % y el de 2/3 por uno del 75 %. 14

Los Estados miembros pueden imponer obligaciones más rigurosas que las exigidas por la Directiva, siempre que dichas obligaciones sean de aplicación general. La norma se aplica tanto a las participaciones directas como a las indirectas e incluso a las fiduciarias. El plazo para la declaración es de siete días naturales desde la fecha en que el comprador o el vendedor tengan, o hubieren debido tener, confirmación de la compra o de la venta. 15

De esta forma, al obligar al adquirente a notificar su participación a las autoridades competentes y a la propia sociedad, se asegura que

ésta tenga conocimiento en todo momento de la estructura del capital. En lógica consecuencia, se impone a la sociedad el deber de hacer públicas dichas comunicaciones lo antes posible y, en todo caso, antes de nueve días naturales desde que hubiere recibido la comunicación.

El plazo establecido en la Directiva para la adaptación de las legislaciones nacionales al contenido de la misma finalizó el 31 de marzo de 1991, sin que hubiera régimen transitorio.

F) LA COORDINACIÓN DE LAS NORMATIVAS RELATIVAS
A LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

- 16 Algunos escándalos internacionales de los últimos años en los que personas que disponían de una información privilegiada se han beneficiado de la misma para enriquecerse en los mercados de valores, (casos *Boesky y Milken* en los Estados Unidos o *Guinness* en el Reino Unido), han dado lugar a una viva reacción en contra de este tipo de prácticas que se ha traducido en su tipificación como delito o infracción administrativa en diversos países.
- 17 A nivel comunitario, el Código de Conducta europeo ya se refería al principio de igualdad de trato entre todos los accionistas y la no utilización de información privilegiada. La Directiva 89/592/CEE de 13 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (DOCE 1989 L 334/30) es la respuesta de la Comunidad a la problemática planteada.
- 18 La Directiva tiene por objeto establecer una regulación coordinada a escala comunitaria que impida que determinados inversores con información privilegiada puedan deteriorar la confianza y entorpecer el buen funcionamiento del mercado. La Directiva deja, sin embargo, un gran margen de actuación a los Estados miembros en la medida en que cada Estado miembro podrá adoptar disposiciones más restrictivas de las previstas en la Directiva, siempre que sean de aplicación general, y establecer las sanciones aplicables en caso de infracción de las disposiciones adoptadas en ejecución de la Directiva. La única exigencia de ésta sobre el particular es que dichas sanciones deberán ser suficientes para incitar al respeto de las disposiciones.
- 19 En cuanto al concepto de información privilegiada, la Directiva la define como información no pública, de carácter preciso, referida a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores.

Las personas objeto de las prohibiciones de la Directiva, según el artículo 2 de la misma, son aquellas que dispongan de una información privilegiada por: 20

- su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o control del emisor,
- su participación en el capital social del emisor, o
- tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones.

Las prohibiciones de la Directiva también deben extenderse a todas aquellas personas distintas de las citadas que, con conocimiento de causa, posean una información privilegiada, cuyo origen directo o indirecto sólo puede ser una de las personas mencionadas en el artículo 2. Esta última referencia al origen de la información privilegiada (alguna de las personas mencionadas en el artículo 2) es muy criticable dado que la prohibición no se extiende a todos los poseedores de información privilegiada, sino sólo a los mencionados en el artículo 2 y aquellas personas que hayan recibido la información, directa o indirectamente de personas mencionadas en dicho artículo. Se podrá argumentar que el origen, directo o indirecto, siempre procede de una de las personas mencionadas en el artículo 2, pero cabe imaginar supuestos en que no sea así y otros en que el origen indirecto sea tan remoto que resulte muy difícil de demostrar.

A nuestro juicio, hubiera sido más aconsejable extender la prohibición a toda persona que esté en posesión de información privilegiada, cualquiera que fuera la forma en que la hubiera conseguido y su relación con el emisor. Con el criterio establecido por la Directiva, de seguirse por las legislaciones nacionales, no bastaría probar la existencia de información privilegiada, ya bastante difícil de por sí, sino que además habría que justificar que la persona en cuestión está entre las previstas en el artículo 2 o que, directa o indirectamente, ha recibido la información de alguna de ellas.

Respecto de las personas que disponen de una información privilegiada, tal como se define en los artículos 2 y 4 de la Directiva antes comentados, se impone la prohibición de adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o emisores afectados por dicha información privilegiada. También se les prohíbe revelar dicha información a terceros y recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que otro tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados. 21

Otro de los objetivos de la Directiva es permitir, mediante la cooperación de las autoridades competentes, luchar más eficazmente contra las operaciones transfronterizas con información privilegiada. 22

A tal fin, los Estados miembros se comunicarán todas las informaciones necesarias. La información así intercambiada estará amparada por el secreto profesional a que están obligadas las personas que en ejercicio de su actividad, colaboren o hayan colaborado con la autoridad que reciba dicha información.

Los Estados miembros debían adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Directiva antes del 1 de enero de 1992.

G) LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y PRESTACIÓN DE SERVICIOS
DE INVERSIÓN EN VALORES

- 23 Al igual que en materia de servicios bancarios, existe una propuesta de Directiva, presentada por la Comisión el 3 de enero de 1989, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios (COM [88] 778 final, DOCE 1989 C 43/7; modificada por COM [89] 669, DOCE 1990 C 42/7).
- 24 Los principios fundamentales de la propuesta, inspirados en la Segunda Directiva Bancaria, son los siguientes:
- Las sociedades de servicios de inversión en valores, («investment firms»), deberán obtener autorización en su país de origen antes de comenzar sus actividades. Las autoridades competentes no otorgarán la autorización si la sociedad no cuenta con el capital mínimo exigido y las personas encargadas de la gestión de la entidad no tienen la experiencia y el prestigio suficiente. Además, las autoridades podrán exigir que el solicitante presente una memoria explicativa del programa de actividades que pretende desarrollar y de la estructura organizativa y material, así como de la identidad de los accionistas.
 - Las sociedades de servicios de inversión en valores debidamente constituidas en un Estado miembro pueden prestar servicios libremente y establecer sucursales en cualquier otro Estado miembro.
 - Sin perjuicio de lo anterior, los Estados miembros deben permitir el acceso a la condición de miembros de las bolsas u otros mercados organizados de valores a las sociedades de servicios de inversión en valores de otros Estados miembros, ya directamente mediante la creación de una sucursal, ya indirectamente mediante la constitución de una filial o la adquisición de una sociedad miembro existente.
 - Las autoridades del Estado miembro en el que se ha constituido la sociedad, serán las encargadas de su supervisión, sin perjuicio del derecho de las autoridades de los demás Estados miembros en los

que opere la sociedad, de requerir información a efectos estadísticos y de las facultades excepcionales reguladas en el artículo 16 de la Propuesta.

Esta Propuesta de Directiva se completa por otra relativa al capital mínimo y cobertura de riesgos de las sociedades de servicios de inversión en valores mobiliarios [véase la letra H) siguiente].

Por otra parte, a efectos de la Directiva, se consideran como sociedades de servicios de inversión en valores, aquellas sociedades que prestan todos o algunos de los siguientes servicios o realizan alguna de las actividades que se enumeran a continuación: 25

- Recepción y ejecución de órdenes de compra y venta de valores por cuenta de terceros (*«brokerages»*),
- Compra y venta de valores por cuenta propia (*«dealing as a principal»*),
- Creación de mercado (*«market making»*) mediante la oferta de precios de compra y venta para un determinado valor,
- Gestión de carteras de valores,
- Colocación y aseguramiento de valores y emisiones,
- Depósito de valores,
- Asesoramiento en inversiones.

H) LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE LA ADECUACIÓN DEL CAPITAL DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

La propuesta de Directiva sobre adecuación del capital de las empresas de inversión (COM [90] 141, DOCE 1990 C 152/6) completa la propuesta relativa a los servicios de inversión. En la propuesta se dispone que las sociedades de inversión han de poseer un capital inicial mínimo de 500.000 ECUS y unos recursos propios adecuados a los riesgos que puedan derivarse del desarrollo de sus actividades. 26

Con el fin de velar para que las sociedades de inversión sean en todo momento financieramente solventes, se prevén distintos niveles de capitales necesarios para cubrir los riesgos de mercado a que están expuestas. El primero de estos capitales es el necesario para cubrir el riesgo de posición, es decir, de variaciones negativas de los valores de su cartera. En segundo lugar se establece el capital necesario para el riesgo de tipo de cambio. En tercer lugar se establece un capital para cubrir el riesgo de las operaciones pendientes de liquidación. Por último se establece un capital «básico» que obliga a las sociedades a

mantener fondos propios por un equivalente a la cuarta parte de los gastos fijos del ejercicio precedente.

La propuesta de Directiva extiende su ámbito a todas las entidades de crédito. Esto se debe a que varios de los principales riesgos contemplados en la Directiva se dan en las actividades habituales de las entidades de crédito.

D) LA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

- 27 Por último, nos vamos a referir a la propuesta de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición de acciones (sobre este tema véase asimismo el capítulo XI en relación con el Derecho español en la materia).

Esta propuesta de Directiva se enmarca entre las directivas para la armonización del Derecho de sociedades y no entre las directivas de coordinación de la legislación sobre valores. De ahí que se la denomine propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición de acciones.

- 28 La propuesta, cuyos antecedentes más lejanos se remontan al año 1974, en el que la Comisión encargó al Profesor Pennington un proyecto de Directiva, se basa, al igual que la Directiva sobre información privilegiada, en otro de los principios claves del Código de Conducta europeo: el de igualdad de trato de todos los accionistas. En dicho código ya se apuntaba en los principios complementarios 17 y 18 que cuando exista el propósito de producir un cambio efectivo en el control de la sociedad, sería deseable que todos los accionistas tuvieran la oportunidad de vender sus acciones en las mismas condiciones. Este principio se pretende reforzar ahora con la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición de acciones obligando a formular una oferta pública cuando se pretenda adquirir acciones que representen un porcentaje significativo del capital de una sociedad cotizada en Bolsa.
- 29 La propuesta de Directiva (COM [88] 823 final de 19 de enero de 1989, DOCE 1989 C 64/8; modificada por COM [90] 416 final de 14 de septiembre de 1990, DOCE 1990 C 240/7) incluye normas especialmente interesantes, fruto de la experiencia acumulada en los últimos años en este campo y que han servido de base al legislador español que se ha inspirado en ellas al redactar el nuevo reglamento de OPAS (Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio, véase capítulo XI, *infra*).

J) LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL

Con carácter general puede afirmarse que la legislación española sobre el mercado de valores está adaptada a las Directivas comunitarias. La razón fundamental es que la legislación española en la materia es muy reciente y se ha redactado teniendo muy presentes las Directivas CEE. Es más, en algunas ocasiones va más allá de lo exigido por éstas, como sucede con la obligación de declaración de participaciones significativas que tendremos ocasión de analizar en el capítulo octavo, o en materia de ofertas públicas de adquisición de acciones en que la legislación española ha incorporado anticipadamente los principios de la propuesta de Directiva, antes de que ésta sea aprobada, y a la que nos referiremos en el capítulo undécimo. 30

Ello no obstante, entendemos que, como consecuencia de la aplicación de los principios de la libre circulación de capitales, deben liberalizarse las emisiones por residentes de la CEE en territorio nacional sometidas, hoy por hoy, a autorización de la DGTPF por virtud de la OM de 14 de noviembre de 1989 (aunque puede cuestionarse su vigencia tras el RD 1816/1991). 31

Por otra parte, como consecuencia de la Segunda Directiva Bancaria, las entidades de crédito de la CEE podrán desarrollar libremente en España (aunque no tengan sucursal establecida) las actividades relacionadas con el mercado de valores que se recogen en el anexo de la Directiva (participación en las emisiones de títulos y prestación de los servicios correspondientes; gestión de patrimonios; custodia de valores negociables). La aprobación de las Directivas sobre servicios de inversión y adecuación del capital de las sociedades de inversión, exigirá modificaciones adicionales del Derecho español en la materia, especialmente si se autoriza a los bancos a ser miembros de las bolsas directamente. 32

6. La interconexión de las bolsas comunitarias. La Bolsa Europea

En materia de bolsa el objetivo más ambicioso lo constituye la interconexión de las bolsas de la CEE. Se trata de pasar de la fase de armonización a la de integración con todo lo que ello supone. 1

Las ventajas que se derivarían de esa integración son evidentes. La eficiencia de una bolsa está directamente relacionada con su tamaño, de manera que éste es una condición necesaria, aunque no suficiente, para lograr dicho objetivo. La fragmentación actual de las bolsas europeas y su diversidad, actúa, sin embargo, como un freno al limitar 2

el volumen de contratación de las distintas bolsas y, por tanto, reducir su liquidez. La liquidez que proporciona un mercado aislado se resiente hasta el punto de que si se divide la liquidez total entre varias bolsas, todas ellas salen perdiendo.

Este elemental razonamiento sobre los efectos de la dispersión en los mercados de valores se demuestra en la práctica cuando se observa que de todas las bolsas de valores de la CEE, únicamente la de Londres tiene un tamaño significativo y aún así es un tercio de las Bolsas de Tokyo o Nueva York. La interconexión de las bolsas de la CEE, constituiría, sin duda, el mejor medio para facilitar su desarrollo y permitir la creación de una Bolsa europea que sirva de instrumento de movilización del ahorro y fuente de financiación de las inversiones a nivel comunitario.

- 3 Estas ideas han estado presentes en el ánimo de la Comisión desde hace ya muchos años, cuando el Comisario Tugendhat, autor del Código de Conducta Europeo, en un discurso pronunciado en Milán en enero de 1980, solicitó la integración de los mercados de valores de la Comunidad. A aquella sugerencia siguió un simposio convocado por la Comisión en Bruselas, en noviembre de 1980, que señaló el comienzo de una colaboración estrecha entre el Comité de Bolsas de la Comunidad y la Comisión.
- 4 El Parlamento Europeo, por su parte, aprobó el 13 de octubre de 1981 una resolución referente a la creación de un sistema de mercado europeo de valores mobiliarios, en la que se solicita a la Comisión que, en colaboración con las autoridades bursátiles de los Estados miembros, estudie las condiciones y medidas técnicas necesarias para la interconexión de los sistemas automatizados de operaciones bursátiles.
- 5 La Federación de Bolsas Europeas reaccionó positivamente, entendiendo los trabajos de recopilación de información, entre otros, el informe Duncan y Hall, y adoptando las primeras decisiones para la puesta en marcha del Sistema de Información Interbursátil (IDIS).

Este sistema, concebido para cubrir el intercambio en tiempo real de las cotizaciones de unos 400 títulos europeos cotizados en bolsa, no es un sistema de contratación, sino de información, por lo que su utilidad es limitada como se ha demostrado con el tiempo.

- 6 Sin embargo, las iniciativas de la CEE en este campo no concluyeron con la puesta en marcha del IDIS en mayo de 1984, y así en el Libro Blanco para la consecución del Mercado Interior, aprobado por el Consejo Europeo de Milán en junio de 1985, se planteó nuevamente la necesidad de la creación de un sistema de mercado europeo de valores mobiliarios estableciendo un sistema de negociación de títulos intercomunitario mediante la conexión electrónica de las bolsas. Pos-

teriormente, en junio de 1990, bajo el impulso de la Federación de Bolsas Europeas, se constituyó la sociedad EUROQUOTE, S.A. (actualmente en liquidación) de la que eran accionistas bolsas de todos los países de la CEE y cuyo objetivo era impulsar el desarrollo de la interconexión entre las bolsas europeas.

Como puede apreciarse, estos proyectos han encontrado siempre obstáculos que los han hecho fracasar a pesar de la lógica interna de los mismos. Así ha sucedido por un cúmulo de razones entre las que cabe señalar las siguientes:

- La propia complejidad del proyecto.
- La diversidad de las estructuras y modos de operar de las distintas bolsas de la CEE.
- Los recelos de las bolsas nacionales que temen, por diversas razones, perder protagonismo con la integración. A las bolsas medianas o pequeñas les preocupa que el hecho de que sus principales valores se contraten a nivel comunitario las convierta en bolsas residuales. A las grandes bolsas, que en teoría podrían beneficiarse más de la integración, les preocupa perder su identidad, y, en particular, a la Bolsa de Londres, perder su posición de privilegio entre las bolsas de la CEE, que le permite ser el principal beneficiario de la negociación internacional de valores comunitarios.

A pesar de todas las dificultades cabe esperar que en los próximos años cristalice definitivamente alguno de los proyectos que se manejan y asistamos, por fin, al nacimiento de la Bolsa europea.

1. El Banco de España

A) ANTECEDENTES

El primer *antecedente* de un Banco estatal en España lo constituye el Banco de San Carlos creado en 1782 por Real Cédula de 2 de junio. Sus funciones serían asumidas en 1829 por el Banco Español de San Fernando como banco de emisión y descuento y como prestamista del Tesoro. Este Banco se fusionaría con el Banco de Isabel II en 1847 para constituir el Nuevo Banco Español de San Fernando, que en 1856 cambió su denominación por la de Banco de España (Ley de 28 de noviembre de 1856). El denominado «Decreto Ley Echegaray» de 19 de marzo de 1874 concedió al Banco de España el privilegio monopolístico de emisión de billetes, poniendo fin a la confusión a la que había dado lugar la Ley de 19 de octubre de 1869, que ingenuamente había extendido los principios liberales a la emisión fiduciaria. La estructura jurídica creada por el Decreto Ley Echegaray no dejaba de ser sorprendente: el Banco de España se configuraba como sociedad privada propiedad de sus accionistas, mero «concesionario» de un privilegio íntimamente ligado a la soberanía, que además actuaba como banco central, bajo dependencia del Gobierno. 1

La situación no se modificó en sus grandes rasgos al promulgarse la LOB en 1946, aunque se incluyó una regulación más detallada de los órganos y funciones, y se dió una opción a los accionistas para que vendieran sus acciones al Estado. La situación se comenzó a aclarar con el DL 18/1962 de 7 de junio, por el que se nacionalizó y reorganizó el Instituto, otorgándole por primera vez funciones de inspección de la banca privada (art. 17). Leyes posteriores fueron incrementando las funciones del Banco de España (así la Ley sobre Ordenación y Régimen del Crédito Oficial de 1971 le transfirió las funciones del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo y del Ministerio de Hacienda en relación con las cajas de ahorros y el DL de 17 de julio de 1973 ciertas competencias del Instituto Español de Moneda Extranjera). Finalmente, la LORBE de 1980 redefinió los órganos rectores del Banco, instauró su autonomía y clarificó sus funciones, que en materia de disciplina e intervención quedaron definitivamente fijados en la LDIEC.

B) NATURALEZA Y REGULACIÓN

- 2 *Naturaleza*: el Banco de España se configura como una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. Las operaciones que realice y las relaciones jurídicas que mantenga, salvo que actúe en ejercicio de potestades públicas, se regirán por el Derecho civil, el mercantil o el laboral. La Ley de Procedimiento Administrativo sólo es de aplicación, con carácter subsidiario en defecto de otras normas (art. 2.I LORBE), y en especial cuando se ejerciten potestades sancionadoras en el marco de las funciones de inspección y disciplina. El Banco goza de todo tipo de exenciones fiscales cuando sea sujeto de imposición (art. 2 LORBE).
- 3 La *regulación* fundamental del Banco de España está recogida en la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, el Decreto-ley 18/1962 de 7 de junio de Nacionalización y Reorganización del Banco de España, la Ley 30/1980 de 21 de junio de Organos Rectores del Banco de España, en sus Estatutos (aprobados por Decreto de 24 de julio de 1947) y en su Reglamento (aprobado por OM de 23 de marzo de 1948) —situación profundamente insatisfactoria, pues tanto los Estatutos como el Reglamento están totalmente desfasados (la DT 1.ª DL 18/1962 (!) ordenaba la redacción de un nuevo Reglamento, pero el mandato sigue sin cumplirse).
- 4 La característica más singular e importante de la naturaleza jurídica del Banco de España es la de su *autonomía*: como dice el artículo 1 LORBE «actuará con autonomía respecto a la Administración del Estado, dentro de los límites establecidos en esta Ley». La consecuencia fundamental de la autonomía es la inexistencia de relación jerárquica entre Gobierno y Banco de España: el banco central está autorizado a realizar las funciones que la ley le encomienda sin tener que ajustarse a las instrucciones que emanen del poder político (contra, sin embargo, HERNÁNDEZ MARQUÉS en *Estudios de Derecho Público Bancario*, dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO, [1987], p. 136; más en la línea aquí defendida Tomás-Ramón FERNÁNDEZ: «Los poderes normativos del Banco de España» en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, [1990], p. 29).

La autonomía del banco central es un postulado fundamental en todas las economías de mercado desarrolladas. Se entiende que el control de la política monetaria, y a través de ella del valor del dinero, debe quedar encomendado a un órgano independiente de aquél que fije la política económica en general. La experiencia muestra que este es el camino más seguro para evitar un uso indebido por el Estado de su privilegio de emitir dinero, uso indebido que lleva inexorablemente a una inflación descontrolada, que a su vez no es otra cosa que una incautación por el Estado de los ahorros y de las rentas de los ciudadanos. Nótese que, así vista, la inflación no difiere de una exacción

tributaria, de carácter marcadamente regresivo (por afectar sobre todo a los asalariados y rentistas) y sin legitimación constitucional o democrática. Por ello, en una economía moderna, el postulado que el control de la creación del dinero debe estar en manos de una autoridad independiente, es tan importante (¡o quizá aún más!) que el principio que todo tributo debe ser aprobado mediante ley votada en Cortes (art. 133 CE). El que la autonomía del Banco de España no se halle expresamente recogida en la CE es una de las lagunas más importantes de nuestra constitución económica. El Tratado de Maastricht en cambio sí exige a los Estados miembros de la CE el reconocimiento legislativo expreso de la autonomía de sus bancos centrales.

La autonomía del Banco de España, recogida en el artículo 1 LORBE, se concreta en el hecho que, aunque el Gobernador, Subgobernador y la mayoría de los Consejeros son nombrados por el Gobierno, una vez nombrados no pueden ser libremente separados anticipadamente de su cargo. Tal separación exige expediente instruido por el Ministerio de Economía y Hacienda (art. 14. II LORBE), en el que se habrá de probar la causa que objetivamente la justifique. 5

C) FUNCIONES

Las *funciones* del Banco de España son muy amplias; las más importantes continúan recogidas en el artículo 3 LORBE, aunque otras se hallan dispersas en diversas disposiciones. (La Ley especial cuya promulgación prevé la DA LORBE no se ha llegado a publicar, dando lugar a uno más de la legión de mandatos legales similares impúnemente incumplidos por el Gobierno). 6

(i) *Desarrollo de la política monetaria*: la función sin duda más importante del Banco de España es la de dirigir y controlar la política monetaria, tanto en su vertiente interior como exterior (art. 3 LORBE) —es decir, el banco central debe controlar las masas monetarias en circulación en la economía española, y la relación de cambio entre la peseta y las divisas. En esta función, el Banco de España puede instrumentar la política monetaria «del modo que considere más adecuado para el cumplimiento de los fines a alcanzar, en especial el de salvaguardar el dinero». La Ley otorga pues capacidad discrecional al Banco de España, con una única salvedad: debe desarrollar su función «de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno». ¿Quid si estos objetivos son incompatibles con el principio al que por ley el Banco de España se debe, la salvaguarda del valor del dinero? En tal caso, entra en juego el principio de autonomía del instituto (art. 1 LORBE) y éste está obligado a dar prevalencia al objetivo legal. 7

- 8 (ii) *Emisión de moneda*: el Banco de España mantiene desde 1874 el derecho exclusivo para poner en circulación moneda metálica (regulada por Ley 10/1975 de 12 de marzo) y emitir billetes de curso legal; además el Banco debe administrar y regular su circulación de acuerdo con las necesidades de la economía, y dentro de los límites máximos que fije el Consejo de Ministros (art. 18.II DL 18/1962). Los billetes del Banco de España son, preceptivamente, medio legal de pago con pleno poder liberatorio (art. 6.II de sus Estatutos, que se basa en la Ley 9 de noviembre de 1939; véase también art. 18 DL 18/1962).
- 9 (iii) *Reservas y divisas*: el Banco de España centraliza las reservas metálicas —oro, plata y otros metales preciosos— y de divisas, pudiendo llevar a cabo cuantos actos de disposición y administración considere oportunos (DA 3.ª Ley 46/1985 de 27 de diciembre). Además, el banco central tiene a su cargo el movimiento de los cobros y pagos al exterior, el funcionamiento del mercado de divisas, y de control de cambios de determinadas operaciones financieras (fundamentalmente préstamos financieros y cuentas abiertas en el exterior).
- 10 (iv) *Deuda pública y tesorería*: el Banco de España también presta los servicios financieros de la deuda pública y los demás de tesorería del Estado —«gratuitamente» se apresura a recalcar la LORBE—, siendo responsable de la Central de Anotaciones en Cuenta y del Mercado de Deuda Pública en anotaciones. En esta función, el Banco debe prestar anticipos al Tesoro, dentro de ciertos límites, sin devengo de intereses y con obligación de restitución (art. 20 DL 18/1962). Todos los ingresos del Estado y de sus Organismos Autónomos se centralizan en el Banco de España, a través de cuentas corrientes a la vista (cfr. art. 118 LGP).
- 11 (v) *Banco de bancos*: la expresión aparece *verbatim* en el artículo 3 LORBE, y significa que el Banco de España debe asumir la función de prestamista último del sistema crediticio, de organizador de los sistemas de liquidación de pagos y de los mercados interbancarios.

Como banco de bancos está facultado para otorgar préstamos y recibir depósitos, simples o en cuenta corriente, de las entidades de crédito, pero no de particulares (arts. 26 y 27 DL 18/1962). Estas operaciones se hallan minuciosamente reguladas en los Estatutos y el Reglamento, aunque la práctica difiere significativamente de lo legislado y ciertas figuras —como las subastas de préstamos— carezcan de toda regulación en ellas. El Banco de España ejerce la función de control monetario, actuando tanto con técnicas de mercado abierto (es decir, interviniendo como operador en el mercado de dinero) como con procedimientos específicos. Los principales instrumentos en vigor son los siguientes (para un mayor desarrollo de este tema, que carece de regulación sistemática, aun a nivel de Circulares, cfr. *Agenda*

bancaria y de costes financieros dirigida por Juan F. ROBLES, párrafo SF 09):

- subasta decenal para la adquisición temporal de certificados emitidos por el propio Banco o de Deuda Pública;
- compraventa diaria en el mercado abierto de certificados y Deuda Pública;
- además el Banco de España puede discrecionalmente conceder financiación a entidades de crédito con dificultades de tesorería, bien adquiriendo activos de mercados con pacto de recompra, bien otorgando créditos con garantía personal, formalizados en las pólizas de crédito de mercado monetario que cada entidad tiene abierta en el Banco central (cfr. art. 17. III Estatutos del Banco de España y arts. 94 y ss. de su Reglamento).

El Banco de España también gestiona el servicio telefónico del mercado interbancario, las Cámaras de Compensación y el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (creado por RD 1369/1987 de 18 de septiembre), y los cheques librados por entidades de crédito contra sus cuentas corrientes en el banco central, que gozan de valoración inmediata, son el sistema de pago en múltiples transacciones.

También gestiona la Central de Información de Riesgos, con objeto de elaborar, con los datos recibidos de las entidades bancarias, la estadística de la evolución del crédito en España y controlar los riesgos declarables, y la Central de Balances de empresas no financieras para disponer de datos adecuados de éstas que faciliten el diseño y ejecución de la política económica.

(vi) *Inspección y control de las entidades de crédito*: esta función no forma parte de las que universalmente corresponden a un banco central, siendo muchos países los que siguen el modelo dual norteamericano de crear una institución especial con la única función de supervisar a los intermediarios financieros; en España, por el contrario, el Banco de España se ha hecho poco a poco con la facultad de inspección y control de todas las entidades de crédito e incluso de las sociedades de garantía recíproca. Hasta llegar a esta situación, la función supervisora de la banca ha pasado por un *iter* legislativo complicado: desconocida en el C.Com., iniciada tímidamente en la LOB 1921, atribuida por la LOB 1946 al Ministerio de Hacienda, traspasada en 1962 al Banco de España, el último paso en este proceso lo constituye la atribución al banco central, por la LDIEC, de las funciones de supervisión sobre las entidades de crédito de ámbito restringido y las SGR. 12

A diferencia de otras actividades económicas privadas, la actividad bancaria (al igual que la desarrollada en el mercado de valores o de seguros) está sometida a un régimen de supervisión especialmente

riguroso. La justificación de este régimen debe buscarse en la importancia que la solvencia de las entidades de crédito representa, no sólo para el público que les confía sus ahorros, sino para todo el sistema financiero. Dada la imbricación de unas entidades en otras, la insolvencia de una acarrearía la pérdida de confianza y caída de las otras, como si de un castillo de naipes se tratara (véase el argumento en la Exposición de Motivos de la LDIEC).

- 13 Las funciones de inspección y control del Banco de España otorgadas por el artículo 43.2 LDIEC, se desdoblan en las siguientes facultades:
- disponer inspecciones periódicas o extraordinarias de las entidades de crédito, para comprobar el cumplimiento de la normativa en vigor, sus balances y sus actividades [art. 47.c) LOB y art. 17.a) y d) DL 18/1962];
 - formular indicaciones a una entidad de crédito sobre su política de créditos o de dividendos, sin fuerza vinculante [véase art. 47.a) y b) LOB, art. 17.b) y d) DL 18/1962]; conminar a los administradores de un banco (pero no de otras entidades de crédito), previo informe del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, para que en el plazo de un mes restablezca su equilibrio patrimonial (el incumplimiento implica la exclusión del Fondo; art. 5 RD 567/1980 de 28 de marzo);
 - someter a autorización previa la expansión de las entidades de crédito que no cumplan los coeficientes legales o que sufran un deterioro importante de su situación patrimonial (art. 7.3 RD 1370/1985 de 1 de agosto);
 - cuidar del fiel cumplimiento por las entidades de las normas generales de la política de crédito [art. 47.d) LOB];
 - informar la autorización de creación de nuevas entidades de crédito, llevar los registros administrativos en las que dichas entidades deben ser inscritas y autorizar las adquisiciones de participaciones que excedan del 15 % del capital de un banco (art. 48 LOB);
 - instruir expedientes sancionadores contra entidades de crédito, imponer sanciones por infracciones graves y leves y proponer al Ministro de Economía y Hacienda las correspondientes a infracciones muy graves (art. 18 LDIEC);
 - imponer sanciones a las personas que, sin serlo, ejerzan actividades reservadas a las entidades de crédito (art. 29.2 LDIEC);
 - adoptar las medidas de intervención o sustitución de los órganos de administración de una entidad de crédito en situaciones de crisis (art. 31 LDIEC).

- requerir a todas las entidades incluidas dentro de un grupo consolidable de entidades de crédito cuanta información sea necesaria para verificar la consolidación y evaluar los riesgos asumidos por el grupo; el poder de inspección se extiende también a los accionistas personas físicas o a las entidades no financieras que controlen el grupo (art. 9.2.3 Ley 13/1985 de 25 de mayo, en la redacción dada por Ley 13/1992 de 1 de junio).
- recabar información de los auditores de cuentas, información sobre las entidades de crédito que éstos auditen (DF 1ª Ley de Auditoría de Cuentas).

En el ejercicio de estas funciones, el Banco de España deberá 14
colaborar con las autoridades equivalentes de otros países, siempre que éstas estén sometidas, al igual que el banco central español, al deber de secreto profesional (art. 6.1 RD Leg 1298/1986 de 28 de junio).

Los actos disciplinarios del Banco de España quedan sometidos a la LPA y son recurribles en alzada ante el Ministro de Economía y Hacienda (art. 25 LDIEC).

Téngase además en cuenta que determinadas CC.AA. tienen poderes ejecutivos en materia de cajas de ahorros y cooperativas de crédito (véase Cap. I *supra*). La distribución de competencias en este caso se realiza en base al artículo 42 LDIEC, ya comentado *supra*.

(vii) *Asesoramiento*: finalmente el Banco de España informa y asesora al Gobierno en las anteriores materias, pudiendo tomar la iniciativa siempre que lo estime conveniente para los intereses generales. Asimismo informa a las Cortes Generales a solicitud de éstas (art. 3 LORBE). 15

Para el mejor desenvolvimiento de sus funciones, el Banco de España dispone de *potestad normativa*, pudiendo promulgar Circulares siempre que exista una norma que le habilite para ello [véase *in extenso* Cap. I.3. D) *supra*]. 16

D) ORGANOS RECTORES

Los *órganos rectores* del Banco de España, de acuerdo con el artículo 4 LORBE, son el Gobernador, el Subgobernador y el Consejo General. 17

El Gobernador es nombrado por el Jefe del Estado a propuesta del Gobierno. Su mandato tiene una duración de cuatro años, al término de los cuales puede ser renovado. El desempeño del cargo es incompatible con la condición de Diputado o Senador y con el ejercicio de 18

cualquier actividad pública o privada. Al cesar y durante los dos años posteriores no puede ejercer actividad alguna en entidades privadas de crédito. Al Gobernador le corresponde ejercer la dirección suprema del Banco y ostentar su representación legal.

- 19 El Subgobernador es nombrado por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda. Su mandato es igualmente de cuatro años. Sus incompatibilidades y limitaciones al cesar en el cargo son las mismas que para el Gobernador. El Subgobernador sustituye al Gobernador legalmente en los casos de vacante, ausencia o enfermedad y desempeña las demás atribuciones que le delegue el Gobernador y cuantas le puedan ser atribuidas en el Reglamento Interno.
- 20 El Consejo General puede actuar en pleno y en Consejo Ejecutivo. El Consejo General en pleno se reúne mensualmente y siempre que lo convoque el Gobernador. Está presidido por éste e integrado por el Subgobernador, seis Consejeros nombrados por el Gobierno, los Directores Generales de Presupuestos y del Tesoro y Política Financiera, los Directores Generales del Banco designados por el Gobernador hasta un número de cuatro y un Consejero representante del personal. El Consejo Ejecutivo se reúne semanalmente y está formado por el Gobernador, el Subgobernador, tres Consejeros y un Director General. Las competencias del Consejo General en pleno y del Consejo Ejecutivo se recogen en los artículos 15 y 16 LORBE.

E) SECRETO PROFESIONAL

- 21 *Secreto profesional:* el RD Leg 1298/1986, al recepcionar las Directivas 73/183 y 77/780 ha establecido un estricto deber de secreto profesional que alcanza al propio Banco de España y a sus empleados, aun cuando hayan cesado en sus funciones, que cubre todos los datos y documentos obtenidos en el ejercicio de las funciones legalmente atribuidas; se excluye únicamente la facilitación de información al correspondiente Fondo de Garantía de Depósito, a la Justicia y a la Hacienda Pública (art. 6.2 RD Leg 1298/1986).

F) CONSEJO SUPERIOR BANCARIO

- 22 *El Consejo Superior Bancario* es el órgano consultivo del Ministerio de Economía y Hacienda en materia de banca. Todos los bancos privados operantes en España, incluso los bancos extranjeros, han de adscribirse obligatoriamente a él. Las principales funciones que tiene encomendadas son la de recoger los usos y costumbres bancarias y

servir de enlace entre el Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España y los bancos privados, así como informar preceptivamente en caso de ampliaciones de capital y fusiones bancarias. Su regulación está contenida en el Decreto de 16 de octubre de 1950, por el que se aprobó su Reglamento, derogado en buena parte por disposiciones posteriores.

2. Los Fondos en Garantía de Depósitos

A) REGULACIÓN

Para hacer frente a las situaciones de crisis bancaria (véase Cap. I *supra*) se constituyeron a finales de los años setenta y principios de los ochenta los *Fondos en Garantía de Depósitos*, con la doble función de asegurar los depósitos en entidades de crédito y de lograr su saneamiento. Estas medidas de saneamiento son independientes de las normas sobre intervención por el Banco de España previstas en la LDIEC (cfr. Cap. IV *infra*). 1

El Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios fue creado por el RD 3048/1977 de 11 de noviembre y dotado de personalidad jurídica por RDL 4/1980 de 28 de marzo.

Además del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios existen el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros y el Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito (creados por RDL 18/1982 de 24 de septiembre). Se trata en los tres casos de entidades de Derecho público, con personalidad jurídica propia, pero que quedan autorizados a actuar en régimen de Derecho privado, sin sujeción a las normas reguladoras de las entidades estatales autónomas y de las sociedades estatales.

La pertenencia al Fondo respectivo es voluntaria para las entidades; dado que constituye condición indispensable para acceder al crédito del Banco de España, en la práctica la no pertenencia al Fondo es imposible.

El órgano de gestión y representación de cada Fondo es su *Comisión Gestora*, integrada por ocho miembros, cuatro representantes del Banco de España y cuatro del sector privado al que pertenezca el Fondo y que son nombrados por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España. La Presidencia de la Comisión corresponde a uno de los representantes del Banco de España, que tiene voto dirimente en caso de empate. 2

B) FUNCIONES

3 Las *funciones* de los Fondos son realmente dos: (i) aseguramiento de depósitos y (ii) saneamiento de entidades en crisis.

4 (i) *Aseguramiento de depósitos*: con respecto a la primera, los Fondos garantizan, pero únicamente para el caso de suspensión de pagos o quiebra de un banco, caja o cooperativa (lo que, por cierto, presupone que las cajas puedan acogerse a estos procedimientos), hasta un importe máximo de 1.500.000 Ptas. por depositante, sea persona física o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de depósitos de los que sea titular. Realizado el pago, el Fondo se subroga en todos los derechos del depositante frente a la entidad de crédito (art. 4 RD 567/1980, RD 2575/1982 y RD 2576/1982).

5 (ii) *Saneamiento de entidades de crédito*: aparte de su función pasiva de aseguramiento, los Fondos han sido pieza fundamental en la resolución de la crisis bancaria de la década de los 80, hasta el punto que el Fondo bancario ha llegado a intervenir en 46 entidades (incluyendo las 20 pertenecientes a Rumasa) (véase la excelente exposición de JIMÉNEZ-BLANCO: «El Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios» en *Estudios de Derecho público bancario* dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO, p. 189).

En este aspecto, existe una sorprendente diferencia entre el régimen de potestades de los diferentes Fondos, de muy difícil justificación (salvo la experiencia adquirida al crearse los dos últimos): mientras el bancario carece del poder coercitivo que proporciona el ejercicio de funciones públicas, canalizándose éstas a través del Banco de España, los Fondos de Cajas y Cooperativas sí tienen competencias conminatorias frente a sus asociados (cfr. art. 5 RD 567/1980, RD 2575/1982 y RD 2576/1982; resalta pero no justifica el hecho GONZÁLEZ CAGIGAS en la obra colectiva *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias*, [1988], p. 171).

6 La intervención de los Fondos comienza normalmente con una conminación, en el caso de los bancos hecha por el Banco de España, y en los demás por el propio Fondo, dirigida a los administradores de la entidad de crédito, advirtiéndole que las pérdidas expresas o tácitas son de tal magnitud que la ponen en peligro. La conminación se tiene que traducir en la obligación que los administradores «adopten las medidas necesarias», en el plazo de un mes para bancos y no inferior a 15 días en cajas y cooperativas. ¿En qué consistirán esas medidas?

7 En los *bancos*, en una ampliación de capital, unida o no a una reducción de capital, medidas que normalmente tendrán que ser aprobadas por la Junta General (convocada con los plazos, y constituida con el quorum que prevé el art. 3 RDL 18/1982; este artículo, sin embargo, no exige de la mayoría cualificada que, para el caso de

constitución en segunda convocatoria, exige el art. 103.2. II LSA). En dicha ampliación de capital, el Fondo podrá suscribir acciones (previa renuncia al derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas); con independencia de lo anterior, también podrá adquirir con el consentimiento de sus propietarios las acciones viejas, a un valor testimonial, haciéndose así con la propiedad de la entidad. En este punto radica la diferencia fundamental con el otro instrumento legalmente previsto para solucionar la crisis bancaria, la intervención regulada en la LDIEC: mientras que el Fondo adquiere la propiedad, para después vender, la intervención no altera las estructuras de propiedad del banco.

Adquirida la propiedad, el Fondo debe proceder a sanear la entidad, para lo que puede prestar toda clase de apoyos (ver art. 6.3 RD 567/1980). En el plazo de un año —que a todas luces parece corto— debe proceder a vender su participación «en condiciones suficientes de publicidad y concurrencia», lo que no exige una subasta formal (véase art. 6.2. RD 567/1980, que además prevé un derecho de adquisición preferente en favor del Estado, hoy con rancio regusto anacrónico).

En el caso de *cajas y cooperativas*, las medidas también tienen que pasar por una ampliación de sus fondos propios. En estos supuestos, sin embargo, no se regula la posibilidad de que el Fondo adquiriera su propiedad (aunque tampoco se excluye expresamente), sino que se prevé que, con el apoyo del Fondo, se traspase la actividad a otra entidad de depósito. De resultar esto imposible, el Fondo procedería a la disolución y liquidación de la entidad (en cuyo caso se desdibujan las diferencias con la intervención). 8

(iii) *Funciones accesorias*: finalmente, los Fondos tienen dos funciones más, de carácter accesorio: actuar como liquidadores en el caso de liquidación por revocación de autorización (art. 57bis 4 LOB), y remitir las listas de interventores en el caso de suspensión de pagos y actuar como comisario, depositario y síndicos en el caso de quiebra de bancos, cajas o cooperativas (art. 6 RDL 18/1982 de 24 de septiembre). 9

C) FINANCIACIÓN

En cuanto a su *financiación*, los Fondos se nutren de las cuotas aportadas por sus asociados, calculadas como un porcentaje, fijado por el Gobierno, sobre los depósitos asegurados (sin tener en cuenta que sólo las primeras 1.500.000 Ptas. se hallan aseguradas), y por el Banco de España, en cuantía equivalente a aquellas. Implica esto que, desde el punto de vista macroeconómico, el coste de las crisis bancarias es soportado a partes iguales por los ahorradores, y por todos los 10

contribuyentes. Finalmente, los Fondos tienen acceso a anticipos del Banco de España, que deben devolver, junto con intereses, con sus ingresos ordinarios. Salvo el de cajas, los otros Fondos han hecho copiosa utilización de esta posibilidad.

3. Las entidades de crédito

A) CONCEPTO Y ACTIVIDAD

- 1 Las entidades de crédito son los intermediarios que actúan en el mercado de crédito, las instituciones que, con su propia solvencia, captan fondos entre los ahorradores, para prestarlos a los demandantes de dinero.

El concepto es nuevo en nuestro derecho positivo. Hasta 1983, no existía un término que englobara a bancos, cajas, cooperativas y sociedades de financiación. La Ley 26/1983 de 26 de diciembre, reguladora del coeficiente de caja, creó por primera vez el concepto de «intermediario financiero», transformado posteriormente en el RD Leg. 1298/1986 de 28 de junio en «establecimiento de crédito», expresión de regusto francés, novada por el art. 39.3 LDIEC en «entidad de crédito», concepto más entroncado en nuestras tradiciones terminológicas. (El art. 39.4 LDIEC, por cierto, ordena la rigurosa expurgación de toda referencia a «establecimiento de crédito» de nuestro derecho positivo).

- 2 El concepto legal descansa sobre dos pilares: (i) la actividad y (ii) la habitualidad.
- 3 (i) *Actividad*: ésta exigencia se descompone en tres requisitos, que se deben cumplir cumulativamente:
 - 4 — El primero es que la entidad de crédito debe recibir fondos del público en forma de *préstamo*, entendido en el sentido amplio y económico de la palabra («depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución» dice el art. 1 RDL 1298/1986, en la nueva redacción que le da el art. 39.3 LDIEC); esta parte de la definición prácticamente no ha sufrido variación alguna desde el artículo 37 LOB, con la salvedad que la LDIEC ha añadido —innecesariamente como ha señalado SÁNCHEZ-CALERO («La delimitación de la figura de entidad de crédito y la de otros sujetos» en *RDBB*, 28, [1987], p. 714)— la referencia a préstamos y a cesiones de activos para englobar a las entidades financieras y a las SMMD's dentro del concepto. Préstamo y depósito de dinero son jurídicamente conceptos equiparables (cfr. art. 309 C.Com.), y cesión temporal

de activos no es otra cosa que su venta con pacto de recompra en firme u opcional por el intermediario, operación que económicamente equivale a un préstamo con garantía de los propios bienes.

¿En qué forma se pueden captar fondos del público sin caer dentro del ámbito restringido? La amplitud del concepto únicamente excluye la captación a título de sociedad o de cuentas en participación.

- El segundo elemento exige que los fondos se apliquen a «la *concesión de créditos* u operaciones de análoga naturaleza»: se recoge aquí la idea tradicional de intermediación financiera, que presupone que la entidad debe aplicar los fondos captados precisamente al otorgamiento de crédito. Por operaciones de análoga naturaleza habrá que entender toda clase de préstamos, adquisiciones temporales de activos, descuentos y, en general, operaciones en las que existe una obligación de restituir los fondos al intermediario. 5

Quedan pues fuera del concepto legal de entidad de crédito, aquellos supuestos en los que una persona capte fondos para aplicarlos a cualquier otra finalidad: adquirir valores, jugar a la lotería, invertir en inmuebles. Esto, sin embargo, no quiere decir que tal actividad se puede realizar libremente: según el art. 28.2.b) LDIEC, queda prohibido a toda persona que no sea entidad de crédito captar fondos del público a título de depósito o análogos, salvo en el caso de que se trate de una institución de inversión colectiva, sujeta a su propia legislación, cfr. marginal 9 *infra*.

- El tercer elemento consiste en que los fondos se deben aplicar a la concesión del crédito *por cuenta de la propia entidad*, y no por cuenta del ahorrador que ha facilitado los fondos. Este requisito resalta que las entidades de crédito, aunque son intermediarios, no se limitan a actuar como comisionistas, sin asumir riesgos, sino que comprometen su solvencia frente al ahorrador, y otorgan los créditos al destinatario asumiendo el buen fin de la operación. (Sobre la creciente tendencia a la «desintermediación», véase Cap. I *supra*). 6

(ii) *Habitualidad*: el segundo requisito de la definición lo constituye la habitualidad y tipicidad (ver art. 1 RDL 1298/1986), lo que a su vez se traduce en una doble consecuencia: 7

- la actividad de intermediación financiera es la típica de las entidades de crédito, pero éstas pueden también realizar, directamente o a través de filiales e incluso con habitualidad, otra clase de actividades (excepto en el caso en que la normativa expresamente lo prohíba);

— la actividad de intermediación puede ser realizada por empresas que no sean entidades de crédito, pero únicamente de forma esporádica (p.e. una sociedad podría recibir un préstamo de su matriz, y a su vez prestar una parte a otra empresa del grupo).

- 8 La actividad de intermediación financiera habitual, en los términos descritos, está encomendada por ley de forma *exclusiva* a las entidades de crédito. En territorio español nadie puede ejercer con habitualidad las actividades legalmente reservadas a las entidades de crédito, ni usar las denominaciones genéricas propias de éstas, sin estar autorizado e inscrito en los registros (del Banco de España y en su caso de la Comunidad Autónoma) correspondientes (art. 28 LDIEC). La contravención de esta regla se sanciona con multa (art. 29 LDIEC) y nulidad de «pleno de derecho» de toda inscripción en el Registro Mercantil de entidades cuyo objeto social irrumpa en el reservado a entidad de crédito (art. 30 LDIEC).

La ley concreta cuáles son las actividades reservadas a las entidades de crédito en el artículo 28.2 LDIEC:

— «la actividad señalada en el apartado 1.º del artículo 1.º del RDL 1298/1986», es decir, la intermediación habitual en el crédito;

— la captación de fondos reembolsables del público, con cualquier destino, bajo forma de depósito o análogas, a no ser que la actividad esté sujeta a la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 46/1984 de 26 de diciembre).

- 9 Es de resaltar, que aunque la ley *define* a las entidades de crédito por la captación y aplicación habitual de los fondos (y no conceptúa como entidades de crédito a las que captan fondos para aplicarlos a finalidad distinta del préstamo), esto no implica que la mera actividad de captación de fondos se pueda realizar sin control y supervisión administrativa. Por ello el artículo 28.2.b) LDIEC prohíbe que esta actividad se lleve a cabo por empresa no sujeta a régimen especial, bien por ser entidad de crédito, bien por ser institución de inversión colectiva (sujeta a la CNMV). A *contrario sensu* la norma implica que no existe prohibición legal alguna para que una empresa se dedique, incluso habitualmente, al otorgamiento de préstamo, siempre que no capte los fondos a título de depósito u análogos (sino p.e. a título de capital). Tal entidad no constituiría entidad de crédito, ni estaría sujeta a control administrativo, ni violaría la prohibición del artículo 28.2 LDIEC.

Aparte de esta última actividad, también caen fuera del ámbito reservado a las entidades de crédito el asesoramiento financiero, el otorgamiento de avales, los servicios de intermediación en los pagos (giro, transferencia, tarjetas de pago y de crédito ...), y la actividad de

custodia y de cajas fuertes. Estos últimos servicios, que «por regla general» son prestados por los bancos a su clientela, según recuerda el artículo 37 LOB, no constituyen, sin embargo, actividad reservada, y pueden, y *de facto* son, ejercitados por empresarios ordinarios.

Aunque la intermediación financiera habitual corresponde en exclusiva a las entidades de crédito, esto no quiere decir que este ámbito de actividad sea excluyente, es decir que no se puedan dedicar a otras actividades. Si algo caracteriza a la banca española, es la *universalidad* ilimitada de su ámbito de actuación. No existe impedimento legal para que la banca española —bancos, cajas y cooperativas— aparte de a su actividad típica, se dedique a cualquier otra actividad de lícito comercio. Así la banca puede realizar todas las actividades reservadas a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (sociedades hipotecarias, de leasing, financieras y SMMD's), puede prestar toda clase de servicios de asesoramiento financiero, empresarial o inmobiliario y de intermediación en los pagos, puede intermediar en la transmisión de valores e incluso asegurar su colocación, puede ser propietaria de otras entidades de crédito, de sociedades de seguros, de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones, de sociedades de seguros, de agencias y sociedades de valores, incluso de sociedades de valores y bolsa, y puede ser finalmente la cabeza de grandes grupos industriales. Pocos son los países en los cuales existan tan pocas trabas legales a la expansión de la actividad de los bancos. 10

Lo dicho es únicamente cierto para las entidades bancarias (bancos, cajas, cooperativas), pero no para las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, cuyo campo de actividad es excluyente, estándoles prohibido dedicarse a cualquier actividad fuera de la que les es propia (art. 3.5.º RD 896/1977 de 28 de marzo, de régimen jurídico de las entidades de financiación, art. 3.1 Ley 2/1981 de 23 de marzo del Mercado Hipotecario, DA 7.º 1 LDIEC, reguladora de las entidades de arrendamiento financiero; art. 1.1.II RD 771/1989 de 23 de mayo para las SMMD's).

B) CLASES

La clasificación de las entidades de crédito se encuentra recogida en el artículo 1.2 RDL 1298/1986 y en la redacción dada por el artículo 39 LDIEC, redacción a su vez modificada —tácitamente, una vez más, incrementando la confusión endémica en esta rama del Derecho!— por el RDL 3/1991 de 3 de mayo, por la que se reorganizan las entidades de crédito de capital público. De acuerdo con estas normas, deben distinguirse tres clases de entidades de crédito: 11

- 12 (i) *Entidades de crédito de ámbito operativo general*: esta categoría (no recogida *expressis verbis* en la norma) incluye bancos —organizados en forma de sociedades anónimas, cajas de ahorro, empresarios con estructura fundacional— y cooperativas de crédito. (La expresión «entidades de crédito de ámbito operativo general» es preferible a la más tradicional de entidades de depósito, pues las restantes entidades de crédito también pueden recibir fondos del público a título de depósito a plazo superior a un año).
- 13 Dentro de los bancos, se puede hacer una nueva subdivisión, según quien sea el titular del capital: están por un lado los bancos privados, y por otro las *entidades de crédito de capital público* (véase título de la Ley 25/1991 de 21 de noviembre), es decir Corporación Bancaria de España, S.A., Banco de Crédito Agrícola, S.A., Banco de Crédito Local, S.A., Banco Hipotecario de España, S.A. y Caja Postal, S.A. (que a pesar de su nombre, tiene estatuto de banco —art. 2. II Ley 25/1991). Nótese que estas entidades ya no son «Entidades Oficiales de Crédito» (como aún decía el art. 39 LDIEC), sino entidades de crédito normales, si bien su capital es público estatal. Este cambio subraya que las entidades de crédito público no gozan de un estatuto especial, debiendo quedar sujetas a la misma normativa que las entidades bancarias privadas (compitiendo en igualdad de condiciones con el resto de las entidades). La estructura de las entidades de crédito públicas es piramidal, pues la Corporación Bancaria de España es propiedad del Estado al 100 %, que a su vez ha aportado a esta entidad la titularidad de las acciones de las restantes entidades (acciones que previamente pertenecían al ICO, y que el Estado recuperó por virtud de la Ley 25/1991, para a continuación aportarlas a la Corporación).
- 14 En esta estructura, el *Banco Exterior de España, S.A.* ocupa una posición intermedia y especial, habiéndose reforzado tras la absorción del Banco de Crédito Industrial. El Banco Exterior está sometido a la normativa de los bancos privados, sus acciones cotizan en bolsa, y no existe obligación legal de que la participación pública sea mayoritaria (aunque en la actualidad lo es) (cfr. Disposición Derogatoria 3ª DL 3/1991).
- 15 Por otra parte, el Banco Exterior de España, aunque nunca ha formado parte de las Entidades Oficiales de Crédito, ha sido tradicionalmente el encargado de la financiación oficial a la exportación. El *crédito oficial a la exportación* ha sido objeto de una importante reforma como consecuencia del ingreso de España en la CEE y ha quedado regulado, fundamentalmente, en el RD 322/1987 de 27 de febrero. De acuerdo con lo previsto en este Real Decreto, no gozarán de apoyo financiero oficial a la exportación los créditos que financien operaciones con destino a países miembros de la CEE, excepto cuando exista una norma comunitaria que lo permita. Respecto de exportaciones a países terceros, sigue cabiendo financiación a la exportación con apo-

yo oficial, bien a través de los créditos con subvención de tipos de interés a través del ICO (conocidos como CARI's), a los que se refiere la Ley 11/1983 de 16 de agosto, los Fondos de Ayuda al Desarrollo igualmente canalizados por el ICO o bien con fondos provenientes del coeficiente de inversión (RD 32/1987 de 27 de febrero, art. 2.2), este último en trance de desaparición.

Dentro de las cajas de ahorro, también goza de estatuto de entidad de crédito la *Confederación Española de Cajas de Ahorro*, asociación de todas las cajas españolas, que realiza una serie de servicios auxiliares y complementarias para ellas (ver art. 4 de sus Estatutos, aprobados por RO 21 de septiembre de 1928 y art. 28 LORBE). 16

(ii) *Entidades de crédito de ámbito operativo limitado*: este concepto, creado por el RD 771/1989 de 23 de junio, abarca a un conjunto de entidades de crédito que legalmente tienen restringidas sus actividades a un sector o modalidad específica de financiación, y que no pueden captar fondos del público mediante depósitos a la vista, por plazo indeterminado ni inferior a un año (DA 6.ª LDIEC; OM 8 de febrero de 1991). Son en concreto las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero, las sociedades de crédito hipotecario y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero (SMMD's). 17

(iii) *El Instituto de Crédito Oficial* constituye una entidad de crédito totalmente atípica, pues se configura como sociedad estatal de las previstas en el artículo 6.1.b) LGP, es decir, no es una sociedad anónima. La atipicidad llega hasta el punto que su regulación se encuentra en el artículo 127 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado (LPGE) para 1988 y en el artículo 105 LPGE 1992, que lo equipara en materia de recursos propios a las entidades de crédito. Aunque el ICO puede realizar toda clase de operaciones financieras o no, activas y pasivas, actos de gestión y disposición, comerciales o no, así como toda clase de operaciones con terceros, tomar dinero a préstamo, emitir obligaciones, bonos u otros títulos de cualquier clase, sin más limitaciones que las establecidas en su ley reguladora (art. 127.6 LPGE 1988), su ámbito de actuación se ha visto sensiblemente afectado al perder, por Ley 25/1991, la titularidad, supervisión y el control de las entidades oficiales de crédito. El ICO mantiene la instrumentación y administración de los Fondos de Ayuda al Desarrollo (art. 127.12 LPGE 1988 y art. 69 LPGE 1992), que facilita «préstamos blandos» a países subdesarrollados, y de los créditos a la exportación con tipo de interés fijo subvencionado (a través de Contratos de Ajuste Recíproco del Interés-CARI's) previstos en la Ley 11/1983 de 16 de agosto. 18

El Consejo General del ICO dirige su actuación bajo las directrices del Gobierno. El Consejo General está integrado por el Presidente y diez miembros más, designados todos ellos por el Consejo de Minis- 19

tros. El mandato de los consejeros es de cuatro años renovables por iguales períodos de tiempo (art. 127.9 LPGE 1988).

- 20 El artículo 127.2 LPGE 1988, al modificar la naturaleza del ICO, dispuso que la nueva sociedad sucederá al antiguo Organismo Autónomo en todos los cometidos, derechos y obligaciones, «manteniendo frente a terceros, con la garantía del Estado, en las mismas condiciones que en la actualidad» (es decir, como si fuera un Organismo Autónomo) sus deudas y obligaciones de cualquier tipo. No queda claro del tenor literal de la Ley si la garantía del Estado se refiere a todas las obligaciones del ICO o sólo a las anteriores a su transformación en sociedad estatal. El propio ICO entiende que la garantía se extiende a todas sus obligaciones y así se ha hecho constar en los folletos explicativos de algunas de sus emisiones más recientes.
- 21 *Entidades de crédito atípicas* : ¿es la lista de entidades de crédito que proporciona el artículo 1.2 RDL 1298/1986 una lista cerrada? De su propia dicción se deduce lo contrario, al establecer que se conceptúan, «en particular, como entidades de crédito» las que se mencionan. Es por lo tanto pensable que se creen nuevos tipos de entidades de crédito, para cubrir una nueva área del mercado financiero (como ocurrió, no hace mucho tiempo, con las SMMD's). Para ello no hará falta una modificación legislativa, ni norma alguna que lo ampare, siendo suficiente la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y la inscripción en el Registro del Banco de España (art. 43 LDIEC).

C) ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS

- 22 Las entidades de crédito extranjeras pueden actuar de formas muy distintas en el mercado español. Todas las entidades de crédito de la CEE, de acuerdo con el principio de libertad de prestación de servicios dentro de la CEE, pueden ofrecer sus servicios a los residentes en España sin traba alguna y sin tener que abrir ninguna oficina o sucursal; esta libertad se extiende también a las entidades no europeas, pues ninguna norma les prohíbe la obtención de fondos, la prestación de servicios o el otorgamiento de crédito a residentes en España.
- 23 Si la entidad de crédito extranjera pretende tener una presencia estable en España, puede en primer lugar decantarse por una simple *oficina de representación*, cuya finalidad está necesariamente limitada a la obtención de información, sin que la oficina, ni el representante que la dirija, puedan llevar a cabo operaciones de ningún tipo (art. 9 RD 1144/1988 de 30 de septiembre, que las regula para toda clase de entidades de crédito, no solo para bancos). La autorización para la

apertura corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España.

Toda empresa constituida en el extranjero tiene el derecho a ejercer el comercio en España, creando una *sucursal* en España, rigiendo el ordenamiento de la matriz en todo lo referente a la capacidad para contratar, y quedando sometida al ordenamiento español en sus operaciones mercantiles (según ordena la vetusta norma del art. 15 C.Com.). Las sucursales no gozan de personalidad jurídica propia, ni de patrimonio separado del de la empresa matriz. Por esta razón, la matriz responde ilimitadamente de las obligaciones que asuman los representantes legales de la sucursal. El que los bienes de la matriz estén situados en el extranjero es irrelevante, a la vista del artículo 1.911 C.c. (conforme: MENÉNDEZ GARCÍA: «La banca extranjera en el Derecho español» en *Estudios de Derecho Público Bancario* dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO, [1987], p. 433, con amplia discusión de la polémica al respecto en la doctrina italiana).

Requisitos: la constitución de sucursales en España de entidades de crédito extranjeras se halla regulada por el artículo 8 RD 1144/1988 de 30 de septiembre (que es el mismo que regula la creación de bancos privados), con unas pequeñas matizaciones para las de ámbito operativo limitado (art. 2 RD 77/1989 de 23 de junio). La regla general es que las sucursales están sometidas a los mismos requisitos de constitución que la creación de nuevas entidades de crédito, con las siguientes particularidades:

- La matriz debe ser una entidad de crédito constituida en forma equivalente a una sociedad anónima, salvo que se trate de una entidad constituida en la CEE, en cuyo caso también puede adoptar otra forma (fundación, cooperativa, etc.), siempre que tenga fondos propios diferenciados (art. 8.2 RD 1144/1988).
- Para que la sucursal pueda incluir, dentro de su objeto, una determinada actividad, es indispensable que esté permitida a la matriz en el país de origen [art. 8.d)]. En consecuencia, solo podrán realizar actividades bancarias las sucursales de entidades bancarias extranjeras. Las entidades extranjeras que correspondan a las españolas de ámbito operativo limitado también pueden constituir sucursales, pero solo podrán desarrollar actividades correspondientes a una sola clase de entidades (lo que es congruente con el carácter exclusivo de la actividad de estas entidades en nuestro ordenamiento).
- La denominación de la sucursal deberá ser la misma de la matriz, debiéndose añadir una mención clarificadora si pudiera inducir a confusión (art. 2 RDL 1289/1986 de 28 de junio) y la expresión «Entidad de Crédito Hipotecario», «Entidad de Financiación», «Entidad de Arrendamiento Financiero» o «Entidad de Mediación en

el Mercado de Dinero» si es de ámbito operativo limitado [art. 2.a) RD 771/1989].

- La sucursal debe tener una dotación de capital mínima, igual a la exigida por la ley española para la entidad de crédito correspondiente; esta dotación es permanente, y debe servir para cubrir pérdidas (con independencia, por supuesto, de la responsabilidad ilimitada de la matriz) [art. 8.1.a) RD 1144/1988], esta dotación de capital no será necesaria para las sucursales de entidades residentes en la CEE a partir del 1 de enero de 1993.
- Deben contar al menos con dos personas que determinen de modo efectivo la orientación de la sucursal y sean responsables directos de la gestión; estas personas deben tener al menos cinco años (dos años para la entidad de crédito de ámbito limitado) de experiencia directiva [art. 8.1.c) RD 1144/1988].
- Las sucursales de entidades de crédito pueden abrir oficinas adicionales en España, entendiéndose que el conjunto de oficinas forma la sucursal (así, acertadamente, art. 8.3. RD 1144/1988; la «segunda o posterior sucursal establecida por sociedad extranjera» a la que se refiere el art. 265 RRM solo puede ser para el caso de que una sociedad extranjera constituya varias sucursales, encomendándoles actividades distintas —art. 261.1.3.º RRM). Aunque los bancos españoles de nueva creación no pueden abrir más de tres oficinas durante los tres primeros ejercicios [art. 6.1.I.b) RD 1144/1988], no existe justificación para que dicha norma se aplique a las sucursales de bancos extranjeros que ya lleven más de tres años constituidos en su país de origen.
- No les son de aplicación ciertas exigencias que se piden para entidades de crédito españolas por carecer de sentido en una sucursal [art. 8.1.b) RD 1144/1988].

- 26 *Autorización:* la creación de una sucursal por entidades de crédito extranjeras exige autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, adjuntándose a la solicitud la información que exige el artículo 8.1.d) RD 1144/1988. La naturaleza de la autorización no difiere de la exigida para constituir una entidad de crédito española —es decir, es reglada para las entidades de crédito de ámbito limitado, y discrecional, para las entidades bancarias (convirtiéndose en reglada el 1 de enero de 1993 para matrices residentes en la CEE). El procedimiento también es igual (ver también *infra*). No obstante, de acuerdo con los principios de la Segunda Directiva bancaria (ver Cap. II *supra*), a partir del 1 de enero de 1993 no se requerirá autorización para la apertura de sucursales en España de bancos de la CEE (principio de reconocimiento mutuo que debe ser recogido en nuestro derecho interno).

En el caso de sucursales de cajas de ahorros y cooperativas de crédito extranjeras, se plantea la duda si la autorización no la debería otorgar la correspondiente Comunidad Autónoma que tenga atribuida competencias en la materia, cuando el domicilio de cada sucursal radique en su territorio. El problema es especialmente grave, porque el artículo 8 RD 1144/1988, que establece las competencias del Ministro, no ha sido declarada norma básica a los efectos del artículo 149.1.11.ª CE (y no le alcanza la previsión del art. 47.2 LDIEC). Parecería razonable que en esta materia el Estado central mantuviera sus competencias exclusivas (en base al art. 149.1.2 CE «extranjería», y 149.1.3 CE «relaciones internacionales») —pero es bien conocido que pocas áreas hay más alejadas de la razonabilidad que la distribución de competencias en el sector del crédito.

Inscripción: otorgada la autorización, la sucursal debe inscribirse en el correspondiente Registro administrativo que lleva el Banco de España (y si es caja de ahorros o cooperativa también en el de la Comunidad autónoma donde tenga su domicilio?) y en el Registro Mercantil (art. 264 RRM), lo que exigirá que se otorgue documento público (art. 5 RRM). 27

Actividad: la actividad de las sucursales queda sujeta a la misma normativa que la aplicable a las entidades de crédito, estando expresamente sujetas a la LDIEC (art. 1.3). Además, al igual que las entidades españolas deben depositar sus cuentas anuales (pero no las de la matriz) en el Registro Mercantil correspondiente (art. 339 RRM —norma que tendrá que ser modificada, antes del 1 de enero de 1993 a la luz de la Directiva 89/117 de 13 de febrero). 28

Excepcionalmente, y sólo hasta el 1 de enero de 1993 se mantienen dos limitaciones para las sucursales extranjeras (DT 1.ª RDL 1298/1986): la primera se refiere a la obligación de captar una parte pequeña de sus fondos pasivos en el mercado interbancario (y no directamente del público, lo que sería teóricamente más barato), y la segunda a la limitación del número de oficinas (que no pueden exceder de ocho durante 1992).

Finalmente, las entidades de crédito extranjeras pueden también crear o adquirir *filiales* españolas para operar en nuestro país. El régimen aplicable a la adquisición, y a las actividades de la filial, no difiere en nada del caso de que se tratara de entidades adquiridas o controladas, con una doble salvedad: 29

- la creación de un banco (pero no de cualquier otra entidad de crédito) por persona no residente en la CEE exige adicionalmente la aplicación del principio de reciprocidad en el país del inversor, o, en su caso, en el país en el que el grupo bancario ejerza su actividad principal (se pretende evitar así que la inversión se canalice a través de un país CEE, burlándose la norma) (art. 7.2 RD

1144/1988). La regla se aplica también a la adquisición de más del 15 % del capital de un banco español (art. 48.1 LOB). El inversor extranjero deberá pues demostrar que en su país de origen, un inversor español tendría la posibilidad real de efectuar una inversión equivalente;

- además, el Ministro de Economía y Hacienda puede exigir la prestación de una garantía que alcance a la totalidad de las actividades en España de la filial (art.7.2 RD 1144/1988); se trata de una norma de muy difícil encaje en nuestro sistema jurídico, pues es *contra natura* que en una sociedad anónima (y recuérdese que las entidades de crédito —con la excepción de las cooperativas y las cajas— deben adoptar necesariamente forma de S.A.) un accionista afiance la totalidad de las obligaciones de la filial. La solución más fácil consistirá en aplicar, por analogía el régimen de responsabilidad del socio colectivo en las sociedades comanditarias por acciones. Pero este régimen no surgirá del contrato de sociedad, sino de una declaración (¿unilateral? ¿frente al Banco de España?) del accionista. La solución legal, como se ve, está llena de incongruencias, y en la práctica se ha tenido el buen sentido de no aplicar nunca esta exigencia.

D) RÉGIMEN COMÚN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

a) *Introducción*

- 30 El *régimen común* de las entidades de crédito es anárquico, asistemático y deslabazado. Su pieza legislativa básica es la desafortunada LDIEC, (aunque también existen algunas normas sueltas al margen de la LDIEC, como p.e. el art. 57 bis LOB, cuyo ámbito de aplicación, sorprendentemente, no se circunscribe a los bancos privados, sino que abarca todas las entidades de crédito). El juicio crítico de la LDIEC no puede ser más negativo (cfr. también la opinión al respecto de MARTÍN RETORTILLO: *Derecho Administrativo Económico*, II, [1991], p. 142): la ley no sólo presenta claros errores en las referencias cruzadas (en los arts. 39.4 y 42.2 y 3) sino que es incapaz de diseñar un sistema jurídico minimamente coherente de las entidades de crédito. Así la regulación se disemina entre el Título II (ejercicio de actividades y uso de denominaciones reservadas), el «pot purri» del Título IV (en el que hay de todo —desde el concepto, que se define modificando el RDL 1298/1986, pasando por normas de aplicación directa, delegaciones de facultades y modificación de otras reglas) y el nuevo «pot purri» de las 14 Disposiciones Adicionales, no incluidas, Dios sabe por qué razones, en el Título IV, y entre las que se encuentran, en alegre mezcolanza, normas de gran trascendencia de derecho público y pri-

vado, modificaciones de otras leyes y normas fiscales. Sistematizar mínimamente este desaguisado legislativo es la finalidad de este capítulo.

b) *Requisitos de constitución*

Toda entidad de crédito, antes de dar comienzo a sus actividades, tiene que obtener la autorización administrativa correspondiente, que según los casos es del Ministro de Economía y Hacienda (art. 43.1 LDIEC) o de la autoridad equivalente de la Comunidad Autónoma donde la entidad de crédito tenga su domicilio (art. 43.5 LDIEC), e inscribirse en el Registro administrativo que lleva el Banco de España, y en su caso en el que lleve la Comunidad. La LDIEC se preocupa de resaltar que la inscripción en el registro del Banco de España es indispensable para comenzar la actividad (art. 43.5 *in fine* LDIEC). Los requisitos y procedimientos de la autorización se precisarán *infra* al referirse a cada tipo de entidad de crédito. 31

La realización de actividades reservadas a las entidades de crédito sin autorización y sin registro da lugar a un fenómeno conocido como *banco de hecho*, objeto en su día de un intenso estudio doctrinal (cfr. por todos SANTOS: «El banco de hecho» en *Homenaje a Garrigues*, III, [1971] p. 255), pero que carece hoy de toda trascendencia (excluidos supuestos anecdóticos como el de Doña Branca en Portugal). Se debe esto a la existencia de mayores medidas de control, que dificultan, y disciplinarias, que desaconsejan esta actividad (véanse los poderes sancionadores del Banco de España en el art. 29 LDIEC; véase también DA 10.ª LDIEC). 32

Toda entidad de crédito, sea cual sea su naturaleza, debe inscribirse en el *Registro Mercantil* (art. 16.1 C.Com.), con carácter obligatorio, dentro del mes siguiente a la obtención de la autorización administrativa (art. 19.2 C.Com.). 33

El uso de las denominaciones genéricas propias de las entidades de crédito (p.e. banco, caja de ahorros, etc.) está reservada a las entidades debidamente autorizadas e inscritas (art. 28.1 LDIEC); la infracción puede ser sancionada por el Banco de España (art. 29 LDIEC). 34

c) *Acciones nominativas*

Todas las entidades de crédito que revistan forma de sociedad mercantil deben adoptar la de anónima [art. 2.1.a) RD 1144/1988] y tener acciones nominativas (DA 2.1 LDIEC). 35

d) *Publicidad de participaciones*

- 36 La DA 2.2 LDIEC ha establecido un sistema para garantizar que sea conocido públicamente quiénes son los propietarios de las entidades de crédito. La finalidad es incrementar la transparencia de las estructuras de poder empresarial dentro del sector financiero, y facilitar el control del Banco de España. El sistema no es de aplicación (por su propia naturaleza) a las cajas, pero sí a las sociedades anónimas y cooperativas de crédito (ya que ambos tienen socios y capital social —véase sin embargo la impropia referencia a «accionariado» en la DA 2.2 LDIEC).

La ley prevé una triple obligación de publicidad:

- Obligación de la propia entidad de comunicar al Banco de España la situación o cualquier modificación de su capital social, en la forma que el Gobierno determine; dado que esto aún no ha tenido lugar, habrá que entender que solo hay que informar a requerimiento del Banco de España.
 - Obligación de la propia entidad de publicar las participaciones de otras entidades de crédito en ella, y suyas en otras entidades, en la forma que determine el Gobierno; al no haber previsto el Gobierno la forma de publicidad, esta obligación está en suspenso.
 - Obligación de todo socio de comunicar a la entidad y al Banco de España toda adquisición o transferencia, en virtud de la cual su participación sobrepase el 5 % del capital de la sociedad, o cualquier porcentaje que sea múltiplo de cinco, o se reduzca por debajo de estas cifras. A estos efectos, se contarán no solo las participaciones adquiridas en propiedad, sino también las controladas, bien directamente, bien indirectamente. El plazo de comunicación es de 10 días. Nótese que en una transmisión la obligación de comunicar puede pesar sólo sobre el transmitente (si su porcentaje se reduce por debajo de un múltiplo de cinco), sólo sobre el adquirente (en caso de que rebase un múltiplo), sobre ambos o sobre ninguno.
- 37 El incumplimiento por el socio de su deber de comunicación tiene unas consecuencias gravísimas: por un lado se impone una sanción administrativa [por infracción grave —art. 5.b) LDIEC], y por otro una sanción mercantil: el adquirente no podrá ejercer los derechos políticos (de asistir y votar en juntas, de impugnar los acuerdos sociales, de información— no los restantes derechos como socio) derivados de su participación, en tanto no se efectúe la comunicación, siendo los acuerdos que se adopten con su participación impugnables, y estando el Banco de España legitimado a promover la impugnación (cfr. DA 2.4 LDIEC). Ahora bien una vez efectuada la comunicación, aunque sea fuera de plazo, el socio recuperará sus derechos políticos.

La norma es un semillero de problemas:

- En primer lugar se plantea la duda sobre cuál será la consecuencia de una comunicación extemporánea; de la propia norma se deduce que en tal caso se recuperarán los derechos políticos, y que los acuerdos adoptados en el interin dejarán de ser impugnables.
- En segundo lugar no queda claro si el incumplimiento por el vendedor de su obligación de comunicar la transmisión, puede privar al comprador (que si la ha hecho, o que no está obligado a hacerla) de sus derechos. La contestación tiene que ser negativa.
- Finalmente la ley no señala con claridad el vicio de que adolecen los acuerdos (al amparo del art. 115 LSA y art. 57 L-Coop.), limitándose a decir que son «impugnables». Esto no quiere decir que sean nulos por contrarios a una ley —si la norma lo hubiera querido así, lo habría dicho expresamente. Dado que además la ley infringida —¡no por el acuerdo, sino por la actuación de uno de los socios!— es una mera ley administrativa, parece preferible entender que los acuerdos son anulables (estableciendo la LDIEC un supuesto extravagante de anulabilidad con respecto a la LSA y la L-Coop.), con la consecuencia que la comunicación, aunque sea extemporánea, sana el vicio (contra, sin embargo, AGUILAR en *Comentarios a la LDIEC* dirigidos por Tomás Ramón FERNÁNDEZ, p. 166). En todo caso, la sanción legal es draconiana, excesiva y desproporcionada (conforme: AGUILAR, op. cit. p. 167), y además introduce una improcedente vinculación entre incumplimiento de una obligación administrativa (de trascendencia menor) y una perturbación profunda de la vida de una sociedad. Por ello, debe necesariamente concluirse que la anulabilidad solo puede proceder si el porcentaje de participación no comunicada es decisivo para la adopción del acuerdo, y que antes de dar trámite a la impugnación, el Juez debe otorgar un plazo razonable para que se pueda subsanar la causa de impugnación, efectuando la comunicación (art. 115.3 II LSA, aplicable por analogía a las cooperativas).

38

Otras obligaciones: las anteriores obligaciones de información son independientes de la normativa que, únicamente para los bancos, establece el artículo 48 LOB (ver *infra* en este mismo Capítulo), y de las obligaciones de información que, para las sociedades con cotización en bolsa establece la LMV (ver Cap. VIII *infra*) —lo que conlleva una complejidad inusitada.

39

e) *Emisión de obligaciones*

La emisión de obligaciones por entidades de crédito no queda sujeta al límite máximo, equivalente a los recursos propios, que esta-

40

blecen el artículo 282 LSA para las sociedades anónimas y el artículo 1.2 de la Ley 211/1964 de 24 de diciembre, para las restantes entidades (cfr. DA 4 LDIEC). Esta excepción, que ya se había introducido previamente para bancos industriales y de negocios, y para entidades financieras y de leasing, se ha generalizado ahora a todas las entidades de crédito. La norma se justifica plenamente si se piensa que las entidades de crédito se dedican habitualmente a captar fondos del público, y que no tiene sentido establecer limitaciones a la forma en que realicen esta actividad. La DA 4 por lo demás no libera a las entidades de crédito de ninguna otra exigencia para emitir obligaciones (y en especial el acuerdo de Junta General de Accionistas que exige el art. 283 LSA).

f) *Control e inspección*

- 41 De acuerdo con el artículo 43.2 LDIEC el control e inspección sobre todas las entidades de crédito corresponde al Banco de España (véase lo dicho al hablar sobre esta función del banco central *supra*). Las resoluciones que el Banco de España dicte en esta materia, constituyen verdaderos actos administrativos, sujetos a la LPA y recurribles en alzada primero, y después ante la jurisdicción contencioso administrativa. La LDIEC, en uno de sus aspectos más positivos, ha centralizado en el banco emisor todas las funciones de inspección, incluso las referentes a financieras, crédito hipotecario y leasing, que antes estaban encomendadas a la Dirección General del Tesoro y de Política Financiera. Debe recordarse (ver Cap. I *supra*), sin embargo, que todas las CC.AA. tienen competencia en materia de cajas de ahorros, y todas menos Murcia en materia de cooperativas de crédito, y que por lo tanto comparten, con el Banco de España, las funciones de control e inspección. Las Leyes autonómicas promulgadas en la materia suelen reconocerlo expresamente (añadiendo la coletilla «sin perjuicio de las facultades que corresponden al Banco de España» —art. 56 Ley catalana 15/1985, art. 18 Ley gallega 27/1985, art. 55 Ley valenciana 1/1990, art. 60 Ley castellano leonesa 4/1990, etc.).
- 42 A falta de regla que lo autorice, hay que entender que las facultades de disciplina por su carácter territorial no pueden recaer sobre actos realizados por las sucursales o filiales en el extranjero de las entidades de crédito, a no ser que la matriz haya ordenado la actuación o haya participado en ella (esto constituye un claro olvido de la LDIEC, que debía ser objeto de una modificación legislativa, en especial a la vista del principio de supervisión por la autoridad de origen establecido por la Segunda Directiva bancaria; este problema tampoco ha sido resuelto por la nueva redacción que la Ley 13/1992

de 1 de junio ha dado al art. 9 de la Ley 1/1985 de 25 de mayo, que ha generalizado la obligación de facilitar información a todo el grupo, pero no la facultad disciplinaria).

g) *Coefficientes en general*

La expresión «*coeficientes*» es un concepto que engloba una serie de exigencias que la normativa impone en el funcionamiento de las entidades de crédito, exigencias cuya finalidad y efectos son muy heterogéneas y que actualmente se concretan en tres: el de caja, el de inversiones, y el de recursos propios. 43

Los dos primeros guardan una cierta semejanza: implican que cada vez que una entidad de crédito capte fondos del público, no los puede utilizar libremente, sino que tiene que dejar una parte (la correspondiente al coeficiente de caja) depositada en el Banco de España sin retribución o con retribución muy baja y otra parte, (la del coeficiente de inversión) la tiene que utilizar para otorgar ciertos créditos (determinados por el Gobierno, y en general a tipos de interés inferiores a los de mercado).

El coeficiente de recursos propios, por el contrario, no exige a los bancos ninguna inversión obligatoria de sus depósitos, sino que limita los créditos que un banco puede dar, en función de sus recursos propios (capital, reservas y similares). En esencia, este coeficiente prohíbe que las entidades de crédito otorguen, utilizando el dinero que captan del público, préstamos cuya cuantía supere 20 veces sus recursos propios.

Las finalidades que persiguen los coeficientes son muy variopintas: 44

- el *coeficiente de caja* sirvió históricamente para que los bancos tuvieran una reserva con la que pagar una demanda súbita de devolución de depósitos; además, constituye un mecanismo de política financiera para drenar liquidez del sistema, y es una fórmula cómoda y barata para financiar al banco central;
- el *coeficiente de inversión* es un instrumento de dirección de la política económica y sirve para dirigir fondos hacia inversiones o sectores que el Gobierno estima prioritarios (p.e. la construcción naval o la deuda pública);
- el *coeficiente de recursos propios* sirve para cimentar la solvencia de las entidades de crédito, y evitar una desproporción alarmante entre los créditos concedidos y los recursos propios (es decir, los fondos que una entidad de crédito no está obligada a devolver); la función del coeficiente es pues doble: los recursos propios por un lado sirven de colchón, con el cual se pueden compensar pérdidas

incurridas en la gestión de la entidad de crédito, y por otro constituyen un freno a la asunción de riesgos crediticios y empresariales.

- 45 Nótese que los coeficientes de caja e inversión suponen un coste de oportunidad para la entidad de crédito, ya que tiene que invertir una parte de los depósitos captados en inversiones poco rentables. Esto implica que la remuneración que el depositante recibe es inferior a la que se fijaría en un mercado libre, sin coeficientes. Económicamente, pues, los coeficientes de caja e inversión no son otra cosa que impuestos indirectos finalistas que gravan el ahorro.

Totalmente diferente es la virtualidad del coeficiente de recursos propios: no se trata de un coste de oportunidad, que reduce la rentabilidad del ahorro, sino más bien de una norma de prudencia, que pretende controlar la forma en la que los bancos invierten los fondos que captan. Dado que los recursos propios (al conllevar un mayor riesgo) tienen que ser remunerados por las entidades de crédito a un tipo de interés superior al de los ajenos, el efecto del coeficiente se traduce en un incremento del coste de los créditos bancarios.

- 46 La *justificación constitucional* de los coeficientes no plantea problema alguno. Las facultades que tiene la Administración para «ordenar la actividad económica» ex artículo 130.1 CE, y la ambigüedad con la que el artículo 38 CE reconoce la libertad de empresa, sometiéndola «en su caso a la planificación», disipan toda duda sobre la constitucionalidad de su imposición. Únicamente cabe exigir que la regulación se haga por Ley (como exige el art. 53.1 CE), que debe definir las bases de la regulación, y que en lo accesorio puede habilitar el uso de poderes reglamentarios por órganos de la administración (delegación indispensable ya que los coeficientes se tienen que adoptar a la luz de la coyuntura económica) (ver, *in extenso*, PIÑANES «Coeficientes» en *Estudios de Derecho Público Bancario*, dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO, pags. 285 y 288).

- 47 La *normativa* en materia de coeficiente se halla en dos leyes especiales: la Ley 26/1983 de 26 de diciembre, de coeficiente de caja, y la Ley 13/1985 de 25 de mayo de coeficientes de inversión y recursos propios, que a su vez han sido objeto de extensísimo desarrollo mediante Reglamentos y mediante Circulares del Banco de España.

Tanto la Ley 26/1983 como la Ley 13/1985 basaban su ámbito subjetivo sobre un oscuro concepto de «intermediario financiero» y de «entidad que toma dinero de tercero», que no coincide con el de entidad de crédito (p.e. porque excluye las entidades de arrendamiento financiero). Por esta razón, el artículo 47.1.b) LDIEC facultó al Gobierno para que extendiera a todas las entidades de crédito la aplicación de los coeficientes, lo que éste realizó parcialmente por RD 1044/1989 de 28 de agosto.

h) *Coefficiente de solvencia o de recursos propios*

Este coeficiente se halla regulado en los artículos 6 a 13 Ley 13/1985 y en el RD 1370/1985 de 1 de agosto que la desarrolla. La Ley 13/1985 ha sido totalmente modificada recientemente por la Ley 13/1992. Esta Ley ha recepcionado en nuestro Derecho las normas relativas a solvencia de la Directiva sobre Fondos Propios (83/299), segunda Directiva Bancaria (89/646) y sobre Coeficiente de Solvencia (89/647). La nueva legislación exigirá un posterior desarrollo reglamentario, lo que no ha ocurrido al cerrarse esta edición. 48

A diferencia de los restantes coeficientes, el de solvencia debe cumplirse en base consolidada (art. 8 Ley 13/1985). El coeficiente de solvencia exige a las entidades de crédito mantener un nivel de recursos propios en relación a las inversiones realizadas y los riesgos asumidos, y para ello se desdobra en dos sub-coeficientes: el selectivo y el genérico (cfr. Exposición de Motivos RD 1044/1989).

A nivel CEE, existe una regulación común, la Directiva 85/647, que pretende crear un marco común a toda la banca europea introducida en nuestro ordenamiento a través de la Ley 13/1992. La regulación de la CEE, a su vez, no es más que expresión de un movimiento internacional más amplio, tendente a uniformar las exigencias de recursos propios de los bancos, evitando que tratamientos radicalmente diferentes en distintos países distorsionen la competencia. Este movimiento ha dado lugar a un acuerdo no vinculante, firmado en 1983 por las entidades supervisoras de los principales países industrializados en el seno del Comité de Ordenación Bancaria y Procedimientos de Supervisión, más conocido como Comité de Basilea (cfr. GÓMEZ-JORDANA: «Financiaciones subordinadas en el Derecho español» en *RDBB* [1991] p. 387).

Definición de recursos propios: Para poder calcular estos sub-coeficientes es necesario *definir* previamente qué se entiende por recursos propios. A estos efectos, de acuerdo con la Ley 13/1985, el RD 1370/1985 y Circular 19/1989 de 13 de septiembre, aquellos están formados por: 49

(i) El *capital social* de las sociedades anónimas, (sin que se consideren fondos propios las acciones no desembolsadas y las acciones propias en cartera), los fondos fundacionales y cuotas participativas de las cajas de ahorro y las aportaciones incorporadas en el capital de las cooperativas. ¿Quid de las acciones sin voto (art. 90 LSA)? Dado que éstas integran el capital social, y que éste es el concepto utilizado por la norma, no hay inconveniente en incluirlas (en la práctica, el instrumento está abocado al fracaso, por carecer el diseño que de él ha hecho el legislador de sentido financiero); lo mismo es aplicable a las acciones privilegiadas (art. 50 LSA). En el caso de cajas de ahorro, se 50

computa el fondo fundacional, que cumple las mismas funciones que el capital social (art. 7.1 Ley 13/1985)

- 51 (ii) Las *reservas efectivas y expresas*, incluyendo las que afloran con motivo de una fusión, que se contabilizarán una vez que aquella se formalice; también deben incluirse los intereses de accionistas minoritarios que afloran como consecuencia de la consolidación.
- 52 (iii) Los *fondos y provisiones genéricos*, pero no los fondos y provisiones imputables a una clase determinada de activos o riesgos constituidos de acuerdo con las directrices del Banco de España (aunque estas provisiones se deducirán del valor contable de tales activos o riesgos). Tampoco se integran en este concepto los fondos o provisiones para atender compromisos contraídos con el personal. El fondo de fluctuación de divisas también se considera como provisión específica, si bien el Banco de España puede autorizar su inclusión en los recursos propios, como provisión genérica, cuando la importancia de los activos a largo plazo en divisas así lo aconseje.
- 53 (iv) Los *fondos benéfico-sociales o de educación y obras sociales* de las cajas y cooperativas.
- 54 (v) Los *créditos subordinados*, definidos como «financiaciones que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes» (la definición contenida en la redacción original del art. 7.d) Ley 13/1985, no ha sido recogida en el nuevo art. 7 en la versión dada por la Ley 13/1992, pero es de esperar que reaparezca en el desarrollo reglamentario); además se exige para su computabilidad que el plazo original no sea inferior a cinco años y el plazo remanente hasta su vencimiento no sea inferior a un año. Además, no se computarán como recursos propios las financiaciones subordinadas que excedan del 30 % del conjunto de los recursos propios, incluidas las propias financiaciones computables, ni tampoco las que, sumadas a los restantes recursos propios superen en un 20 % a los exigibles por el coeficiente. Por último, y a diferencia de los demás elementos de recursos propios, la deuda subordinada sólo computa hasta el límite que en cada caso autorice el Banco de España. En la práctica es frecuente que el Banco de España condicione su autorización a la asunción por los acreedores subordinados de la suspensión del pago de intereses cuando la entidad de crédito se halle en pérdidas.

La ley se limita a permitir que los créditos subordinados se consideren, dentro de ciertos límites, como recursos propios (por esta razón se conocen internacionalmente como «tier two capital»). La fórmula ha sido utilizada con frecuencia por los bancos y cajas españoles, emitiendo obligaciones subordinadas, tanto en España como en el extranjero, en pesetas y en divisas, en ocasiones incluso con carácter de convertibles (todo ello permitido expresamente por art. 1.5 RD 1370/1985). Las emisiones en el extranjero normalmente se hacen

utilizando filiales en paraísos fiscales, que emiten las obligaciones con garantía subordinada del banco español, que recibe los fondos vía depósito subordinado que su filial le realiza. Razones comerciales y fiscales, y sobre todo la evitación de los requisitos formales de la LSA para la emisión de obligaciones (acuerdo de junta, escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil) han abonado esta situación.

Los créditos subordinados no constituyen realmente recursos propios de la entidad emisora —lo son únicamente a efectos del coeficiente de solvencia—. Por ello deben considerarse como pasivo a efectos de los ratios que han establecido los arts. 163.1 y 260.1.4º LSA, teniendo el acreedor subordinado derecho a insinuarse en la suspensión de pagos o quiebra de la entidad de crédito.

Sorprendentemente, la base jurídica en virtud de la cual los acreedores subordinados «a efectos de prelación de créditos, se sitúan detrás de todos los acreedores comunes» (como exige la ley) no es clarificada por ninguna norma y, por supuesto, las normas que regulan la prelación de créditos en caso de liquidación o quiebra carecen de toda referencia a «créditos subordinados». *La fundamentación jurídica de la subordinación* no puede pues ser otra que una declaración de voluntad del propio acreedor, expresamente contenida en el título que crea la deuda, por la que renuncia a la prelación que por ley le corresponde, como acreedor mercantil (prelación que es la del art. 913.5 C.Com., a no ser que la deuda esté formalizada en escritura pública o intervenida por Corredor de Comercio, en cuyo caso sería la del art. 913.4 C.Com.). La renuncia es plenamente válida —artículos 1.255 y 6.2 C.c.— pero exige declaración expresa, no siendo suficiente el que se denomine la deuda como subordinada. (Esta idea subyace cuando el art. 1.5. RD 1370/1985 exige que «en los contratos y en los folletos ... quedará patente la condición de financiación subordinada para los acreedores»; conforme, R. SEBASTIÁN: «Financiaciones subordinadas» en *GDC*, 9, [1991], p. 161).

La subordinación entra en juego en los supuestos de *quiebra* o de *liquidación* de la entidad de crédito, e implica que los acreedores subordinados no podrán ser pagados en tanto no hayan cobrado íntegramente todos los acreedores (mercantiles o civiles, escriturarios o quirografarios) de la entidad de crédito. Satisfechos estos acreedores, los restantes fondos deberán ser distribuidos entre los acreedores subordinados, y una vez pagados éstos en su totalidad el sobrante irá a los cuentaparticipes, accionistas o socios de la entidad de crédito. En cuanto al orden de pago entre los propios acreedores subordinados, se debe estar a lo previsto en la declaración de subordinación. De no prever ésta nada, la regla general será que todos los acreedores subordinados cobren a prorrata, incluso si la deuda subordinada está documentada en escritura pública o formalizada en obligaciones (pues la declaración de subordinación conlleva una tácita renuncia a la

preferencia que otorgan el art. 916.II 2.º C.Com. a los acreedores escriturarios anteriores y el art. 288 LSA a las emisiones anteriores); (de igual opinión, con argumentación diferente M. BROSETA: «Régimen de los préstamos participativos» en *RDBB*, 1984, p. 275; contra, sin embargo, R. SEBASTIAN: op. cit. p. 168 y A.J. TAPIA: «La financiación externa de las Cajas de Ahorros» en *RDBB*, [1991] p. 720).

- 56 Otro supuesto altamente interesante es aquél de la *suspensión de pagos* (o quiebra con convenio) de la entidad de crédito. En tales procedimientos los acreedores subordinados deben ser considerados como acreedores, con voz y voto en la discusión del convenio. Sería sin embargo contra natura que el convenio les diera el mismo trato que a los acreedores ordinarios. La única solución será pues, que el convenio establezca un tratamiento diferenciado para acreedores ordinarios y subordinados, no pudiendo éstos cobrar sus créditos en tanto no hayan sido íntegramente satisfechos los acreedores ordinarios.
- 58 (vi) Las *partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas*: es esta una categoría nueva, creada por la Ley 13/1992, que pretende englobar una serie de híbridos financieros, parecidos a los créditos subordinados, pero en los que la subordinación queda sustituida por la capacidad del instrumento de absorber pérdidas (estos instrumentos se conocen como «lower tier two» en el argot bancario). Hay que esperar al desarrollo reglamentario de la Ley para una mayor precisión de esta figura.
- 59 *Deducciones por participaciones cualificadas industriales*: una de las mayores innovaciones que ha introducido la Ley 13/1992, recogiendo la normativa comunitaria, es la limitación de la participación de entidades de crédito en sociedades no financieras. El legislador ve con preocupación la existencia de grupos bancarios que son cabeza de grupos industriales, especialmente si las inversiones industriales son financiadas con depósitos o préstamos. Por ello el legislador ha establecido la regla general que la cartera industrial de una entidad de crédito no debe exceder del 60 % de sus recursos propios, y cada participación industrial no debe exceder del 15 % de esa cifra. Esta norma es de gran trascendencia para ciertos grupos españoles, al obligarles a desinvertir sus carteras industriales, y por ello la Ley ha dado un período transitorio de adaptación que concluye el 1 de enero del 2003 (art. 2 Ley 13/1992).

El nuevo artículo 10 Ley 13/1985 parte de la definición de «participación cualificada industrial», que es aquella que reúne los tres siguientes requisitos:

- la empresa participada no puede ser una entidad de crédito, una entidad aseguradora u otro tipo de sociedad financiera o instrumental;

- la participación tiene que otorgar más del 10 % del capital o de los derechos de voto, o la posibilidad de ejercer una influencia notable en la gestión;
- y la participación debe constituir una inversión duradera, una verdadera inmovilización financiera (es decir, la inversión no debe ser el resultado de asistencia financiera a una empresa en crisis, de un aseguramiento en la emisión de acciones ni de otras causas especiales).

La Ley exige que del importe total de los recursos de una entidad de crédito (o de un grupo) se deduzca la mayor de las siguientes cuantías:

- el exceso de todas las participaciones cualificadas industriales, por encima del 60 % del importe total de los recursos propios;
- el exceso de cada una de las participaciones cualificadas industriales en una determinada empresa, en la parte en que cada participación exceda del 15 % del importe total de los recursos propios.

Nótese pues que la Ley no prohíbe que las participaciones cualificadas industriales excedan de estos límites —lo único que ordena es que, tras pasados dichos umbrales, las necesidades de recursos propios se exacerbén (pues las inversiones no solo consumirán recursos en tanto que inversiones, sino que el exceso reducirá la cuantía total de recursos disponibles).

Base consolidada: el coeficiente de recursos propios se mide sobre base consolidada, ya que el balance consolidado es un reflejo más fiel de la verdadera situación de solvencia del grupo. Para ello, el artículo 8 de la Ley 13/1985 ordena que se consoliden los Estados del grupo con los de todas las «entidades financieras» controladas por ella:

- por «entidades financieras» se entienden otras entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, sociedades de inversión mobiliaria, sociedades gestoras, sociedades de capital riesgo, sociedades instrumentales y de tenencia de activos; no se consolidan, pues, entidades de seguros, ni empresas industriales o comerciales; los estados de cada entidad financiera deben incluir también sus sucursales en el extranjero;
- por control se entiende la existencia de una unidad de decisión, remitiéndose la Ley 13/1985 al artículo 4 LMV (que ha sido objeto de una nueva redacción por la Ley 13/1992, que considera como grupo no solo el supuesto de que una matriz controle, directa o indirectamente a una filial, sino también el supuesto que varias personas físicas que actúan «sistemáticamente en concierto» controlen varias empresas);

— el grupo puede estar encabezado por una entidad de crédito, por una sociedad holding cuya actividad principal sea la tenencia de varias entidades de crédito, o incluso por una persona física, o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, que controlen varias entidades de crédito (art. 8.3 Ley 13/1985); nótese que en estos dos últimos casos, si solo se controla una entidad de crédito, no se produce consolidación; en el caso de que la cabeza de grupo sea una entidad de valores, las entidades de crédito que formen parte de él se consolidarán con su matriz, salvo que el Ministerio de Hacienda acuerde que el grupo se considere como grupo consolidable de entidades de crédito (art. 8.3.II Ley 13/1985 y art. 86.5 LMV, en la redacción dada por la Ley 13/1992); en los supuestos de que la cabeza de grupo sea una entidad industrial o comercial, la solvencia no se mide en base consolidada, sino a nivel de entidad de crédito controlada; el Banco de España tiene considerables atribuciones para definir los grupos consolidables de entidades de crédito (cfr. art. 8.4.IV Ley 13/1985).

Cuando dentro de un grupo consolidable de entidades de crédito existan entidades de valores (u otras entidades sujetas a requerimiento de recursos propios, pero excluyendo entidades de seguros), el nivel de recursos mínimos exigido será el más alto de las siguientes magnitudes:

- el nivel exigido por la Ley 13/1985 para el grupo consolidable;
- la suma de los requerimientos de recursos propios establecido para cada clase de integrantes del grupo, calculados de forma individual o subconsolidada, según sus normas específicas.

61 *Grupos mixtos entidades de crédito/entidades de seguros:* como ya se ha señalado, la consolidación entre entidades de seguros y entidades de crédito no es posible —sea quien sea la entidad dominante (cfr. art. 8.5 Ley 13/1985, art. 25.5 Ley de Ordenación del Seguro Privado, en la redacción dada por la Ley 13/1992). La razón radica en que los diferentes principios contables de los dos tipos de entidades distorsionaría los resultados consolidados. Por ello el artículo 11 Ley 13/1992 ha creado lo que denomina «grupos mixtos no consolidables», que son aquellos integrados por entidades de crédito y/o de valores y en el que participan, como dominante o dominada, una o varias entidades de seguros. En estos casos, el control de recursos propios no se hace sobre base consolidada, sino que se exige que cada entidad (o grupo de entidades) que lo componen, cumpla sus propios requisitos (art. 12.1.1 Ley 13/1992). Además, la concentración de riesgos de todo el grupo en su conjunto no puede exceder de la que resultaría permitida si el grupo se consolidara y se le aplicara la menos estricta de las limitaciones aplicables a las entidades financieras que lo componen

(art. 12.1.2 Ley 13/1992 —nótese que el artículo habla de concentración de riesgos, no de recursos propios necesarios).

Sucursales de entidades extranjeras: la normativa sobre recursos propios no es aplicable a las sucursales de entidades de crédito extranjeras cuya matriz esté domiciliada en otros Estados miembros de la CEE, y queden sujetos a la supervisión prudencial de éstos (la razón radica en que, en principio, todos los Estados europeos deben aplicar reglamentaciones similares); la exigencia tampoco es aplicable a sucursales de otras entidades de crédito extranjeras, sujetas en su país de origen a requisitos equivalentes. 62

El coeficiente de solvencia selectivo: los recursos propios de las entidades de crédito no pueden ser inferiores a la suma de los saldos contables de los activos de riesgo, netos de sus provisiones específicas y de sus amortizaciones, multiplicados por los porcentajes que, de forma resumida, se detallan a continuación para cada clase de activos y que estaban en vigor en 1992: 63

- Clase a): Efectivo en pesetas, depósitos u otros saldos sobre el Banco de España y activos (es decir créditos) sobre el sector público español: 0,25 %.
- Clase b): Activos sobre entidades de crédito: 1,25 %.
- Clase c): Activos con garantía hipotecaria o prenda con desplazamiento o de valores cotizados; y activos con aval de otras entidades de crédito o de Sociedades de Garantía Recíproca: 3,75 %.
- Clase d): Resto de crédito no integrado en otra categoría: 7,5 %.
- Clase e): Acciones o participaciones en otras empresas: 16 %.
- Clase f): Activo real; acciones o participaciones en otras entidades de crédito; financiaciones cuyo objeto sea la adquisición por sus empleados de acciones representativas del capital del banco que las otorga o de alguna entidad del grupo consolidable: 35 %.
- Clase g): Activo ficticio; financiaciones para la adquisición por terceros de acciones del banco que las otorga o de alguna entidad del grupo consolidable: 100 %.

Nótese que, cuanto más alto el porcentaje, mayor el riesgo que la inversión supone, mayor es el consumo de recursos propios que conlleva, y menor es la inversión que se puede realizar. Así, una entidad de crédito que tenga (p.e.) 100 pesetas. de recursos propios tendrá que optar entre prestar 40.000 pesetas. al Reino de España, prestar 8.000 pesetas. a otra entidad de crédito española, o adquirir acciones de una sociedad industrial por 625 pesetas.

- 64 El *coeficiente de solvencia genérico* es de aplicación únicamente a bancos, cajas y cooperativas; las entidades oficiales de crédito (excluido el ICO —art. 105 LGPE 92), las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y de arrendamiento financiero están excluidas (art. 1.1 RD 1044/1989) y las SMMD's sujetas a un régimen diferente [art. 3.1.c) RD 1044/1989]. Es de esperar que tras la promulgación de la Ley 13/1992 todo trato discriminatorio ante entidades de crédito desaparezca, esta era al menos la intención del legislador, cuando en la DF 2ª. 3 de dicha Ley ordenó al gobierno que en su desarrollo reglamentario los requerimientos de recursos propios respondan a criterios homogéneos para todos los tipos de entidades de crédito, y atiendan a criterios objetivos de riesgo.

El coeficiente genérico (regulado por el art. 3 RD 1370/1985) establecía en el año 1992 una limitación general por virtud de la cual los recursos propios no pueden ser en ningún caso inferiores al 5 % del conjunto de las inversiones, tanto reales como financieras, cualquiera que sea su plazo. Es decir, además de cumplir el coeficiente de solvencia selectivo, las entidades bancarias privadas deben cumplir un coeficiente general por virtud del cual sus recursos propios no pueden ser inferiores al 5 % de sus inversiones totales. Como ya se ha señalado, por imperativo comunitario, este coeficiente debe elevarse hasta el 8 % a partir del 1 de enero de 1993, y generalizarse a todas las entidades de crédito.

- 65 *Límite global de riesgos*: por otra parte, en el año 1992 los riesgos que cualquier clase de entidad de crédito y su grupo consolidable pueden mantener con una persona o grupo económico están limitados y no pueden superar el 40 % de sus recursos propios (art. 10 RD 1370/1985, según redacción dada por RD 1044/1985). Además, los coeficientes a aplicar a los riesgos sobre una persona o entidad se multiplicarán por dos cuando el conjunto de estos activos exceda del 15 % de los recursos propios y por tres cuando exceda del 30 % (art. 2.3 RD 1370/1985, —esta última regla no es aplicable a las sucursales de la banca extranjera, lo que se justifica quizá por la solvencia de su matriz, ni a las filiales históricas de bancos extranjeros, lo que carece de justificación). Estos límites serán sin duda cambiados en el desarrollo reglamentario de la Ley 13/1992.
- 66 *Incumplimiento*: el incumplimiento de la obligación de mantener unos recursos propios adecuados puede dar lugar a la comisión de infracción muy grave [art. 4. c) LDIEC] o grave [art. 5. h) LDIEC], con las sanciones previstas en los artículos 8 y ss. LDIEC, y además a la imposición por el Banco de España de limitaciones en la distribución de beneficios y en la capacidad de expansión (arts. 5 y 7 RD 1370/1985 y art. 11 Ley 13/1985, en la nueva redacción dada por la Ley 13/1992); ambas medidas son compatibles y no violan el principio *non bis in idem*, ya que las segundas no son sancionadoras sino preven-

tivas. La sanción recae sobre la entidad cabeza de grupo obligada a formular y aprobar los estados consolidados, y si procede a sus administradores y directivos (art. 16.1 LDIEC; en la redacción dada por el art. 3 Ley 13/1992).

i) *El coeficiente de caja*

Es el decano de las medidas de control de la banca, pues ya lo estableció el artículo 180 C.Com., al obligar a los bancos a conservar en metálico en sus cajas, y por lo tanto no invertir, al menos la cuarta parte de sus depósitos y billetes en circulación. El concepto actualmente sigue siendo el mismo, con la única salvedad que la cuantía es el 4,5 %, y los fondos se depositan en el Banco de España. A pesar de ello, la actual definición legal (art. 1 Ley 26/1983) es mucho menos clara que la del venerable Código, lo que no habla bien del desarrollo de la técnica legislativa. 67

Históricamente, el coeficiente de caja respondía a la necesidad de que los bancos conservasen en caja una parte de los depósitos de clientes, para atender a eventuales solicitudes de devolución. Actualmente es, sobre todo, un instrumento de política monetaria que permite inmovilizar los recursos en los bancos, aumentando o disminuyendo la cantidad de dinero en circulación según se incremente o se reduzca este coeficiente (ver art. 1 Ley 26/1983).

Tras la modificación de la Ley 26/1983 por la Ley de Presupuestos del Estado para 1990, el coeficiente de caja no puede exceder del 7 % de los saldos computables. En la actualidad el coeficiente de caja es del 4,5 % (Circular 2/1990 de 27 de febrero del Banco de España modificada por la Circular 6/1992 de 28 de febrero), y se exige a todas las entidades de crédito y sociedades de arrendamiento financiero (art. 1 OM 26 de diciembre de 1983; el RD 527/1992 de 22 de mayo ha extendido el coeficiente a las entidades oficiales de crédito). El importe correspondiente al coeficiente de caja debe mantenerse en la cuenta corriente que las entidades de crédito tienen en el Banco de España. 68

Hay que señalar que la reducción del coeficiente de caja (antes era del 17 % con un máximo del 20 %) se ha realizado de una forma muy particular, ya que no se han liberado los recursos correspondientes a la diferencia entre el anterior y el nuevo coeficiente, sino que se ha obligado a las entidades bancarias a invertir tales recursos (equivalentes al 12 % de los pasivos computables) en certificados del Banco de España que devengan un tipo de interés del 6 % anual y que sólo pueden ser movilizados por los Bancos en ciertas condiciones establecidas en la Circular 2/1990.

69 Los pasivos computables a efectos del cálculo del coeficiente de caja están determinados por la OM citada (en la redacción dada por la OM 29 de enero de 1992) que ha sufrido diversas modificaciones (y que está desarrollada por la Circular 2/1990, modificada por la 5/1992 de 30 de enero). En la actualidad los pasivos computables son los siguientes:

- Depósitos en cuenta corriente, libretas de ahorro, imposiciones a plazo fijo, créditos o préstamos recibidos en pesetas o divisas. Además el titular del depósito no debe ser otra entidad de crédito sometida al coeficiente en España (de no ser así, las operaciones interbancarias serían extraordinariamente gravosas), ni las Comunidades Europeas, organismos internacionales, el Estado, una Comunidad Autónoma o Corporación Local, un Organismo público o un Ente de la Seguridad Social (nótese que el Estado exime sus depósitos del coeficiente de caja, lo que le permite obtener una mayor rentabilidad, y recalca su naturaleza de impuesto indirecto).
- Certificados de depósitos, pagarés u otros efectos negociables emitidos por un intermediario para su propia financiación.
- Letras, pagarés u otros efectos de la cartera endosados o cedidos a terceros, participaciones a favor de terceros en activos de la cartera, y ventas de efectos o títulos con pacto de recompra no opcional; participaciones hipotecarias que no permitan dar de baja en balance los préstamos participados; se excluyen las ventas con pacto de recompra, participaciones y demás operaciones relativas a Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas.
- Acreedores por valores, en la medida en que los valores hayan sido vendidos, salvo si se trata de valores públicos (la norma quiere evitar que las entidades tomen valores a préstamo de sus clientes, y los vendan en el mercado).
- Pagarés de empresa o similares, con aval de intermediario financiero.

Cuando los tomadores o endosatarios de los pagarés o efectos sean entidades de crédito sometidas a coeficiente de caja, la entidad emisora o cedente no debe soportar el coeficiente de caja por esa operación, sino el primer intermediario financiero que los ceda fuera del sistema, es decir, a persona no sometida a coeficiente de caja.

Igualmente, quedan excluidas de la base de cálculo del coeficiente de caja las financiaciones subordinadas recibidas por los intermediarios financieros, en cuanto sean computables como recursos propios (art. 2.3 OM 26 de diciembre de 1983).

70 *Incumplimiento:* si el incumplimiento del coeficiente es de naturaleza accidental o transitoria, puede ser solucionado mediante la cons-

titución de un depósito no remunerado en el Banco de España, cuya duración será igual a la del incumplimiento, y su cuantía será fijada por el Banco de España entre el tanto y el triplo del déficit que compense. Si el déficit no es de naturaleza transitoria o accidental, o si la entidad no está conforme con los hechos o con los términos que proponga el Banco de España, se abrirá expediente sancionador (art. 5 RD 321/1987 de 27 de febrero). El incumplimiento del coeficiente constituye infracción grave [art. 5. g) LDIEC].

j) *El coeficiente de inversión*

Se trata de un coeficiente, regulado últimamente por la Ley 13/1985, que recoge una larga tradición consistente en obligar a las entidades bancarias privadas (no a las restantes entidades de crédito — art. 1 RD 321/1987) a adquirir deuda pública y a financiar los «circuitos especiales de financiación» para ciertos sectores de la economía. Su mantenimiento es incompatible con un mercado financiero moderno y libre, y por ello se ha ido suprimiendo gradualmente por sucesivos RD (el último el 37/1989 de 13 de enero). A finales de 1991 es del 3,75 %, para desaparecer finalmente el 31 de diciembre de 1992 (téngase en cuenta, sin embargo, que la ley sigue en vigor, y que en cualquier momento el Gobierno podría restablecerlo).

La base de cálculo y la consecuencia del incumplimiento es la misma que en el coeficiente de caja.

k) *Contabilidad, auditoría y consolidación*

Las entidades de crédito deben ajustar su *contabilidad* a lo dispuesto en el C.Com., LSA y disposiciones específicas, entre las que tiene especial importancia la Circular 4/1991, que ha entrado en vigor el 1 de enero de 1992 y recoge las Directivas Comunitarias 86/635 sobre cuentas anuales y 89/117 sobre cuentas de las sucursales en el extranjero. La Circular desarrolla con gran detalle los principios contables que las entidades de crédito deben cumplir, y en especial los de riesgo de solvencia y riesgo-país. Se trata de que las entidades doten provisiones suficientes para hacer frente a los impagos que se puedan producir por insolvencia de sus deudores o por dificultades de balanza de pagos de ciertos países (sobre la deducibilidad fiscal de las provisiones por insolvencia vease OM 13 de julio de 1992). Además, se detallan los estados contables que las entidades deben preparar, distinguiéndose estados reservados (que únicamente se deben presentar al Banco de España, con periodicidades que varían desde la decenal a la anual) y estados públicos, que incluyen no sólo los anuales, sino en el caso del ICO, la banca privada, las cajas de ahorros y la Caja Postal

de Ahorros también balances y cuentas de resultados mensuales, que deben ser hechos públicos (norma 49).

- 74 *El ejercicio económico* de toda entidad de crédito debe ajustarse, por ley, al año natural (excepto las sucursales extranjeras, que pueden respetar el criterio de su matriz [norma 39.8]).
- 75 Toda entidad de crédito está obligada a someter sus cuentas a *auditoría* [DA 1.ª 1.c) Ley 19/1988 de 12 de junio de Auditoría. La posición que el auditor asume en la revisión de cuentas de una entidad de crédito es muy especial, ya que la Ley lo configura como un colaborador del Banco de España. En efecto, si el auditor en el ejercicio de su labor detecta cualquier irregularidad o situación que pueda afectar gravemente a la estabilidad, solvencia o continuidad, debe emitir de inmediato un informe que entregará a la entidad auditada. Esta debe hacerlo llegar de inmediato al Banco de España. Si en el plazo de una semana el auditor no tuviera constancia «fehaciente» de tal remisión, deberá enviar directamente el informe al Banco de España. El incumplimiento se considerará infracción grave (DF 1ª II Ley de Auditoría de Cuentas, en la redacción dada por la Ley 13/1992). La obligación que esta norma pretende imponer al auditor es de inusitado rigor.
- 76 Toda entidad de crédito está obligada a preparar, no solo sus propias cuentas anuales, sino que el grupo en el que se encuentre, o del que sea sociedad dominante, también debe preparar *cuentas anuales consolidadas* (art. 8 Ley 13/1985, aplicable a toda clase de entidades de crédito por art. 1.2 RD 1044/1989).

La consolidación se hace siempre sobre los estados contables de la entidad dominante aunque no sea entidad de crédito, pero en este caso debe designar a una entidad filial para que remita la documentación al Banco de España (art. 3 RD 1371/1985 de 1 de agosto). La anterior regla no se aplica sin embargo para el caso que la dominante sea extranjera (art. 2.5 RD 1371/1985; sobre los requisitos para realizar la consolidación, véase número 60 *supra*).

La regla contenida en el artículo 8 Ley 13/1985 prevalece, como ley especial, sobre la normativa general definitoria de control contenida en el artículo 42 C.Com. En consecuencia, cuando en los grupos de sociedades la dominante sea una entidad de crédito o una sociedad holding, solo será obligatoria la consolidación prevista en el art. 8 Ley 13/1985, pero no la mas amplia prevista en el C.Com. que incluiría también entidades de seguros y empresas industriales y comerciales. Las filiales no financieras, en cambio, sí deberán consolidar entre sí (art. 8.8 Ley 13/1985).

1) *Disolución y liquidación*

La disolución y liquidación *voluntaria* en base a un acuerdo de los socios (incluso en caso de quiebra) se rige por la normativa propia, de acuerdo con la naturaleza de la entidad de crédito. Tomado el acuerdo de disolución, la entidad puede ser intervenida por el Ministerio de Economía y Hacienda (art. 38 LDIEC), actuando como liquidadores los nombrados por los socios, pero sujetos al veto de los interventores nombrados por el Ministerio. Disuelta y liquidada la sociedad, la autorización se extinguirá *ipso iure* (a no ser que hubiera sido revocada antes en base al art. 57 bis LOB). 77

La disolución y liquidación *necesaria* de una entidad de crédito únicamente puede ser provocada por la revocación de la autorización (bien en base al art. 57 bis LOB, bien como sanción en caso de infracción muy grave); el liquidador es nombrado en todo caso por la autoridad correspondiente, y normalmente recae en el Fondo de Garantía. 78

Sobre la intervención y la sustitución de los administradores, que no conllevan necesariamente la disolución y liquidación, véase Cap. IV.7 *infra*.

E) RÉGIMEN ESPECIAL DE LOS BANCOS

La creación y actuación de bancos privados está sujeta a una serie de normas especiales contenidas en la LOB y su desarrollo reglamentario, no aplicables a las restantes entidades de crédito. Las más importantes se resumen a continuación: 79

a) *Requisitos de constitución*

Para poder obtener y conservar la autorización como banco privado se deben reunir los siguientes requisitos (art. 2 RD 1144/1988 de 30 de septiembre): 80

- Revestir la forma de sociedad anónima, y si la sociedad es de nueva constitución, creada por el procedimiento de fundación simultánea (o por transformación de una entidad de crédito de ámbito limitado, ver DA RD 1144/1988).
- El capital social debe ser de, al menos, 1.500 millones de pesetas, íntegramente suscrito y desembolsado en efectivo, representado por acciones nominativas.
- Se debe limitar estatutariamente el objeto social a las actividades propias de una entidad de crédito (actividades que el ordenamien-

to no limita —ver lo dicho *supra* sobre el concepto de «banco universal»).

- No se puede reservar a los fundadores ventaja o remuneración especial alguna.
- Hay que contar con un Consejo de Administración formado por no menos de cinco miembros de reconocida honorabilidad personal, debiendo tener la mayoría conocimientos y experiencia adecuada para ejercer sus funciones. Honorabilidad, conocimientos y experiencia deben concurrir también en los Directores Generales de la entidad.

- 81 La *honorabilidad y los conocimientos y experiencia* adecuados no son términos jurídicos totalmente indeterminados, sino que el Real Decreto se esfuerza en dar una definición objetiva:

Concurre honorabilidad comercial y profesional en quienes hayan venido observando una trayectoria personal respecto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como a las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias. Carecen de tal honorabilidad quienes tengan antecedentes penales o se encuentren procesados por ciertos delitos económicos, los inhabilitados para ejercer cargos públicos o de administración o dirección en entidades financieras y los quebrados y concursados no rehabilitados.

Se considera que poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a cinco años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de dimensión análoga a la que se pretende crear.

- 82 Aunque el artículo 2 RD 1144/1988 no lo mencione, un *requisito adicional* se deduce *ex art. 6.1.II.b*): ninguna sociedad o grupo puede tener más del 20 % del capital, o controlar el banco de nueva creación. El límite sin embargo no es aplicable ni a las personas físicas, ni a las entidades de crédito ni a cualquier sociedad que realice actividades financieras (como p.e. las de seguros). Esta norma intenta evitar que las empresas industriales creen bancos propios —la legislación acepta que los bancos controlen sociedades industriales, pero no a la inversa.

- 83 La *solicitud de autorización* para la creación de un banco privado debe presentarse en la DGTPF (no en el Banco de España), acompañada de una serie de documentos por duplicado (proyecto de estatutos sociales; programa de actividades; relación de los socios, con indicación de sus participaciones en el capital social; integrantes del pri-

mer Consejo de Administración y de quienes hayan de ejercer como Directores Generales).

Previamente tiene que haberse constituido en el Banco de España en metálico o en valores públicos un depósito equivalente al 20 % del capital social mínimo.

La solicitud de autorización debe resolverse en el plazo de seis meses por el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe —no vinculante— del Banco de España (art. 1 RD 1144/1988). El silencio es negativo. La decisión desde la LOB 1921 ha sido totalmente discrecional, y en general las autorizaciones se han dado con muchos miramientos (excepto tras las «aperturas» de 1962 y sobre todo de 1972, con la nefasta consecuencia que 47 nuevos banqueros sucumbieron en la crisis bancaria 1978-1983; cfr. MARTÍN OVIEDO: *Ordenación legal del sistema financiero español* [1987], p. 110). La resolución denegatoria debe ser motivada y es recurrible en vía administrativa y después jurisdiccional.

En la actualidad, la discrecionalidad administrativa continúa en vigor en virtud del artículo 4 RD 1144/1988, que permite denegar la solicitud siempre que la Administración aprecie que la solicitante no ofrece garantías, o no favorece los objetivos generales de la economía (el rango de la norma es insuficiente en opinión de MICHAVILA: «Autorizaciones» en *Estudios de Derecho público bancario* dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO, p. 234; técnicamente, probablemente no estemos ante un supuesto de discrecionalidad, sino ante requisitos con margen de valoración amplio; cfr. MARTÍN-RETORTILLO: *Derecho Administrativo Económico* [1991] p. 150; el resultado neto en todo caso es el mismo: el Ministro sólo otorga la autorización cuando estima que es conveniente).

Debe resaltarse, sin embargo, que el propio RD 1144/1988 prevé que a partir del 1 de enero de 1993, la autorización devendrá reglada para promotores españoles o para entidades de crédito con sede social en la CEE (pero, sorprendentemente, no para otros ciudadanos europeos, lo que supone una violación de plano de los principios de Derecho comunitario).

Autorizada la creación de un banco, los promotores deben otorgar, en el término de un año, la escritura de constitución e inscribirla en el Registro Mercantil y en el Registro especial del Banco de España (art. 5 RD 1144/1988), conocido como de bancos y banqueros (el nombre oficialmente ha desaparecido, al derogarse el art. 38 LOB).

Durante sus primeros ejercicios, los bancos están sometidos a unas limitaciones de actividad muy estrictas —el legislador desconfía de las intenciones y capacidad de los nuevos banqueros, y para evitar des-

manes les somete a un rígido corset de medidas (art. 6 RD 1144/1988).

Durante los tres primeros ejercicios desde su constitución, los bancos privados no pueden distribuir dividendos ni participaciones en beneficios y no pueden proceder a la apertura de más de tres oficinas, incluida la central, sin autorización del Banco de España.

Además, durante los cinco primeros años desde su constitución, los bancos privados quedan sujetos a las siguientes limitaciones:

- Se mantiene la prohibición de que una sociedad o grupo no posea, directa o indirectamente, más del 20 % del capital del banco o ejerza su control. Esta limitación no es aplicable a las personas físicas ni a las entidades de crédito ni financieras.
- Las acciones no podrán ser cedidas o transferidas *inter vivos*, pignoradas o gravadas, sin autorización expresa del Banco de España.
- También se requerirá la autorización del Banco de España para la suscripción de nuevas acciones por los socios no fundadores, cuando su importe, unido al que con anterioridad posean, exceda del 5 % del capital social de la entidad.
- No podrán, directa o indirectamente, conceder créditos, o avales en favor de sus socios, consejeros y altos cargos y de sus familiares en primer grado, o de las sociedades en que aquellos ostenten participaciones accionariales superiores al 25 % o de cuyo Consejo de Administración formen parte.
- Finalmente, las actividades del banco en relación con el mercado de valores no podrán constituir su actividad exclusiva.

b) *Modificación de estatutos en general*

- 85 Según el artículo 1.4 RD 1144/1988, la *modificación de los estatutos sociales* de los bancos privados está sujeta al procedimiento de autorización y registro establecida para su constitución. Es decir, autorización por el Ministro de Economía y Hacienda previo informe del Banco de España e inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro especial del Banco de España. La única diferencia es que, en el caso de modificación de estatutos, la solicitud de autorización deberá resolverse dentro de los tres meses siguientes, dándose por otorgada si en ese periodo no hubiere recaído resolución. La Ley no aclara si la autorización se debe obtener *a priori*, o si cabe adoptar los acuerdos bajo condición suspensiva de su obtención; dado que la norma prevé un silencio administrativo positivo, con la finalidad de facilitar el

trámite, y que la LSA no se opone a la adopción de acuerdos bajo condición suspensiva, parece posible seguir esta vía.

No obstante, no requieren autorización las modificaciones de estatutos referentes a cambios de domicilio dentro del territorio nacional o aumentos de capital (sobre este punto ver el epígrafe siguiente), ni las que tengan por objeto acomodar los estatutos a modificaciones legales o reglamentarias. En todo caso estas modificaciones deben ser comunicadas al Banco de España para su inscripción en el Registro especial. 86

c) *Ampliación y reducción de capital*

El artículo 45. b) LOB establece que se requiere la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Consejo Superior Bancario, para las *ampliaciones de capital* y puesta en circulación de acciones de las compañías bancarias. 87

El Ministro de Economía y Hacienda, por Orden de 20 de septiembre de 1974, ha concedido a los bancos privados autorización genérica para realizar ampliaciones de capital, pero con sujeción al procedimiento en ella establecido.

Así los bancos privados que se propongan ampliar su capital social deben comunicar su proyecto al Banco de España, con copia al Consejo Superior Bancario, el cual debe emitir su dictamen en el plazo de diez días, entendiéndose que es favorable si no lo cursara al Banco de España en dicho plazo.

El Banco de España puede acordar que quede en suspenso la ampliación de capital proyectada, notificándolo al banco interesado en el plazo de quince días naturales, contados a partir de la fecha de registro de la comunicación de la ampliación. Transcurrido dicho plazo sin que el banco interesado hubiere recibido la notificación de suspensión, podrá proceder a la ampliación de capital.

Por otra parte, el artículo 1.4 RD 1244/1988 establece como excepción que no requerirán autorización las modificaciones de estatutos referentes a aumentos de capital social, que simplemente deberán ser comunicadas al Banco de España para su constancia en el Registro especial.

Como señala la Circular LXXXIV/1988 del Consejo Superior Bancario de 20 de diciembre de 1988, una interpretación literal de esta disposición podría llevar a considerar que, a partir de su entrada en vigor, ha quedado derogada la Orden de 20 de septiembre de 1974, sobre autorización a los bancos privados para realizar ampliaciones de capital, en lo relativo al procedimiento de tramitación de las ampliaciones.

Por ello la citada Circular señala que «consultados a este respecto los Servicios Jurídicos del Banco de España, el alcance que debe darse al artículo 1.4 del Real Decreto de 30 de septiembre, es simplemente el de excluir la necesidad de autorización expresa para el trámite de modificación de Estatutos que sea consecuencia de una ampliación de capital, pero que la realización de ésta sigue sometida al procedimiento establecido en la OM de 20 de septiembre de 1974 dado que se halla en vigor el artículo 45.b) de la Ley de Ordenación Bancaria».

- 88 Por lo que se refiere a la *reducción de capital* de los bancos, la LOB no contiene reglas especiales; al no ser de aplicación ninguna de las excepciones previstas en el artículo 1.4 RD 1144/1988, y tratarse de una modificación estatutaria, es necesaria autorización del Ministro. Téngase además en cuenta la obligación de los bancos de cumplir el coeficiente de recursos propios y de tener un capital social mínimo de 1.500 millones de pesetas.

d) *Fusión*

- 89 El artículo 45.c) LOB exige la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Consejo Superior Bancario, para los acuerdos o proyectos (art. 234 LSA) sobre absorciones y fusiones entre firmas bancarias. La autorización será *discrecional o reglada* según lo previsto en el artículo 4 RD 1144/1988.

Nótese que la norma no se refiere al supuesto de fusiones entre bancos y entidades no bancarias. Si la entidad absorbida fuera el banco, nos encontraríamos ante un supuesto de renuncia a la autorización [art. 57 bis. a) LOB]. Si el banco fuera la absorbente, estaríamos ante una modificación de estatutos, exigiéndose la autorización del artículo 1.4 RD 1144/1988.

e) *Adquisición de participaciones*

- 90 En tanto que entidades de crédito, los bancos deben adoptar la forma de sociedad anónima y sus acciones deben ser nominativas, estando obligados por la LDIEC a informar al Banco de España de la composición de su accionariado y de las alteraciones que en él se produzcan (*ver supra*).

- 91 Adicionalmente, hay que tener en cuenta las siguientes reglas, aplicables exclusivamente a bancos, pero no a otras entidades de crédito:

— *Adquisición de acciones de bancos de nueva constitución*: durante un plazo de cinco años no pueden ser cedidas o transferidas *inter vivos* ni objeto de pignoración o gravamen sin autorización del Banco de

España, y así debe constar en sus estatutos [art. 6.1.II.c) RD 1144/1988].

- *Adquisición de una participación superior al 15 %*: toda persona física o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, una participación en un banco español la que resulte la titularidad o el control de más de un 15 % del capital del banco deberá ser autorizada por el Banco de España (no por el Ministro de Economía y Hacienda) (art. 48 LOB), que deberá justificar su decisión en idénticos términos y plazos a los establecidos para la autorización de nuevos bancos. Es decir, la autorización será discrecional hasta el 31 de diciembre de 1992, y a partir de esa fecha reglada (en los casos previstos en el art. 4.2 RD 1144/1988).

Desde el punto de vista administrativo, el incumplimiento de la norma transcrita producirá las siguientes consecuencias: 92

- el adquirente cometerá una infracción muy grave [art. 4.a).2.º LDIEC], pero únicamente si es entidad de crédito o deviene administrador del banco —en caso contrario no estará sujeto a la normativa disciplinaria (art. 1 LDIEC —en este punto hay un claro lapsus);
- la entidad puede ser objeto de intervención (art. 48.2 LOB): la ejecución de esta medida plantea grandes problemas, ya que el incumplimiento es del accionista, mientras que la medida recae sobre un tercero, que es el banco. Si el adquirente ha obtenido el control de todo el capital del banco sin autorización, la intervención puede estar justificada; pero en otros casos, perjudicaría gravemente a terceros accionistas, que pueden no tener ni conocimiento ni connivencia en la transmisión (sobre la intervención en general, véase Cap. IV.7 *infra*).

Las consecuencias civiles de la no obtención de la autorización son también dos: 93

- a falta de norma en la LOB que proclame su nulidad, la transmisión debe reputarse válida; esta conclusión no ofrece dudas, pues el incumplimiento de requisitos administrativos no conlleva la nulidad civil del negocio, salvo declaración expresa del legislador en contra;
- el incumplimiento privará al adquirente del ejercicio de los derechos políticos (no de los económicos), en tanto no haya obtenido la autorización. Los acuerdos adoptados en el interin con participación del accionista incumplidor pueden ser impugnados, incluso por el Banco de España (art. 48.2 LOB). La norma es idéntica a la prevista para la no comunicación de participaciones en las entidades de crédito (DA 2.4 LDIEC) (*ver supra*). Nuevamente nos encontramos ante una medida poco feliz de extensión a la esfera

privada de problemas surgidos en el ámbito de la disciplina bancaria, y que debían resolverse a través de sanciones administrativas. Los acuerdos son anulables, no nulos, la autorización otorgada *a posteriori* sana el vicio, y el juez debe dar un plazo de seis meses para subsanar la causa de impugnación (art. 115.3.II LSA y art. 1 RD 1144/1988).

Una cuestión interesante es si el presidente de la junta puede (o incluso debe) privar de derechos políticos a un accionista incumplidor, para garantizar la validez de los acuerdos que se adopten; en caso de infracción clara y flagrante, habrá que reconocer al presidente esta facultad; en los demás casos, en los que se precise un juicio de valor para determinar si se ha violado o no la norma, la privación de derechos políticos no podrá hacerse más que mediante sentencia.

- 94 En el caso de que el banco cotice en bolsa deben tenerse además en cuenta las normas sobre publicidad de participaciones significativas y sobre OPAs.

f) *Administradores, altos cargos*

- 95 El artículo 2 RD 1144/1988, exige que para obtener y conservar el status de banco, la sociedad debe contar con un consejo de administración formado por no menos de cinco miembros (no cabiendo pues ni administradores individuales ni un número de consejeros inferior). La DA 3.^a establece que los bancos deberán adaptarse a esta exigencia antes del 31 de diciembre de 1992. El Real Decreto exige que todos los Consejeros sean personas de reconocida honorabilidad y experiencia.
- 96 Los consejeros y altos cargos de los bancos privados están sujetos a una serie de incompatibilidades y prohibiciones creadas por la Ley 31/1968, cuya finalidad era romper el control de la banca sobre el sector industrial (no hay que resaltar que en el logro de sus objetivos la ley ha sido un fracaso total):
- los *altos cargos en general* (presidentes, vicepresidentes, consejeros, directores generales y asimilados) no pueden desempeñar cargos similares en otros bancos, ni formar parte de más de cuatro consejos de administración en sociedades anónimas españolas (exceptuadas las familiares) (art. 1), con el límite máximo de ocho (art. 4);
 - los *altos cargos ejecutivos* no pueden, además, tener un cargo equivalente en cualquier otro banco o sociedad anónima (art. 1.2);
 - los *consejeros* (pero sorprendentemente no los restantes altos cargos) no pueden representar acciones depositadas en el banco en las

juntas de accionistas correspondientes (excepto si son familiares) (art. 6);

- la *concesión de créditos* a toda clase de altos cargos debe ser aprobada por el consejo de administración del propio banco, debiendo comunicarse al Banco de España las operaciones de importe superior a 4 millones de pesetas (art. 2.5 RD 1370/1985, que parece dar una autorización genérica a efectos del art. 5 Ley 31/1968, que no ha sido derogado).

Las sanciones específicas previstas en la Ley 31/1968 deben entenderse tácitamente derogadas por la LDIEC.

Para velar por el cumplimiento de estas disposiciones, se creó el *Registro de Altos Cargos*, cuya organización y funcionamiento está a cargo del Banco de España (véase D. 702/1969 de 26 de abril). La inscripción en el mismo de las personas afectadas debe hacerse antes de la inscripción de sus nombramientos en el Registro Mercantil y es requisito previo para que puedan tomar posesión del cargo. 97

g) *Apertura de oficinas y sucursales*

De acuerdo con lo establecido en el artículo 7 RD 1370/1985 de 1 de agosto, los bancos privados pueden abrir libremente, en cualquier momento, nuevas oficinas en el territorio nacional. Ello no obstante, quedan exceptuados del régimen de liberalización y sometidos a régimen de autorización previa del Banco de España, los bancos cuyos recursos propios no alcancen los niveles exigidos por el coeficiente o se hayan excedido en sus inversiones de los máximos permitidos (art. 11.3 Ley 13/1985). También están limitados en su expansión geográfica los bancos de nueva creación (ver *supra*). 98

El establecimiento de oficinas en el extranjero, tanto operativas como de representación, requiere en cada caso autorización del Banco de España, que la concederá o denegará discrecionalmente. No obstante, el Ministerio de Economía y Hacienda podrá excluir con carácter temporal o indefinido, la necesidad de obtener tal autorización, lo que no ha ocurrido (art. 7.4 RD 1370/1985). La exigencia, al menos para la apertura de sucursales en la CEE, es contraria al Derecho comunitario (cfr. *in extenso* SANTAMARÍA: «Las Cajas de Ahorro ante la intervención de las Administraciones públicas» en *RDBB* [1991] p. 652).

h) *Distribución de resultados y movilización de reservas*

Los bancos pueden distribuir dividendos libremente, con arreglo a las disposiciones de la LSA. El Banco de España, sin embargo, puede 99

llamar la atención al Consejo cuando estima que la política de dividendos no es razonable. Si se desoye, el Ministro de Economía y Hacienda puede ordenar que la indicación se inserte en la memoria del banco [art. 47.b) LOB].

Además, cuando un banco o su grupo consolidado presente un déficit de recursos propios respecto de los mínimos requeridos superior al 20 % de dichos mínimos, deberá destinar a reservas la totalidad de los beneficios netos. Cuando el déficit de recursos propios sea igual o inferior al 20 %, el banco en cuestión someterá su distribución de resultados a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas, que no será inferior al 50 % de los beneficios netos (art. 5 RD 1370/1985; la materia se halla regulada por el art. 11 Ley 13/1985, en la redacción dada por la Ley 13/1992, pendiente de desarrollo reglamentario).

Los bancos privados de nueva constitución tampoco pueden distribuir beneficios durante los tres primeros ejercicios, debiendo destinar la totalidad de sus beneficios de libre disposición a reservas.

- 100 Por lo que se refiere a la movilización de reservas, el artículo 45 LOB requiere la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Consejo Superior Bancario, para el reparto parcial o total en efectivo de las reservas de los bancos, pero no para la aplicación de las reservas a la compensación de pérdidas, a la que se aplicarán las normas generales de la LSA. Por lo que se refiere a las ampliaciones de capital con cargo a reservas, véase lo dicho en relación con el procedimiento general de ampliación de capital de los bancos privados.

F) RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS CAJAS DE AHORRO

a) *Concepto*

- 101 Las cajas de ahorro son fundaciones, creadas históricamente por diferentes personas (Municipios, Diputaciones, sindicatos, grupos de personalidades, la Iglesia Católica, etc.), que ejercen de forma empresarial, y en igualdad de condiciones que los bancos, la actividad crediticia, y que destinan sus beneficios (púdicamente llamados «excedentes») a reservas y a fines benéfico-sociales.

La legislación estatal —aparte de vetusta— es muy poco precisa a la hora de definir las cajas, pues las califica como instituciones de patronato oficial o privado, exentas de lucro mercantil dedicadas a la administración de depósitos, con la finalidad de invertir el «producto» en reservas u obras sociales y benéficas (art. 2 Estatuto de las Cajas Generales de Ahorro Popular, aprobado por D. de 14 de marzo de

1933). La definición sin duda más precisa, congruente con la jurisprudencia del TC, se halla en el artículo 1 Ley Valenciana 1/1990 de 22 de febrero: «Entidades de crédito de naturaleza fundacional y carácter social que, sin ánimo de lucro, orientan su actividad a la consecución de intereses generales».

La primera caja de ahorros se creó en Madrid por RD de 29 de octubre de 1838, ordenándose al Gobierno por Ley de 1880 la promoción de cajas en todas las provincias. Inicialmente se diferenciaron cajas con o sin monte de piedad, estando las segundas facultadas a dar créditos en forma de pequeños préstamos pignoratícios. Hoy la distinción carece de relevancia. Por su origen deben diferenciarse las cajas de patronato privado, que fueron constituidas por la Iglesia Católica o por particulares (que representan algo menos de la mitad del total), y las de patronato público, creadas mayoritariamente por Diputaciones provinciales y en menor medida por Ayuntamientos. Esta distinción también carece en la actualidad de relevancia, al haberse unificado su tratamiento jurídico (con la excepción del régimen especial que mantienen los órganos de las cajas fundadas por la Iglesia Católica — DA 2 LORCA). Tuvo, sin embargo, su importancia, en el desarrollo histórico de la institución, pues mientras las primeras constituían fundaciones privadas de beneficencia, sometidas al protectorado de la administración, las segundas eran creadas por los entes territoriales en cumplimiento de sus funciones sociales y obedeciendo un mandato legal (RD 29 de junio de 1853 y L. 29 de junio de 1880). El doble origen dio además lugar a una intensa discusión sobre la naturaleza de Derecho público o de Derecho privado de las cajas (sobre la cual cfr. *in extenso* MARTÍN RETORTILLO: *Derecho Administrativo Económico* II, [1991], p. 239).

Inicialmente, la actividad de las cajas de ahorros estaba limitada a la recepción de fondos a título de depósito, y a invertirlos en deuda pública. Poco a poco el ámbito de actuación se fue abriendo, hasta que en 1977 (por RD 2290/1977 de 27 de diciembre) se les permitió realizar las mismas operaciones que a la banca privada, equiparándose el régimen jurídico de ambas, junto con el de las cooperativas de crédito.

b) *Regulación legal; competencias*

Regulación legal: La regulación jurídica estatal es arcaica y deslambazada. La norma básica sigue siendo el Estatuto republicano de 1933, derogado expresa o tácitamente en gran parte de su articulado, pero aún vigente en otras partes, y totalmente inadecuado para regular esta materia (así, p.e. el art. 29 ordena que «la administración de los depósitos será absolutamente gratuita para los imponentes» — norma que

cualquier sufrido cliente de caja de ahorros sabe que no encuentra aplicación en la práctica).

Sorprendentemente, se viene entendiendo que el Estatuto que precedió al de 1933, el aprobado por RDL 2532/1929 de 21 de noviembre, continúa en vigor en aquellas materias no reguladas por el posterior y no expresamente derogadas (el RDLeg. 1298/1986 de 26 de junio, la LDIEC y la L. 31/1990 de 27 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1991 han derogado extensas secciones del Estatuto de 1929; el resto, con pequeños matices, está derogado por el Estatuto de 1933 y por el RD 2290/1977 de 27 de diciembre que ha permitido a las cajas realizar toda la actividad bancaria; la vigencia no está puesta en duda; cfr. STC 48/1988 de 22 de marzo, FJ 6).

La principal norma estatal está constituida por la Ley de Organos Rectores de las Cajas de Ahorros, Ley 31/1985 de 2 de agosto, (desarrollada por RD 798/1986 de 21 de marzo). Sin embargo, en materia de cajas, la totalidad de las 17 Comunidades Autónomas tienen competencias en unos casos legislativas, reglamentarias y ejecutivas y en otros casos únicamente reglamentarias y ejecutivas (véase Cap. I *supra*). En todo caso, la legislación de las CC.AA. tiene que respetar las bases de la ordenación del crédito y la banca, que corresponden en todo caso al Estado (art. 149.1.11.ª CE —ver Cap. I *supra*).

Las CC.AA. han dictado diversos Decretos y Leyes en ejercicio de sus competencias (entre las leyes están la Ley Catalana 15/1985 de 1 de julio, modificada por Ley 6/1989 de 25 de mayo; la Ley Gallega 7/1985 de 17 de julio modificada por Ley 6/1989 de 10 de mayo; la Ley foral Navarra 7/1987 de 21 de abril; la Ley Murciana 7/1988 de 6 de octubre, la Ley Valenciana 1/1990 de 22 de febrero; la Ley Castellano-Leonesa 4/1990 de 26 de abril; la Ley Canaria 13/1990 de 26 de julio ...). Los Decretos se circunscriben a determinar cuáles son las autoridades competentes, y las facultades que les corresponden. Las leyes, todas ellas de contenido, estructura y técnica similar pero no coincidente, desarrollan las normas básicas estatales (fundamentalmente el D. 1838/1975 de 3 de julio sobre creación de nuevas cajas, la LORCA y la LDIEC).

- 104 *La LORCA y su constitucionalidad:* la LORCA ha sido y es una ley con planteamientos ideológicos polémicos. Su finalidad era por un lado culminar el proceso de municipalización de las cajas (la expresión es del voto particular de Díez-Picazo a la STC 49/1988 de 22 de marzo), es decir, de otorgamiento del control a los municipios en donde opere, marginando a la institución o persona que la hubiera fundado; de esta forma, las cajas se entregaban al control político de los municipios —y en especial de los grandes municipios—, instituciones en las que el partido político que defendió y promulgó la LORCA

era ampliamente mayoritario (para una crítica más severa cfr. MARTÍN RETORTILLO: *op. cit.*, p. 248). Además, el Estado pretendió arrancar a las Comunidades toda competencia sobre las grandes cajas (aquellas que obtuvieran más del 50 % de sus recursos fuera de la propia Comunidad —DF 5.ª II); finalmente, el Estado quiso imponer la práctica totalidad del articulado de la Ley a las CC.AA. como bases del crédito —y en especial, el nudo gordiano de los intereses en juego, los artículos 2.12 y 14 que fijaban la participación en la junta y en el consejo de los diferentes grupos de control: municipios, impositores, fundadores y personal. Ante la amenaza de la LORCA, Cataluña y Galicia se apresuraron a promulgar en el mes de julio de 1985 sus propias leyes autonómicas, cuyo contenido difería fundamentalmente de la futura ley estatal.

El anterior proceso resultó en múltiples recursos de inconstitucionalidad: del Diputado José María RUÍZ GALLARDÓN, de las CC.AA. contra la ley estatal, y del Estado contra las leyes autonómicas, recursos que dieron lugar a las extensísimas y polémicas SSTC 48 y 49/1988 de 22 de marzo, sentencias que «toman el camino del medio» entre las posturas de la oposición, del Estado y de las CCAA; aunque las Sentencias son extremadamente detallistas, las grandes líneas de argumentación se pueden resumir en los siguientes puntos:

— La LORCA no viola el derecho constitucional a la fundación 105 (art. 34 CE), en contra de la opinión defendida en el recurso presentado por el Diputado RUÍZ GALLARDÓN; el TC argumenta su postura aduciendo que aunque dogmáticamente las cajas pueden ser incluidas dentro del concepto de fundaciones, la evolución que han sufrido hasta convertirse en entidades de crédito, implica que no encajan dentro del derecho a la fundación previsto en el artículo 34 CE. Las conclusiones del TC en este punto no tienen rigor jurídico alguno, según ha demostrado convincentemente en su voto particular el Magistrado Díez-Picazo. La sorprendente argumentación del TC es un pie forzado para evitar la conclusión — políticamente inaceptable — que la totalidad de la LORCA incurría en inconstitucionalidad (asi GONZÁLEZ MORENO: «La personalidad jurídica de las cajas de ahorro» en *RDBB* [1991] p. 597).

— La LORCA no viola el principio a la libertad de empresa (art. 38 CE) (en contra nuevamente de la opinión del recurrente RUÍZ GALLARDÓN), ya que este principio solo se refiere a empresas con finalidad de lucro, y además, al faltar propietarios, es lícito que los poderes públicos establezcan los órganos rectores de las cajas.

El voto particular de Díez-Picazo también discrepa en este punto, con razón, de la postura mayoritaria del TC. En efecto, es difícilmente comprensible la argumentación del Tribunal: si las cajas son fundaciones no sujetas al artículo 34 CE, es precisamente por ser entidades

de crédito; pero si son entidades de crédito, es evidente que deben ser consideradas como empresas, y que les es aplicable el principio de libertad de empresa que enuncia el artículo 38 CE (cfr. la crítica, acertada, de GONZÁLEZ MORENO: op. cit. p. 604).

- 106 — Desechando nuevamente el recurso del recurrente, el TC estima que el poder otorgado a los municipios por la LORCA (el 40 % de la junta y del consejo, tal como establece el art. 2.3 I) no es en principio irracional ni arbitrario, salvo en un punto accesorio: el artículo 2.3.II, que para el caso de cajas fundadas por un municipio excluía la participación de todas las restantes entidades municipales donde la entidad tuviera abiertas oficinas.

Pero a continuación el TC pasa a dar la de arena, pues acogiendo al recurso de Cataluña y Galicia, declara que los artículos 2.3 y 14 LORCA no son básicos, pudiendo las Comunidades añadir grupos sociales con representación en los órganos y modificar los porcentajes —es decir, determinar libremente la distribución del poder en las entidades. ¡No deja de ser paradójico que el TC, entre los pocos artículos de la LORCA que declara no básicos, incluye los dos que son, en términos políticos y económicos, más trascendentes!

- 107 — A renglón seguido, el TC entra en la ardua tarea de deslindar las competencias estatales y autonómicas. La solución fácil y lógica, y la única que habría llevado a resultados mínimamente inteligibles y previsibles, hubiera sido distinguir un ámbito organizativo interno, que correspondería íntegramente a las CC.AA., diferenciado de la actividad en el mercado de crédito, en el que se desarrollaría la competencia del Estado, (esta era la postura de las Autonomías). El TC sin embargo rechaza esta postura, y declara que el Estado tiene también potestad para fijar las bases de la organización interna de las cajas; siempre, empero, que no vacíe el contenido de las competencias de las CC.AA.

Sentado este principio, el TC no tiene otra salida que entrar en un análisis muy detallado de cada párrafo de la LORCA, para determinar si es o no básico, y de cada párrafo de las leyes autonómicas, para revisar si se ajusta o no a la LORCA. El resultado es extraordinariamente prolijo, imprevisible y en ocasiones parece caprichoso (es básica la norma que excluye la presencia del director en la comisión de control, a no ser que la comisión lo requiera; no es básica, por el contrario, la precisión si el director tiene o no voto en el consejo —FJ 18 STC 48/1988).

— Finalmente para dejar a todos medianamente descontentos, el TC también da satisfacción a las CC.AA., proscribiendo como inconstitucional el intento estatal de acaparar las competencias sobre las grandes cajas con más del 50 % de depósitos fuera de la Comunidad de domicilio. Además, otorga a las CC.AA. competencias de inspec-

ción, sanción y disciplina en su territorio no solo sobre las cajas domiciliadas en él, sino incluso sobre las extracomunitarias que realicen actividades allí (competencia tan extravagante, que ni Cataluña ni Galicia se habían atrevido a irrogarse en sus propias leyes).

Delimitación de competencias: de acuerdo con la opinión del TC, el criterio delimitador de la competencia entre las diversas CC.AA. viene definido pues por el domicilio de la caja, con independencia de dónde realice la actividad. Es decir, que aunque la entidad de crédito realice la mayoría de su actividad fuera de su Comunidad, su estatuto personal —requisitos de creación, órganos, impugnación de acuerdos, disolución, liquidación, etc.— vendrá definido por el ordenamiento jurídico propio de la Comunidad de domicilio (así, expresamente, con derogación de la DF 5.ª II LORCA STC 49/1988 FJ 34). Es de resaltar que la Comunidad de domicilio no pierde su competencia ni aun en el caso de que la entidad de crédito realice la mayor parte de su actividad fuera de su ámbito territorial. La DF 5.ª II LORCA había intentado atribuir la Competencia sobre las grandes cajas «pluri-autonómicas» al Estado, pero el TC ha declarado inconstitucional esta pretendida irrogación de facultades.

En materia de inspección, disciplina y sanción —materias ajenas al estatuto personal— ver *in extenso* Cap. IV.6 *infra*.

c) *La naturaleza jurídica*

Con independencia de su origen histórico (bastante variopinto, pues se utilizaron fórmulas muy diversas como la sociedad por acciones, la cooperativa y por supuesto la fundación), las cajas de ahorro deben ser consideradas hoy fundaciones que desarrollan una actividad empresarial como entidades de crédito. Al constituir fundaciones, las cajas no tienen un sustrato asociativo o corporativo (carecen de socios y propietarios), sino lo que existe es un sustrato institucional, en el que confluyen los intereses no sólo del fundador, sino también de los restantes implicados: impositores, empleados y corporaciones municipales. Todas las cajas —tanto las existentes como las de nueva creación— tienen que adoptar necesariamente la forma de fundación (así, expresamente, la mayoría de las leyes autonómicas, que regulan incluso su constitución por testamento, y que dan extensa regulación a los derechos del fundador —cfr. también STC 49/1988 FJ 9).

Sin embargo, las fundaciones-cajas de ahorro, al convertirse en entidad de crédito, han sufrido tal mutación en su naturaleza benéfico-social que hoy no pueden ser consideradas como fundaciones en el sentido del artículo 34 CE (STC 49/1988, FJ 6 y 9). La consecuencia es que no existe inconveniente constitucional, no solo en someter a las cajas al tradicional protectorado que el Estado ejerce sobre las funda-

ciones para garantizar el cumplimiento de los fines previstos por el fundador, sino a una intervención administrativa mucho más virulenta, que puede llegar a la traslación a manos públicas de todos los poderes (véase, al respecto, la crítica del voto particular de Díez-Picazo a la STC 49/1988).

- 110 La especial naturaleza de las cajas no solo plantea problemas de Derecho público, sino también en el ámbito del ius privado; ¿pueden encajarse dentro del concepto de *comerciantes* (art. 1 C.Com.)? No ofrece dudas que las cajas no constituían comerciantes en la concepción original del C.Com., como se deduce no solo del concepto mismo de comerciante (cfr. art. 1 y art. 125 C.Com.), sino también por la expresa exclusión del ámbito de las operaciones mercantiles de los depósitos y de los préstamos pignoratícios que las cajas y montes realizaban (cfr. art. 310 C.Com. y compararlo con el art. 1.109 III y 1.873 C.c., que claramente expresan el carácter civil de las operaciones de las cajas).

Ya se ha recogido la jurisprudencia del TC, que subraya la transformación que han sufrido las cajas, hasta el punto que han abandonado su naturaleza inicial como fundaciones privadas, sujetas al artículo 35.1.º C.c., para convertirse en entidades de crédito atípicas de carácter social, excluidas del régimen jurídico típico de las fundaciones.

Esa misma transformación se ha operado también en el ámbito del Derecho privado, empujada por la ampliación del campo de actividad de las cajas, hasta llegar a ser idéntico al de los bancos (art. 20 RD 2290/1977 de 27 de agosto). La bancarización lleva inexorablemente unido un proceso de mercantilización y de aplicación del régimen jurídico de los empresarios. Este proceso se ha acelerado al imponerse la inscripción obligatoria en el Registro Mercantil de las cajas (art. 16.1 C.Com., en la redacción introducida mediante Ley 19/1989 de 25 de julio y art. 234 y ss. RRM) y la extensión a todos los «empresarios», y por ende a las cajas, de las exigencias legales de contabilidad (art. 25 C.Com.). Se puede concluir pues que no hay razón que justifique que el régimen jurídico privado de las cajas de ahorro presente diferencia alguna con el de las entidades de crédito organizadas en forma de sociedades anónimas, quedando ambos sujetos al estatuto del comerciante-empresario (conforme SÁNCHEZ CALERO: «La identidad de las cajas de ahorro» en *RDBB*, [1991] p. 568).

Lo dicho tiene las siguientes consecuencias:

- 111 — Las cajas quedan sujetas al régimen de las normas que el C.Com. establece para contabilidad y consolidación (completada por supuesto por las normas específicas de entidades de crédito —ver *supra*).

- Las cajas, en caso de crisis, deben acogerse a las instituciones de la suspensión y de pagos y quiebra —cosa que presupone el artículo 6 RDL 18/1982 de 24 de septiembre; ver también ROJO FERNÁNDEZ-RIO: «Aspectos civiles y mercantiles de las crisis bancarias» en *Aspectos jurídicos de las crisis bancarias* [1988] p. 252.
- Las cajas constituyen comerciantes a los efectos de calificar como mercantiles ciertos contratos, en los que el C.Com. exige expresamente su participación (art. 244 comisión, art. 303 depósito, art. 311 préstamo).

No es posible realizar una exposición sistemática de la normativa de las 17 CC.AA. en materia de cajas: a pesar de que todas desarrollan bases estatales comunes, lo cierto es que entre las reglas estatales y las autonómicas, y entre las de una Autonomía y otra, hay diferencias notables. Por ello a continuación se recogen simplemente los elementos básicos comunes, a los 1 + 17 ordenamientos. 112

d) *Requisitos de constitución*

La constitución de una caja es un supuesto en la práctica mucho menos frecuente que la creación de otras entidades de crédito, ya que la constitución de una caja carece de todo atractivo para el fundador: aporta unos fondos, sobre los que no recibirá remuneración, y encima perderá el control de la institución que ha dotado. No es de extrañar que la fórmula no provoque más que tibio entusiasmo entre fundadores prospectivos. 113

De darse una nueva creación, ésta se regirá fundamentalmente por la normativa autonómica del lugar de domicilio, que suele regular el tema con detalle. En ausencia de tal normativa rige el D. 1838/1975 de 3 de julio.

Los *requisitos fundamentales* son los siguientes:

- la solicitud por la persona o entidad fundadora debe ser presentada en el órgano autonómico correspondiente —en general la Consejería de Economía, o equivalente, ya que no existe discusión que la competencia de autorización corresponde a las Autonomías (STC 1/1982 de 28 de enero, FJ 9; cfr. también art. 43.5 LDIEC; los documentos a presentar se regulan en el art. 2 D. 1838/1975); 114
- el fondo de dotación mínimo está fijado por el artículo 4 D. 1838/1975, que constituye norma básica (STC 48/1988, FJ 7), y oscila entre 150 y 750 millones de pesetas, según los habitantes del municipio de domicilio; esta cantidad tiene que ser íntegramente aportada por el fundador;

- el expediente tiene que ser sometido al Banco de España, pues la decisión tiene que adoptarse «a propuesta» (no vinculante) del banco central (art. 1 D. 1838/1975; es norma básica STC 1/1982 FJ 9; STC 48/1988 FJ 9; además, el informe del Banco Central es obligatorio de acuerdo con el artículo 43.1 LDIEC);
 - la autorización de la solicitud y de los estatutos corresponde a la Comunidad correspondiente (normalmente su Consejero de Economía y Hacienda); esta autorización será discrecional hasta el 1 de enero de 1993, pero posteriormente, tendrá que ser reglada [así lo reconoce expresamente el art. 2.2 RD 1838/1975, por cierto con la misma improcedente limitación que ya se señaló para el caso de bancos; cfr. Cap. III.3 E. a) *supra*]; el carácter reglado o discrecional de la autorización es básico —FJ 9 STC 48/1988; el RD 1838/1975 prevé un plazo de seis meses para resolver la solicitud, regla que procede del artículo 3.6 de la Directiva y por lo tanto debe considerarse básica; la decisión en todo caso debe ser motivada (cfr. SANTAMARÍA: «Las cajas de ahorros ante la intervención de las Administraciones Públicas» en *RDBB* [1991], p. 639);
 - constituida la caja en escritura pública, se inscribe sucesivamente en el Registro administrativo especial que cada Comunidad ha creado —momento en que la institución adquiere personalidad jurídica—, en el Registro especial del Banco de España —momento en que puede iniciar su actividad en el mercado de crédito (art. 43.5 LDIEC)— y en el Registro Mercantil.
- 115 El D. 1838/1975 establece (art. 5) unas *limitaciones de actividad* muy inferiores a las previstas para los bancos, ya que se limita a prohibir la apertura de oficinas y las operaciones en moneda extranjera durante un plazo de dos años. Dicha norma es básica (FJ 11 STC 48/1988), aunque no hay inconveniente para que las CC.AA. amplíen las limitaciones.

e) *Modificación de estatutos*

- 116 La modificación de estatutos en general exige autorización de la misma persona que permitió la creación, normalmente el Consejero de Economía y Hacienda autonómico.

f) *Ampliación y reducción de capital: cuotas participativas*

- 117 En las cajas de ahorro las *ampliaciones y reducciones de capital, rectius* del «fondo de dotación», carecen, por su propia naturaleza, de la relevancia que estas operaciones tienen en la sociedad anónima, verdadero «capital con personalidad jurídica».

Las ampliaciones sólo son posibles por el fundador original, que en la mayoría de los casos o ya no existe, o no está dispuesto a realizar un esfuerzo adicional —no se olvide que los fondos no están remunerados en absoluto. La reducción del fondo mediante restitución al fundador es jurídicamente inviable, ya que su aportación es irrevocable. Su reducción mediante compensación de pérdidas carece de trascendencia, y no parece legalmente posible.

La imposibilidad de las cajas de ampliar su base de recursos propios (excepto a través de reservas, o, dentro de ciertos límites, deuda subordinada), supone, dada la existencia del coeficiente de recursos propios, un freno para su expansión y a largo plazo incluso una amenaza para su supervivencia. Para paliar esta limitación, la LDIEC modificó la Ley 26/1988 y creó la figura de las cuotas participativas (desarrolladas por RD 664/1990 de 25 de mayo), que tiene carácter de base de ordenación del crédito (DA 13.ª LDIEC). En la práctica no han tenido ningún éxito. Las cuotas se incluyen en el concepto de capital y son valores negociables nominativos de duración indefinida, cifrados en pesetas o en divisas, que, sin otorgar derecho político alguno, confieren a su titular el derecho a participar en el excedente de libre disposición, a obtener el reembolso del valor de las cuotas en caso de liquidación de la caja de ahorros y a suscribir preferentemente cuotas participativas en las nuevas emisiones. A cambio, las cuotas pueden ser aplicadas a la compensación de pérdidas. Su naturaleza es la de cuentas en participación (conforme VICENT CHULIÀ: *Compendio crítico de Derecho mercantil II* [1990] p. 231; dubitativo TAPIA: «La financiación externa de las cajas de ahorros» en *RDBB* [1991] p. 734; en todo caso el régimen de los art. 239 y ss. C.Com. no parece que aporte nada a la regulación de las cuotas participativas).

La emisión de cuotas participativas habrá de ser autorizada por la asamblea general de la caja de ahorros de que se trate, previa verificación por el Banco de España del proyecto de acuerdo de emisión (sobre la emisión y régimen jurídico de las cuotas participativas —véase también Cap. IX *infra*).

g) *Fusión*

La fusión entre Cajas de Ahorro precisa de autorización administrativa discrecional, previo informe de la Confederación Española de Cajas de Ahorro, y a propuesta del Banco de España (art. 9.II.D. 1838/1975, declarado básico por FJ 12 STC 48/1988; véase también art. 34.2 RD 798/1986 de 21 de marzo, que exige autorización para los estatutos). La autorización corresponde a la autoridad de la Comunidad correspondiente (y si las cajas pertenecen a Comunidades distintas, a ambas). El acuerdo de fusión ha de adoptarse por las asambleas generales con asistencia de la mayoría de los miembros, y

con el voto favorable de al menos los dos tercios de los asistentes (art. 12.2 LORCA; declarado básico, pero con posibilidad de incremento de quorums y mayorías por las CC.AA. —FJ 24 STC 49/1988).

h) *Organos rectores*

- 120 La administración, gestión, representación y control de las cajas de ahorro corresponde a los siguientes órganos de gobierno (art. 1 LORCA):

- asamblea general
- consejo de administración
- comisión de control

El artículo 1 LORCA constituye norma básica, no pudiendo las cajas de ahorro crear nuevos órganos, ni aun incluir al director entre ellos (FJ 15 STC 48/1988). Según expreso mandato de la Ley, todos los componentes de los órganos tienen un deber legal de ejercer sus funciones en beneficio exclusivo de los intereses de la caja — declaración legal de bucólica ingenuidad, cuando la LORCA instaura un sistema de control altamente politizado, en el cual el partido mayoritario a nivel municipal tiene garantizado el control de la caja correspondiente.

En líneas generales, el sistema de órganos diseñado por el legislador corresponde al sistema dualista, pero en el cual la asamblea designa tanto al órgano de control como al de administración. Además, el conjunto de intereses representado en la asamblea, se reproduce en líneas generales en la comisión de control y en el consejo de administración, que se conciben así como «mini-juntas». El sistema ha sido calificado como «curioso» (GARCÍA VILLAVERDE: «Los órganos de gobierno de las cajas de ahorro» en *RDBB* [1991] p. 778).

- 121 *La asamblea general* es el órgano que asume el supremo gobierno y dirección de la entidad. El número de sus miembros —denominados consejeros generales— oscila entre un mínimo de 60 y un máximo de 160. De ellos un 40 % corresponde a las Corporaciones Municipales en cuyo término tenga abierta oficinas la entidad; los impositores tienen una representación del 44 %; las personas o entidades fundadoras un 11 % y los empleados un 5 % (art. 2 LORCA; téngase en cuenta, sin embargo, el régimen especial de las cajas de ahorro fundadas por la Iglesia Católica —DA 2.ª LORCA).

El artículo 2 LORCA y sobre todo su párrafo 2.3 constituyen sin duda el nudo gordiano de toda la Ley, puesto que la distribución de consejeros generales se repite en el consejo de administración, y con ello determina toda la estructura de poder dentro de la entidad. El TC

tiene sentado que el artículo 2.3 no es norma básica, que la enumeración que contiene no es exhaustiva, pudiendo las CC.AA. añadir nuevas categorías que representen intereses sociales y colectivos (pero no personalidades de singular prestigio), y modificar libremente los porcentajes (FJ 17 STC 48/1988). En la práctica las diferencias son notables (Galicia y Cataluña, por ejemplo, solo otorgan entre un 15 % y un 25 % a los Municipios).

Los representantes de las Corporaciones Municipales son designados directamente por éstas (art. 3 LORCA, que es básico) no siendo necesario que el acuerdo refleje los criterios de proporcionalidad de las distintas fuerzas políticas que integran la Corporación local correspondiente (STS 2 de febrero 1988 RA 1158); los de los impositores son elegidos por compromisarios de entre ellos (art. 4 LORCA, que no es básico); los representantes de los fundadores son nombrados directamente por la persona o entidad fundadora (art. 5 LORCA, que es básico) y los representantes del personal se eligen mediante sistema proporcional, por los representantes legales de los empleados (art. 6 LORCA, que es parcialmente básico —FJ 20 STC 49/1988).

Los consejeros generales son nombrados por un período de cuatro años, pudiendo ser reelegidos por otro período igual y único (art. 9.1 LORCA —siendo básico el plazo de cuatro años, pero no la limitación a la reelección (FJ 22 STC 49/1988), renovándose la Asamblea por mitades (es básico que se renueve parcialmente, pero no necesariamente por mitades). Las asambleas pueden ser ordinarias y extraordinarias (art. 12.1.I —es básico), las ordinarias se celebran dos veces al año y las extraordinarias tantas veces como sean convocadas (art. 12.1.II y III —no es básico) y se les debe dar publicidad apropiada (art. 12.1.IV —básico). La constitución exige un quorum de la mayoría de sus miembros en primera convocatoria, desapareciendo esta exigencia en la segunda (art. 12.1.V —no es básico), salvo en el caso de modificación de estatutos en cuyo caso el quorum y la mayoría se refuerzan (art. 12.2.I —es básico, pero cabe exigencia adicional por la Ley autonómica).

El consejo de administración es el órgano que tiene encomendada la administración y gestión financiera, así como la obra benéfico-social de la caja de ahorros (art. 13.1 —básico). El número de sus miembros no será inferior a 13 ni superior a 17, debiendo existir en el mismo representantes de Corporaciones Municipales, impositores, personas o entidades fundadoras y personal de la caja de ahorros (art. 13.2 —parcialmente básico). El consejo es nombrado por la asamblea, manteniendo las mismas participaciones fijadas para la asamblea en el artículo 2.3 (art. 14 —parcialmente básico). Los vocales del consejo son nombrados por el plazo estatutario, que no podrá exceder de cuatro años con una única posibilidad de reelección (art. 17 —no es básico) pero su designación puede en cualquier momento ser revoca-

da *ad nutum* por la asamblea (art. 11.1 —básico). El consejo de administración nombra a su vez de entre sus miembros al presidente de la entidad, que puede o no tener funciones ejecutivas, y a un secretario (art. 20.1 —es básico). Los acuerdos se toman por mayoría de asistentes (art. 20.2.II —es básico). La responsabilidad administrativa de los consejeros está regulada específicamente en el artículo 40 LDIEC. El consejo puede crear una comisión ejecutiva con funciones delegadas, pero su composición debe respetar el principio que participe un representante por cada uno de los grupos que compongan el consejo de administración (art. 26 RD 798/1986 de 21 de marzo).

- 124 *La comisión de control* tiene por objeto cuidar que la gestión del consejo de administración se cumpla con la máxima eficacia (art. 21 —no básico). El número de miembros de la comisión se fija entre cuatro y ocho, elegidos por la asamblea general entre sus miembros que no ostenten la condición de vocales del consejo de administración, debiendo existir en la misma representantes de Corporaciones Municipales, impositores, personas o entidades fundadoras y personal (art. 22 —básico). Sus funciones —limitadas fundamentalmente a la vigilancia y la información a otros órganos— se hallan detalladas en el artículo 24 (básico).
- 125 Los acuerdos del consejo pueden ser anulados por la asamblea, cuando vulneran las disposiciones vigentes o afecten gravemente a la situación de la caja o a sus clientes; en estos casos, la comisión de control está obligada a proponer al Ministro de Economía y a la Comunidad Autónoma la suspensión del acuerdo (art. 24.1.5.º LORCA —básico; si no lo hacen incurren en responsabilidad— art. 40 LDIEC), teniendo éstas facultades para ordenarla; además debe requerir al presidente para que convoque la asamblea (art. 24.1.8.º LORCA —básico). Los acuerdos del consejo y de la asamblea pueden ser impugnados por cualquier interesado ante los Tribunales por el cauce del juicio ordinario (argumento *ex* art. 24.1.5.º *in fine* LORCA).
- 126 *El director general*, que no es un órgano, será designado por el consejo de administración entre personas con capacidad, preparación técnica y experiencia suficiente para el cargo (art. 26 —básico, aunque las leyes autonómicas pueden añadir requisitos FJ 23 STC 48/1988). La asamblea general habrá de confirmar el nombramiento. No puede existir ninguna intervención de la administración pública ni derecho de veto en la designación del Director (FJ 23 STC 48/1988).
- 127 Todos los cargos de las cajas no son remunerados, excepto el derecho a recibir dietas (¡limitadas aparentemente a 50 ptas. por sesión! —art. 2.II Estatuto 1933, que no parece derogado expresamente), con la excepción del presidente (art. 25 LORCA —básico).

i) *Altos cargos*

Las incompatibilidades y prohibiciones de los vocales de los Consejos de Administración de las cajas está regulada en el artículo 16 LORCA (básico), que incluye la prohibición de ostentar más de cuatro puestos de administrador en sociedades mercantiles o cooperativas (excepto las familiares y con un límite máximo, en todo caso, de ocho). 128

La concesión de créditos y avales a los consejeros, sus sociedades y familiares también está sometida a cautelas: se requiere acuerdo del Consejo y además de la autoridad administrativa de la Comunidad correspondiente (salvo para préstamos hipotecarios y laborales véase art. 16.2 LORCA —básico).

Diversas CC.AA. han creado sus propios Registros de Altos Cargos de las cajas de ahorros. El Registro central en el Banco de España, la notificación al cual se había declarado básica (STC 1/1982 FJ 10), ha desaparecido (al derogarse el Cap. I RD 2290/1977 por la LORCA). 129

j) *Distribución de resultados*

Las cajas, surgidas como instituciones benéfico-sociales, han ido aproximándose paulatinamente, en su forma de funcionamiento, a los bancos, pero conservan, sin embargo, su especialidad en todo lo que hace referencia a la distribución de beneficios. 130

En este sentido se consideran excedentes de libre disposición de las cajas de ahorro la diferencia entre el beneficio bruto y la previsión para impuestos, y excedentes líquidos los que resulten de deducir de los de libre disposición la parte correspondiente a la retribución de las cuotas participativas. De los excedentes líquidos, las cajas de ahorro deben destinar, en cualquier caso, a reservas o a fondos de previsión no imputables a activos específicos, un 50 % como mínimo, pudiendo los Estatutos o la asamblea fijar un porcentaje superior. Este porcentaje podrá ser reducido por el Banco de España (al ser una norma de solvencia, la competencia no es autonómica) cuando los recursos propios superen en más de un tercio a los mínimos establecidos (art. 11.4 Ley 13/1985).

El resto de los excedentes líquidos que no hayan de integrar sus reservas se destinarán a la financiación de *obras benéfico-sociales* propias o en colaboración, orientadas a la sanidad pública, la investigación, enseñanza y cultura, o a los servicios de asistencia social y cuyos beneficios deben extenderse especialmente al ámbito de actuación de la caja. Las obras benéfico-sociales tienen que ser aprobadas por la 131

asamblea y por la Comunidad correspondiente (art. 21 RD 2290/1977, básico).

k) *Apertura de oficinas y sucursales*

- 132 La materia de expansión geográfica es competencia estatal, y corresponde al Estado y no a las CC.AA., ya que traspasa el ámbito territorial de la Comunidad y afecta intereses *supra* comunitarios (STC 1/1982 FJ 11).

La regla general en esta materia es idéntica para bancos y cajas, e implica la libertad de apertura de oficinas en territorio nacional, salvo que la entidad se halle en incumplimiento del coeficiente de recursos propios (art. 7.1 RD 1370/1985 de 1 de agosto y art. 11.3 Ley 13/1985). Esto no obstante, la apertura de oficinas por las cajas de ahorro fuera del territorio de la Comunidad Autónoma en la que tenga su sede central podrá quedar sometida hasta el 31 de diciembre de 1992 a las limitaciones que imponga el Ministerio de Economía y Hacienda (art. 7.4 RD 1370/1985), cosa que no ha tenido lugar, rigiendo pues también aquí el principio de liberalización (conforme SANTAMARÍA: op. cit. p. 648).

- 133 El régimen para la apertura de *oficinas y sucursales en el extranjero* es el mismo que para la banca (véase art. 7.4 RD 1370/1985).

l) *Disolución y liquidación*

- 134 El acuerdo de disolución de una caja debe de adoptarse por su asamblea general, con el quorum y la mayoría reforzada del artículo 12.2 LORCA (básico, pero sujeto a incremento por la normativa autonómica). La disolución puede quedar sujeta a autorización de la Comunidad correspondiente, previsión bastante frecuente en las normas autonómicas (lo que es constitucional FJ 13 STC 48/1988). La Comunidad puede nombrar un órgano de control del proceso liquidatorio (STC *ibidem*), a no ser que el Ministro de Economía y Hacienda decida intervenir la entidad, en cuyo caso prevalecerá esta medida (art. 38 LDIEC, básico).

No existe normativa estatal sobre la disolución y liquidación de cajas, habiéndose derogado en esta materia el Estatuto de 1929 por la LDIEC (excepto los arts. 140-3 Estatuto 1929, que son totalmente inocuos). La normativa de las CC.AA. prevé en general la aplicación subsidiaria de sus propias leyes en materia de fundaciones.

G) RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

a) *Concepto*

El *movimiento cooperativo*, basado en el principio de asociación voluntaria para la prestación de servicios en provecho exclusivo de los socios, se desarrolla en el ámbito financiero a través de dos instituciones: 135

- las secciones de crédito de las cooperativas ordinarias, que únicamente pueden realizar operaciones activas y pasivas con sus propios socios (art. 117 LCoop.) y cuya consideración como entidad de crédito es dudosa (no la considera como tal la Ley Catalana 1/1985 de 14 de enero que las regula);
- las cooperativas de crédito, de gran tradición en otros países (Alemania, Francia), pero de escasa importancia en España (salvo en el ámbito rural, y en ciertos focos de actividad cooperativa como Mondragón).

Las cooperativas de crédito son sociedades cooperativas con personalidad jurídica propia, cuyo objeto social es servir a las necesidades financieras de sus socios y de terceros mediante el ejercicio de las actividades propias de las entidades de crédito. El número de sus socios es ilimitado y la responsabilidad de los mismos por las deudas sociales alcanza únicamente el valor de sus aportaciones (art. 1 LCoopC).

Sólo las cooperativas de crédito cuyo objeto principal consista en la prestación de servicios en el medio rural pueden utilizar, conjuntamente o por separado de la denominación cooperativa de crédito, la expresión *caja rural* (art. 31). El término «Crédito Agrícola» está reservado al Grupo Asociado Banco de Crédito Agrícola, Cajas Rurales Asociadas, una asociación entre dicho banco y ciertas cajas rurales, con capacidad de obrar, pero sin personalidad jurídica (DA LCoopC). 136

b) *Regulación legal*

La normativa estatal está constituida por la LCoopC (Ley 13/1989 de 26 de mayo), una Ley dictada después de las STC 48 y 49/1988, que define la normativa básica, de acuerdo con la competencia que al Estado le otorga el artículo 149.1.11.ª CE. La Ley, que ha derogado toda la normativa anterior, incluye unas pocas disposiciones no básicas, con la finalidad de dar unas normas supletorias que se apliquen en defecto de legislación autonómica (normas calificadas como «muy insatisfactorias por su carácter brevísimo, antiooperativo, insustancial e incompleto» VICENT CHULIÀ: *Compendio crítico de Derecho Mercantil* 137

[1991], I, 2.º, p. 1017). La normativa general de cooperativas, y en especial la LCoop (Ley 3/1987 de 2 de abril) también tiene carácter supletorio (ver art. 2 LCoopC). De gran importancia es también la Ley 20/1990, sobre régimen fiscal de las cooperativas, que además ha modificado ciertos artículos de la LCoopC.

138 *Competencia de las CC.AA.*: las CC.AA. tienen competencia en la materia en virtud de un doble título:

- por un lado, todas las CC.AA. [excepto, por razones de difícil inteligencia, Murcia — art. 11.c) EMur] tienen la competencia exclusiva sobre las instituciones de crédito cooperativo (al que varios Estatutos, por error denominan «crédito corporativo»). Esta competencia, sin embargo, está matizada por la expresa exigencia de que se ejerza en el marco de la legislación básica del Estado en materia de crédito y planificación económica [excepto en el caso del Estatuto de Castilla-La Mancha que en su art. 31.k) omite esta exigencia, lo que en todo caso es irrelevante, en virtud de los arts. 149.1.11.ª y 13.ª CE];
- en segundo lugar, una serie de CC.AA. tienen competencia exclusiva en materia de sociedades cooperativas, concepto que engloba también las de crédito. Aquí la situación es aún más compleja, pues ciertas CC.AA. tienen competencia exclusiva (País Vasco, Cataluña, Andalucía, Valencia), pero sometida a la expresa limitación de respetar la legislación mercantil estatal. Otras CC.AA. tienen en cambio competencias de desarrollo legislativo y ejecución (Galicia), mientras que existe finalmente un grupo de Comunidades que carece de toda competencia en esta materia. Como es sabido, existen numerosas leyes autonómicas en materia de cooperativas, que regulan expresamente las de crédito al referirse a las diversas clases de cooperativas (así p.e. la Ley vasca 1/1982 de 11 de febrero; la Ley catalana 4/1983 de 9 de marzo; la Ley andaluza 2/1985 de 2 de mayo; la Ley foral navarra 12/1989 de 3 de julio ...), existiendo también normas reglamentarias de desarrollo. Es de resaltar que las normas autonómicas presentan divergencias importantes en puntos tales como calificación (es decir, autorización para su constitución) o actividades permitidas con no socios. En resumidas cuentas, puede concluirse que en el ámbito del crédito cooperativo, y con la excepción de Murcia, las competencias de ciertas CC.AA. son aún más extensas, pues a la competencia genérica sobre instituciones de crédito cooperativo, añaden la referida a las sociedades cooperativas en general.

139 *Delimitación de competencias*: el criterio delimitador de las competencias entre las diferentes CC.AA. es, en materia de cooperativas de crédito, diferente al establecido para las cajas. Mientras en éstas la jurisprudencia del TC (FJ 34 STC 49/1988) ha establecido que el

domicilio decide la competencia, con independencia del lugar donde se realice la actividad, en las cooperativas de crédito el criterio es exactamente el opuesto: con independencia de cuál sea el domicilio de la cooperativa, corresponden al Estado todas las competencias de aquellas cooperativas cuyo ámbito de actuación rebasa los límites de la Comunidad Autónoma (STC 44/1984 de 27 de marzo, referida a la Caja Laboral Popular, Sociedad Cooperativa de Crédito Ltda.). No es fácil justificar por qué el TC aplica a entidades de crédito análogas criterios de atribución de competencias radicalmente opuestos, que no hacen más que enturbiar un área de por sí oscura. Piénsese además, que la atribución de competencias en favor de las CC.AA., es más amplia en materia de cooperativas que de cajas, lo que hace aún más incomprensible la adscripción al Estado de las cooperativas supracomunitarias. Únicamente criterios de oportunidad política, pero nunca criterios jurídicos, pueden justificar este resultado.

La normativa de las diferentes CC.AA. ha aceptado el criterio jurisprudencial de atribución de competencias, declarando que sus respectivas leyes sólo se aplican a entidades que realicen su actividad típica en la Comunidad, sin perjuicio de que se puedan realizar fuera ciertas actividades instrumentales. (Ni decir tiene que, redactadas así las normas autonómicas, se crea una insoportable inseguridad jurídica en cuanto al estatuto personal de las cooperativas con ciertas actividades fuera de su comunidad de origen).

c) *Naturaleza jurídica*

Las cooperativas de crédito están sometidas, como consecuencia 140 de su consideración como entidad de crédito, al *estatuto jurídico de empresarios*, naturaleza que ya las atribuyó el C.Com. al establecer *expressis verbis* que «las cooperativas de crédito ... se considerarán mercantiles, y quedarán sujetas a las disposiciones de este Código, cuando se dedicaren a actos de comercio extraños a la mutualidad», lo que es el caso, ya que pueden realizar toda clase de operaciones pasivas y la mitad de las activas con no socios (art. 4 LCoopC.). En consecuencia, las cooperativas de crédito pueden suspender pagos y quebrar (con independencia de que lo prevea el art. 115 LCoop), quedan sujetas a las normas contables comunes de los comerciantes (véase art. 11 LCoopC), y reúnen el requisito subjetivo de comerciante en aquellos contratos mercantiles que lo precisan.

Ámbito de actuación: las cooperativas de crédito pueden realizar 141 toda clase de operaciones activas, pasivas y de servicios permitidas a otras entidades de crédito —su ámbito coincide pues con el de bancos y cajas de ahorro. Las operaciones pasivas pueden ser realizadas tanto con socios como con no socios. Las operaciones activas siguientes tampoco están sujetas a limitaciones algunas:

- colocación de depósitos en el mercado interbancario
- adquisición de valores de renta fija
- operaciones activas con socios de cooperativas asociadas.

En cuanto a las restantes operaciones activas —en especial las de préstamo— las cooperativas de crédito las pueden realizar tanto con socios como con no socios, con la limitación que las operaciones con no socios no pueden suponer más del 50 % de los recursos totales de la entidad (deducida la parte dedicada a las operaciones libres mencionadas) (art. 4 LCoopC —básico).

d) *Requisitos de constitución*

- 142 Los *requisitos de constitución* de una cooperativa de crédito varían según se trate de crear una entidad que vaya a realizar su actividad dentro de una Comunidad Autónoma (excepto Murcia), en cuyo caso será de aplicación la LCoopC, y subsidiariamente la normativa de la Comunidad, correspondiendo a ésta la facultad de autorizar —o que la actividad prevista dentro del objeto social desborde las fronteras de la Comunidad— en cuyo caso será de aplicación la LCoopC y la LCoop estatal y las facultades corresponderán al Ministro de Economía y Hacienda.

Los requisitos fundamentales son los siguientes:

- en primer lugar debe formarse un grupo promotor, constituido al menos por cinco personas jurídicas, con dos años de antigüedad, o —alternativamente— por 150 personas físicas (art. 5 LCoopC, básico, salvo las cifras; existen reglas especiales para las cajas rurales); se exige además que las personas jurídicas que no sean cooperativas no tengan más del 50 % del capital, y que ninguna persona jurídica tenga más del 20 % y física más del 2,5 % del capital (art. 7.3 LCoopC —básico);
- el capital mínimo de las cooperativas de crédito dependerá del número de habitantes donde radique su sede social, y está pendiente de desarrollo reglamentario (art. 6 LCoopC; derogado el art. 2 RD 2860/1978 de 3 de noviembre existe un vacío legal en materia de capital mínimo). Para operar en municipios con mayor número de habitantes hace falta ampliar el capital y modificar el ámbito territorial recogido en sus estatutos (art. 6.2 LCoopC);
- la autorización de la solicitud corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, sin que haga falta informe del Banco de España (comparar art. 5 LCoopC y art. 43.1 LDIEC; la norma especial posterior deroga a la general anterior) o a la autoridad de la Comunidad correspondiente (cfr. art. 43.5 LDIEC). Dado que el

artículo 5 LCoopC no establece criterios discrecionales de denegación (a diferencia de los RD 1144/1988 y 1838/1975, que regulan la creación de bancos y cajas) parece que la autorización es reglada.

La constitución de la cooperativa exige además la calificación de los estatutos por el registro de cooperativas (estatal o autonómico, siempre que la normativa autonómica lo exija), y puede hacerse antes o después de otorgada la escritura pública de constitución (véase arts. 13 y 20 LCoop);

- constituida la cooperativa de crédito mediante escritura pública, se inscribirá en el registro de cooperativas correspondiente (lo que le atribuye personalidad jurídica —art. 5.2 LCoopC), en el Registro del Banco de España (lo que le permite actuar en el mercado de crédito (art. 43.5 LDIEC) y en el Registro Mercantil (art. 16.1.3 C.Com. y art. 218 RRM).

No se prevén en la legislación estatal *limitaciones de actividad* en los primeros ejercicios, aunque nada impide que la normativa de las CC.AA. las creen [la prohibición de distribución de beneficios en los primeros años prevista en el art. 8.3. a) LCoopC ha desaparecido tras la reforma realizada por la Ley 20/1990]. 143

e) *Modificación de estatutos*

La legislación estatal no prevé ninguna regla especial y por lo tanto no se precisa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. La inscripción de la modificación en el registro de cooperativas exigirá la correspondiente calificación. No parece haber inconveniente para que las CC.AA. exijan autorización administrativa para este supuesto. 144

f) *Ampliación y reducción de capital*

Uno de los principios fundamentales de toda sociedad cooperativa es el de libre adhesión y baja voluntaria (principio que varias legislaciones autonómicas mencionan expresamente). En el caso de cooperativas de crédito este principio presenta varios problemas. La LCoopC intenta mitigarlos incorporando el derecho a un título nominativo con valor no inferior a 10.000 pesetas (art. 7 LCoopC —básico, excepto la cifra), similar a la acción, que facilite la transmisión entre socios que quieran salir y otros que quieran entrar. Con independencia de la anterior posibilidad en materia de entrada de socios rige la normativa cooperativa general y su principio de «puertas abiertas»; en materia de salida, se permite el reembolso de participaciones a los socios, excepto si como consecuencia de la reducción de capital se viola la normativa en materia de solvencia que afecta a las entidades 145

de crédito (art. 7.4.I básico). La LCoopC no exige autorización administrativa para las ampliaciones o reducciones de capital.

g) *Fusión*

- 146 La fusión y escisión de cooperativas está ampliamente regulada en los artículos 94 y ss. LCoop y en la normativa de las CC.AA. La LCoopC exige autorización administrativa para las fusiones y escisiones (art. 10.I —básico) —siendo aplicable, a falta de norma específica, lo dicho en materia de constitución de cooperativas de crédito.

h) *Organos rectores*

- 147 Los órganos rectores de las cooperativas de crédito son la asamblea general y el consejo rector (art. 9.1 LCoopC —básico). En la asamblea general cada socio tiene un voto (incluso si el valor nominal de su participación se ha perdido íntegramente por pérdidas —art. 7.2 LCoopC— básico; esta regla reproduce el tradicional principio cooperativo «un socio, un voto»). No obstante, si los estatutos lo prevén, el voto de los socios podrá ser proporcional a sus aportaciones en el capital social (art. 9.2 LCoopC —básico).

El consejo rector es nombrado por la asamblea general. Corresponde al consejo rector la designación, contratación y destitución del director general (art. 9.4 LCoopC —básico). En lo demás, la LCoopC deja total libertad a las CC.AA. para regular el funcionamiento interno de las cooperativas de crédito —compárese esto con la prolija regulación de la LORCA en materia de cajas, y se verá que la filosofía de la LCoopC es la opuesta, y mucho más respetuosa con las competencias autonómicas. En esta diferente configuración sin duda ha influido las divergencias en las normas de conflicto, que en todo caso atribuyen al Estado el control de las grandes cooperativas de crédito, y que el sector del crédito cooperativo en todo caso tenga una importancia económica muy inferior al de las cajas.

i) *Altos cargos*

- 148 Las incompatibilidades y prohibiciones de los consejeros y directores generales de las cooperativas se hallan desarrollados en el artículo 9.8 LCoopC (básico). Son mucho menos estrictas que en otras entidades de crédito (la prohibición de ostentar cuatro puestos de consejero se limita a otras entidades de crédito; no existen restricciones al otorgamiento de créditos o avales en favor de los altos cargos, precisamente porque el objeto de las cooperativas es realizar operaciones con sus socios).

Los altos cargos deben inscribirse, antes de la toma de posesión de sus cargos, en el Registro de Altos Cargos de cooperativas que se lleva en el Banco de España (art. 9.9 LCoopC —básico). Las CC.AA. pueden crear sus propios Registros.

j) *Distribución de resultados*

Los beneficios del ejercicio se destinarán a cubrir pérdidas de ejercicios anteriores, si las hubiera y no hubieran sido absorbidas con cargo a recursos propios. Del beneficio restante se destinará el 20 %, como mínimo, a la dotación del fondo de reserva obligatorio. Adicionalmente, un 10 % debe destinarse a la dotación del fondo de educación y promoción. El resto estará a disposición de la asamblea general que podrá distribuirlo entre los socios o dotar el fondo de reserva voluntario, que sólo será repartible previa autorización de la autoridad supervisora, y si se cumple el coeficiente de solvencia (art. 8.3 LCoopC —básico). La distribución de beneficios queda igualmente limitada y sujeta a autorización del Banco de España en el caso de insuficiencia de recursos propios (art. 11.1 Ley 13/1985). 149

k) *Apertura de oficinas*

Las cooperativas de crédito están sujetas en esta materia, que es competencia estatal (argumento *ex* STC 1/1982 FJ 11), a la misma normativa que los bancos (que establece prácticamente una total libertad —ver *supra*). Téngase en cuenta, sin embargo, que la apertura de oficinas fuera de la Comunidad de domicilio conlleva la transferencia de las competencias al Estado, lo que exigirá al menos la calificación de los estatutos y su inscripción en el Registro de cooperativas estatal (este es el supuesto de hecho que dió lugar a la STC 44/1984). No parece, en cambio, que haga falta autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. 150

l) *Disolución y liquidación*

La LCoopC únicamente establece una regla en esta materia: si las pérdidas hace que los recursos propios disminuyan por debajo del mínimo legal establecido, la cooperativa de crédito debe disolverse (art. 8.2 LCoopC —básico). Por lo demás, no se exige autorización administrativa, y rige la normativa general de cooperativas, estatal o autonómica. 151

H) RÉGIMEN ESPECIAL DE LAS ENTIDADES
DE CRÉDITO DE ÁMBITO OPERATIVO LIMITADO

a) *Concepto*

- 152 El *concepto* de entidad de crédito de ámbito operativo limitado es novedoso, pues aparece por primera vez en el RD 771/1989 de 23 de junio. Con anterioridad a este Real Decreto diversas normas regulaban aspectos concretos de las entidades que forman este grupo, esto es, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero y las SMMD's.

El concepto se formó en dos etapas: el artículo 1 RDLeg 1298/1986 de 28 de junio, ya incluyó en el concepto de establecimiento de crédito a las sociedades de crédito hipotecario y a las entidades de financiación. Por su parte el artículo 39 LDIEC, que modificó el artículo 1 del RDLeg 1298/1986, añadió las otras dos entidades de este tipo: las sociedades de arrendamiento financiero y las SMMD's.

Para delimitar el concepto de entidad de crédito de ámbito operativo limitado es preciso examinar aquellas operaciones activas y pasivas que pueden realizar y que las separan de las entidades de carácter universal, al mismo tiempo que diferencian unas entidades de crédito de ámbito operativo limitado de otras.

- 153 (i) *Operaciones pasivas*: como toda entidad de crédito las de ámbito operativo limitado son empresas que tienen como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos en operaciones de análoga naturaleza (art. 39 LDIEC). Sin embargo, la DA 6 LDIEC limita el ámbito de actuación de estas entidades, al señalar que las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero y las sociedades de crédito hipotecario no podrán recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas, a la vista, por plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determine por el Ministro de Economía y Hacienda. Esta limitación es de aplicación igualmente a las SMMD's, salvo en materia de operaciones de cesión temporal de activos. Por su parte la OM de 8 de febrero de 1991 ha fijado el plazo mínimo en un año (art. 1), exceptuando a las SMMD's por lo que respecta a la cesión temporal de activos financieros (art. 2) y aclara (art. 3) que el plazo de un año no se entenderá aplicable a las siguientes operaciones:

— La entrega de fondos por entidades de crédito, entidades aseguradoras, sociedades de garantía recíproca, fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva y sociedades y agencias de valores

(dentro de los límites que les impone su propio estatuto —art. 21.2 RD 276/1989 de 22 de marzo).

- La apertura de cuentas acreedoras, accesorias a las operaciones propias del objeto social de las entidades de ámbito operativo limitado, siempre que tengan por exclusiva finalidad canalizar fondos transitorios asociados directamente a la ejecución de esas operaciones.
- Las consistentes en captación de fondos por medio de valores, siempre que se emitan cumpliendo los requisitos previstos en el Título III de la LMV, y no se produzca la amortización anticipada o la recompra de los valores por la entidad emisora en fecha anterior a la de su vencimiento.

Todas estas operaciones deben ser comunicadas al Banco de España (art. 4).

(ii) *Operaciones activas*: otra nota que delimita el concepto común de entidad de crédito de ámbito operativo limitado se encuentra en la restricción de las operaciones activas que legalmente están autorizadas a realizar. Como ya se dijo no existe impedimento para que la banca pública o privada, —bancos, cajas y cooperativas de crédito— aparte de dedicarse a su actividad típica, se dediquen a cualquier otra actividad de lícito comercio, incluidas aquellas actividades propias de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado. Estas últimas, sin embargo, tienen (como su propia denominación legal indica) un ámbito operativo limitado, o lo que es lo mismo un objeto social exclusivo pero no excluyente. 154

Su campo de actividad exclusivo les impide dedicarse a cualquier actividad que no les sea propia (art. 3. 5.º RD 896/1977 de 28 de marzo, de régimen jurídico de las entidades de financiación, art. 3.1 de la Ley 2/1981 de 23 de marzo, del mercado hipotecario, DA 7.º LDIEC, reguladora de las entidades de arrendamiento financiero y art. 1.1.II RD 771/1989 de 23 de junio, para las SMMD's). La misma conclusión se extrae del análisis de la LDIEC que, como más adelante veremos, tipifica entre las faltas muy graves el ejercicio de actividades ajenas al objeto exclusivo legalmente determinado, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado, en cuyo caso sería infracción grave.

El carácter exclusivo de su objeto no es genérico sino que afecta a cada uno de los tipos de entidades que componen la categoría frente a las otras. De esta forma, por ejemplo, una entidad de financiación no se podrá dedicar a las actividades propias de una sociedad de crédito hipotecario y viceversa. Es preciso, por tanto, descender un peldaño más y analizar el objeto social típico, exclusivo, pero no 155

excluyente, de cada una de las clases que componen la categoría de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado.

b) *Clases*

- 156 *Entidades de financiación:* el régimen jurídico de las entidades de financiación se ha desarrollado en un proceso legislativo largo, comenzando con la Base 10.ª Ley 2/1962, de 14 de abril, sobre Ordenación del Crédito y la Banca, que estableció la creación de entidades específicas para la financiación de operaciones de ventas a plazos de bienes de equipo industrial y agrícola y de consumo duradero. Esta Ley dió lugar a la promulgación del DL 57/1962, de 27 de diciembre, sobre creación de entidades de financiación de ventas a plazos, dejando al margen otros tipos o clases de entidades de financiación. Por su parte, la LVPBM de 1965 se limitó a contemplar desde un prisma puramente sustantivo las ventas a plazos de bienes muebles sin contener una regulación de las entidades de financiación. Tal regulación vendría de la mano del RDL 15/1977, de 25 de febrero, sobre Medidas Fiscales Financieras y de Inversión Pública, que facultó al Gobierno para que regulara el régimen de las entidades de financiación. Así se promulgó el RD 896/1977, de 28 de marzo, sobre Régimen de las Entidades de Financiación, desarrollado por la OM 14 de febrero de 1978.

El RD 896/1977 y las Ordenes Ministeriales que lo desarrollaron han sido derogados, en gran medida, por la LDIEC, que establece un estricto régimen de supervisión de estas entidades a la vez que se extiende a las mismas el régimen sancionador común a todas las entidades de crédito.

Finalmente, el RD 771/1989 de 23 de junio, sobre creación de entidades de ámbito operativo limitado, extiende a las entidades de financiación la regulación prevista por el RD 1144/1988, de 30 de octubre, sobre creación de bancos privados, con algunas salvedades y el RD 1044/1989, de 29 de julio, sobre recursos propios de entidades de crédito distintas a las de depósito, somete a las entidades de financiación al coeficiente selectivo de recursos propios establecido en el art. 2 del RD 1370/1985, de 1 de agosto y a lo establecido en el RD 1371/1985, por el que se regula la consolidación de los estados contables de las entidades de depósito.

- 157 El artículo 1 OM 19 de junio de 1979 se refiere al *objeto social* de las entidades de financiación, que únicamente puede incluir las siguientes actividades:

(i) *Primera:* la concesión de préstamos o créditos de financiación a comprador o a vendedor destinados a facilitar la adquisición a plazos de los bienes corporales no consumibles que se regulan en la LVPBM.

(ii) *Segunda*: la concesión de préstamos o de créditos a comprador o a vendedor destinados a la financiación de la adquisición a plazos de toda clase de bienes no comprendidos en el apartado anterior.

(iii) *Tercera*: la concesión de préstamos o de créditos destinados a la financiación de cualquiera de las partes contratantes en la ejecución de obras, servicios y suministros.

(iv) *Cuarta*: el descuento y la negociación de efectos de comercio que traigan causa o instrumenten algunas de las operaciones comerciales mencionadas en los apartados anteriores.

Deben excluirse de este apartado las operaciones de crédito financiero que entran dentro del objeto de las entidades de crédito universales o generales.

(v) *Quinta*: la gestión de cobro de créditos en comisión de cobranza o en su propio nombre como cesionaria de tales créditos, así como el anticipo de fondos sobre los créditos del que resulte cesionario, cualquiera que sea el documento en que se instrumenten.

Este apartado está dedicado a un subgrupo de las entidades de financiación: las entidades de «factoring», cuyo objeto principal, según la OM 13 de mayo de 1981, es la gestión de cobro de créditos en comisión de cobranza en su propio nombre, o como cesionarias de tales créditos, con asunción de los riesgos de insolvencia de los mismos. Como actividades directamente relacionadas con las anteriores se incluyen las de investigación y clasificación de la clientela, contabilización de deudores y en general la realización de operaciones que tiendan a favorecer la seguridad y la financiación de los créditos nacidos en el tráfico mercantil nacional e internacional.

(vi) *Sexta*: la prestación de avales y garantías que afiancen frente a terceros el cumplimiento de las operaciones anteriores.

Concluye el artículo 1 OM 16 de junio de 1979 refiriéndose a «todos los servicios y operaciones directamente derivados de las anteriores operaciones», lo que no comporta, como a primera vista pudiera parecer, una apertura del objeto social exclusivo de las entidades de financiación pues se refiere a aquellas operaciones que se deriven de las tipificadas en forma «directa».

Entidades de arrendamiento financiero: el llamado contrato de «leasing» y las entidades que lo promueven, las entidades de arrendamiento financiero (conocidas también en la práctica como entidades de leasing, aunque este concepto no es utilizado en la normativa), no han sido objeto de una regulación legal sistemática. Solo de forma indirecta y con el propósito de regular aspectos parciales han sido objeto de la atención del legislador. La regulación del arrendamiento financiero se inició por el RDL 15/1977, de 25 de febrero, a su vez derogado por

la LDIEC que reconoce, por vez primera, el carácter de entidades de crédito de las entidades de leasing, sometiéndolas en consecuencia a la supervisión del Banco de España y a la normativa sancionadora que en la misma se establece. Posteriormente se dictó el RD 771/1989, que reguló la creación, entre otras entidades, de las de arrendamiento financiero, y el RD 1044/1989 de 28 de octubre que las sometió al coeficiente de solvencia propio de las entidades de depósito.

El objeto social de las entidades de leasing debe ceñirse a la realización de operaciones de arrendamiento financiero, entendiéndose por tales según la DA 7 de la LDIEC aquellos «contratos que tengan por objeto exclusivo la cesión del uso de bienes muebles o inmuebles, adquiridos para dicha finalidad según las especificaciones del futuro usuario, a cambio de una contraprestación consistente en el abono periódico de las cuotas a las que se refiere el número 2 de esta disposición. Los bienes objeto de cesión habrán de quedar afectados por el usuario únicamente a sus explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, artesanales, de servicios o profesionales. El contrato de arrendamiento financiero incluirá necesariamente una opción de compra, a un término, en favor del usuario» (sobre dicho contrato, ver Cap. VI *infra*).

- 159 *Sociedades de Crédito Hipotecario*: las sociedades de crédito hipotecario están reguladas por la Ley 2/1981, de 23 de marzo, de Regulación básica del Mercado Hipotecario (LMH) y por el RD 685/1982, de 17 de marzo (RMH), varias veces modificado.

Las sociedades de crédito hipotecario tienen como objeto exclusivo, entre las operaciones de activo, la concesión de créditos y avales hipotecarios para la financiación de la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos, industriales y comerciales y cualquier otra obra o actividad. Entre las operaciones de pasivo las sociedades de crédito hipotecario pueden emitir títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) cuyas características se estudian en el Cap. IX.9 *infra*. Además podrán abrir cuentas de depósito a largo plazo y de ahorro vinculado. En este caso el importe del crédito que estas sociedades otorguen guardará relación con el tiempo transcurrido desde la constitución del ahorro vinculado. Finalmente el RMH permite a las sociedades de crédito hipotecario que realicen las operaciones accesorias o complementarias de las anteriores, siempre que sean estrictamente necesarias para conseguir su objeto social.

- 160 *Sociedades Mediadoras del Mercado del Dinero*: el origen de las SMMD's se encuentra en las Ordenes Ministeriales de 12 de diciembre y 30 de diciembre de 1980, que facultaron a estas sociedades a

participar en el mercado secundario de Bonos del Tesoro y a concurrir al mercado interbancario. Por su parte, el Acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 9 de enero de 1981 estableció un conjunto de normas específicas por las que habrían de regirse. Dicha norma fue modificada más tarde por otro Acuerdo del mismo Consejo de 26 de marzo de 1981, elaborándose un texto refundido el 7 de febrero de 1985. Las SMMD's tienen como objetivo colaborar en la creación de mercados secundarios amplios, proporcionar liquidez a las entidades crediticias, y cooperar en la ejecución de la política monetaria. A efectos comparativos, los modelos que pueden considerarse como precedentes históricos son, por una parte, los llamados «dealers» de los Estados Unidos y Canadá y, por otra parte, las denominadas «discount houses» británicas y francesas. Las SMMD's son consideradas entidades de crédito de ámbito operativo limitado por la LDIEC estableciendo el artículo 1.1. c) del RD 771/1989 que su objeto social consiste en la intermediación financiera en los mercados monetarios, interbancarios y, de acuerdo con lo previsto en los artículos 58 y 76 LMV, en el mercado de deuda pública en anotaciones. En relación con este mercado pueden ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como entidades gestoras, pueden recibir órdenes de inversores españoles o extranjeros relativas a la suscripción o negociación de deuda pública, mediar en su colocación y actuar, por cuenta de sus titulares, como administradores de deuda pública. Finalmente, pueden ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones de moneda extranjera derivada de las restantes actividades que le están permitidas. En la actualidad la aparición de nuevas instituciones que pueden realizar las mismas funciones que las SMMD's, principalmente las sociedades y agencias de valores, han provocado su práctica desaparición.

c) *Régimen jurídico*

La creación y funcionamiento de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado está sujeta a ciertas normas especiales contenidas en el RD 717/1989, de 23 de junio, que se remite, en lo esencial, al régimen común para las entidades de crédito contenido en el RD 1144/1988, de 30 de octubre, a la vez que contiene ciertas particularidades para algunas entidades de crédito de ámbito operativo limitado. 161

(i) *Requisitos de constitución:* son requisitos necesarios para poder obtener y conservar la autorización de entidad de financiación, entidad de arrendamiento financiero, sociedad de crédito hipotecario o SMMD, según sea el caso, los siguientes: 162

— Revestir la forma de sociedad anónima constituida mediante el procedimiento de fundación simultánea.

- Tener un capital social mínimo totalmente suscrito y desembolsado representado por acciones nominativas de (i) 750 millones de pesetas para las SMMD's (ii) 500 millones de pesetas para las sociedades de crédito hipotecario y sociedades de arrendamiento financiero, y (iii) 300 millones de pesetas para las entidades de financiación.
- Limitar estatutariamente el objeto social, según las normas que regulan cada entidad como ya se ha examinado.
- No reservar a los fundadores ventaja o remuneración especial alguna.
- En su denominación social deberán hacer constar junto a su razón social la expresión «Sociedad de Crédito Hipotecario», «Entidad de Financiación», «Sociedad de Arrendamiento Financiero» o «Sociedad Mediadora del Mercado de Dinero», según sea el caso.
- Contar con un Consejo de Administración formado por, al menos, tres miembros de reconocida honorabilidad comercial y profesional debiendo poseer, al menos la mayoría, conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. Poseen conocimientos y experiencia adecuados quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras administraciones públicas o privadas de dimensión análoga a la de la entidad que se pretenda crear.

- 163 La *solicitud de autorización* de una entidad de crédito de ámbito operativo limitado sigue el mismo procedimiento que las de los bancos privados. Por tanto, debe presentarse en la DGTPF, acompañada de una serie de documentos por duplicado, debiéndose justificar asimismo la constitución de un depósito en el Banco de España, en metálico o en valores, equivalente al 20 % del capital social mínimo que para cada entidad se establece legalmente.

No obstante, se acortan los plazos de resolución del expediente por el Ministro de Economía y Hacienda, concediéndose tres meses para su resolución desde la presentación de la solicitud en la DGTPF y, en todo caso, antes de los seis meses. Cumplidos los requisitos legalmente establecidos, no existe discrecionalidad administrativa, y la autorización debe ser concedida.

Tras la obtención de la autorización deberá procederse a la constitución de la entidad y a su inscripción en el Registro Mercantil, así como en el registro administrativo especial que para cada tipo de entidad de crédito de ámbito operativo limitado se lleva en el Banco de España.

Al igual que los bancos privados, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado están sometidas a ciertas *limitaciones* que afectan a sus primeros ejercicios, pero se reducen los plazos de tales limitaciones. 164

Hasta el término del segundo ejercicio anual completo de actividad de estas entidades están sujetas a las siguientes limitaciones:

- No podrán distribuir dividendos.
- No podrán abrir más de tres oficinas, incluida la central, sin autorización del Banco de España.
- La transmisibilidad *inter vivos* de las acciones y su gravamen o pignoración estarán condicionados a la previa autorización del Banco de España, debiendo constar esta limitación en los estatutos de la sociedad. También será precisa dicha autorización para la suscripción de nuevas acciones por los socios no fundadores, cuando su importe, unido al que con anterioridad posean, exceda del 5 % del capital social de la entidad.

Además, durante los cinco primeros años a partir del inicio de sus actividades, las actividades de la entidad en relación con el mercado de valores no podrán constituir la actividad exclusiva de aquélla.

(ii) *Modificación de estatutos en general*: se aplica el artículo 1.4 RD 1144/1988 y, por tanto, la modificación de los estatutos sociales de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado requiere la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, e inscripción en el Registro Mercantil y en el registro especial del Banco de España establecido para cada tipo de entidad. Al igual que los bancos privados, el plazo para resolver la solicitud de autorización de modificación es de tres meses, funcionando el silencio positivo. También están exentos de este trámite ciertas modificaciones estatutarias de menor importancia, que no obstante deberán ser comunicadas al Banco de España. 165

(iii) *Ampliación y reducción de capital*: los aumentos de capital de entidades de crédito de ámbito operativo limitado no requieren autorización administrativa, exigiéndose, sin embargo, autorización del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, en los casos de reducción del capital por aplicación del artículo 1.4 del RD 1144/1988, al que se remite el RD 771/1989. 166

(iv) *Fusión*: la fusión de entidades de crédito de ámbito operativo limitado no requiere autorización, a diferencia de lo que ocurre cuando la fusión es entre bancos, que sí requiere autorización del Ministro de Economía y Hacienda según el artículo 45.c) LOB. No obstante, en la medida en que la fusión implique modificación de estatutos, será 167

necesaria autorización del Ministro de Economía y Hacienda previo informe del Banco de España.

- 168 (v) *Adquisición de participaciones*: sin perjuicio de las limitaciones que se establecen a la adquisición de acciones de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado durante sus primeros ejercicios, es de aplicación la DA 2.ª LDIEC, que obliga a informar al Banco de España sobre la composición del accionariado o las alteraciones que se produzcan en el mismo. Tal información comprenderá la relativa a la participación de otras entidades de crédito, nacionales o extranjeras en su capital y, viceversa, la participación de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado en el capital de otras entidades de crédito.

Además, es de aplicación la obligación de todo socio de comunicar al Banco de España la adquisición de participaciones superiores al 5 %, así como las sanciones administrativas y mercantiles establecidas para los supuestos de incumplimiento de esta obligación (ver *in extenso supra*). No es de aplicación el artículo 48 LOB (modificado por la DA 3.ª LDIEC), que requiere la autorización del Banco de España para la adquisición de participaciones superiores al 15 %, pues esta disposición sólo se aplica a bancos.

- 169 (vi) *Sucursales de entidades extranjeras*: las entidades extranjeras pueden abrir en España sucursales que se dediquen al desarrollo de alguna de las actividades permitidas a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, con la autorización del Ministro de Economía y Hacienda previo informe del Banco de España. El artículo 2 RD 771/1989 se remite a lo dispuesto para los bancos privados en el artículo 8 RD 1144/1988 que será de aplicación, con las siguientes particularidades:

- Las sucursales deberán desarrollar las actividades correspondientes a una sola clase de entidad de crédito de ámbito operativo limitado, quedando sometidas a la normativa aplicable en España a dicha entidad. Deberán inscribirse en el registro especial correspondiente del Banco de España y deberán hacer figurar junto a su denominación social, la expresión «Entidad de Crédito Hipotecario», «Entidad de Financiación», o «Entidad de Mediación en el Mercado de Dinero», según proceda.
- La dotación mínima de capital de la sucursal será la prevista como capital social mínimo para la entidad de que se trate.
- La experiencia mínima exigida a los Directores Generales y asimilados será de dos años.
- Los plazos de resolución del expediente de solicitud de autorización de la sucursal serán los previstos para las entidades de crédito de ámbito operativo limitado en el artículo 1.1.a) RD 771/1989.

(vii) *Coefficientes*: el RD 1044/1989, 28 de agosto, sobre recursos propios de entidades de crédito distintas de las de depósito, extiende a todas las entidades de crédito, el régimen previsto en el Título II de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de recursos propios de los intermediarios financieros, que anteriormente sólo era aplicable a las entidades de depósito. No obstante, el RD 1044/1989 introduce algunas especialidades en función de las características específicas de las distintas entidades de crédito de ámbito operativo limitado. En todo caso, esta materia será objeto de un nuevo tratamiento en el marco del desarrollo reglamentario de la Ley 13/1992, que ha modificado la Ley 13/1985. 170

En materia de coeficiente de caja y de inversiones, [cfr. Cap. III.3.D) i) *supra*].

**EL MERCADO DE CREDITO: NORMAS DE CONDUCTA,
REGIMEN DISCIPLINARIO Y CRISIS DE LOS SUJETOS**

1. La relación de confianza entre entidad de crédito y cliente

La relación que se establece entre entidad de crédito y cliente da lugar a una *relación de confianza*, de la que surgen deberes de comportamiento para ambas partes (deber de guardar secreto y de asesorar lealmente para la entidad, deber de actuación diligente por parte del cliente). Esta relación no es de naturaleza contractual, no constituye un negocio jurídico, sino que es previa a la perfección del primer negocio (p.e. ya se establece por el simple hecho que el cliente entregue al banco una declaración de solvencia, con la esperanza de obtener un crédito —el banco tiene ya un deber de secreto con respecto a esa información; contra, sin embargo, GARRIGUES: *Contratos bancarios*, [1975], p. 28). Se trata de una «relación jurídica de confianza» («Schuldverhältnis ohne primäre Leistungspflicht»), de la que surgen deberes de comportamiento, que si son incumplidos, conllevan resarcimiento de los daños y perjuicios causados. Tal relación surge cuando la actuación de una de las partes antes de celebrarse el primer contrato o en el seno de una relación estable de clientela puede ejercer una influencia sobre la situación jurídica de la otra (es decir, cuando una relación precontractual o contractual da lugar a una interrelación cualificada — «gesteigertes Einwirkungsvermögen»). Esto es lo que ocurre en la relación bancaria: el banco recibe una información precisamente como consecuencia de esa relación, y a través de su divulgación puede dañar al cliente. (Sobre la relación jurídica de confianza en general: LARENZ: *Schuldrecht*, I, [1979] p. 90; sobre su aplicación a la relación bancaria, convincentemente, CANARIS: *Bankvertragsrecht* [1975] p. 552).

Los deberes a los que da lugar la relación jurídica de confianza entre entidad de crédito y cliente no surgen *ex contractu* (art. 1091 C.c.), sino *ex lege, rectius ex principio generale iuris*. En efecto: aunque en el derecho positivo existe algún supuesto esporádico (como el rehusé del comisionista, artículo 248 C.Com., que puede ayudar a fundamentar los deberes del banco), ante la insuficiencia de la norma, tales deberes deben en general ser deducidos de un principio general de derecho: establecida fácticamente una interrelación cualificada entre dos partes, el principio de la buena fe encuentra una aplicación reforzada y obliga a deberes que en una relación ordinaria no son exigibles.

- 2 *Contenido de la relación de confianza:* La relación de confianza, como marco último de las relaciones entre banco y cliente, permanecerá en vigor, en tanto exista comunicación entre las partes, con independencia de que dé origen o no a concretos negocios jurídicos (de cuenta corriente, crédito o depósito). De ella se derivarán para la entidad de crédito diversos deberes —unos claramente aceptados, como el de secreto, y otros de perfiles más difusos, como el de asesorar lealmente o el de la interdicción de la arbitrariedad en el otorgamiento de financiación a sus clientes. Para el cliente por su parte surge un deber general de comportarse lealmente frente a la entidad de crédito. Nótese, sin embargo, que para ninguna de las partes surge un deber de entablar o incrementar relaciones contractuales con la otra. La relación de confianza es previa a cualquier *pactum de contrahendo* (aunque por supuesto en su seno pueden producirse *pacta de contrahendo*). Pero por haber realizado una valoración de un inmueble, el banco no está obligado a otorgar el préstamo, ni por haber abierto una cuenta corriente está el cliente obligado a canalizar sus operaciones a través de ella.

2. El deber de secreto bancario

- 1 El deber de secreto bancario —que es extensible a todas las entidades de crédito, (cfr. para las cajas de ahorro las SSTS 14 de junio de 1983 (RA 3510) y 28 de mayo de 1987 (RA 4561)— es el primordial deber que surge de la relación de confianza entre cliente y banca. Es un deber reconocido en todos los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, con frecuencia plasmado en leyes e incluso reforzado con preceptos penales. En nuestro ordenamiento la protección del secreto bancario es mínima pues no existe norma positiva alguna que lo establezca (sorprendentemente el art. 6 RDLeg 1298/1986 de 28 de mayo establece el deber profesional para el Banco de España, pero no para las entidades privadas). En ausencia de toda norma, su fundamentación debe buscarse en principios constitucionales difusos y en usos bancarios imprecisos; su eficacia frente a la Hacienda pública y la Justicia es nula, y las consecuencias de su incumplimiento, la indemnización de unos daños difíciles de probar (hasta el punto que no existe jurisprudencia que haya condenado a un banco por incumplimiento de este deber). La situación es radicalmente diferente en otros países de la CEE (Alemania, Luxemburgo, Gran Bretaña), y con la unificación del mercado, supondrá una desventaja competitiva para las entidades españolas.
- 2 *Fundamentación constitucional:* el deber de secreto bancario tiene, desde la perspectiva constitucional, una doble fundamentación:

- Desde el punto de vista del cliente se apoya en el derecho a la intimidad (art. 18.1 CE). Así lo ha reconocido expresamente el TC al decir que «el secreto bancario no puede tener otro fundamento que el derecho a la intimidad del cliente reconocido en el artículo 18.1 de la Constitución, pues no hay una consagración explícita y reforzada de este tipo de secreto, como no la hay del secreto profesional» (STC 110/1984 de 26 de noviembre, FJ 11). Esta postura es plenamente congruente con el hecho que las operaciones de un cliente con su banco, y en especial las de cuenta corriente, reflejan gran parte de las peculiaridades de la vida económica personal y familiar. Es fundamental proteger estos datos frente a las intromisiones ajenas.
- Desde el punto de vista de las entidades de crédito, el secreto bancario se fundamenta en el deber/derecho de secreto profesional (art. 20.1 CE; las entidades de crédito son empresarios profesionales —recuérdese que nuestro derecho, recepcionando la Primera Directiva Bancaria, exige la colaboración de al menos dos profesionales, para el funcionamiento de una entidad de crédito); frente a una pretendida perturbación por un tercero, la entidad de crédito únicamente podrá argumentar su negativa a facilitar información en su deber de secreto profesional, pero no podrá negarse aduciendo una violación del derecho a la intimidad, ya que la defensa de este derecho personalísimo sólo puede corresponder al afectado (el tema quedó sin solucionar en el Auto del TC de 23 de julio de 1986 FJ 3 *in fine*) (en la doctrina, conforme OTERO NOVAS: «El secreto bancario» en *RDBB* 20, [1985] p. 740 y ss; contra AGUILAR: «Secreto bancario» en *Estudios de Derecho público bancario* dirigidos por MARTÍN-RETORTILLO [1987] p. 314).

Fundamentación jurídico-privada: la fundamentación jurídico-constitucional es sin embargo insuficiente para justificar, en caso de violación, la obligación de resarcimiento a cargo de la entidad de crédito y en favor del cliente. Tal obligación únicamente surge para la entidad, porque existe una interrelación cualificada («gesteigertes Einwirkungsvermögen») y a través de ella una relación jurídica de confianza, que le impone el deber de actuar de buena fe y concretamente de guardar secreto. Este deber, aceptado desde siempre por los banqueros, se ha convertido en un uso del comercio, que las entidades de crédito asumen sin necesidad de que ningún texto legal lo imponga (de acuerdo en cuanto a las conclusiones GARRIGUES: op. cit. p. 52; se acepta su existencia indubitadamente por la STS 3 de enero de 1975, RA 33).

Extensión: Lo importante no es, sin embargo, el reconocimiento del secreto bancario, sino precisar su extensión primero y sus límites después.

3

4

- 5 *Subjetivamente*, el secreto bancario juega frente a cualquier tercero, excepto el representante legal o voluntario (con poder suficiente) del cliente y sus sucesores a título universal o particular.

El secreto bancario tiene sin duda vigencia frente a otros bancos (con la salvedad de los informes bancarios a los que se hace referencia *infra*); el gran problema lo presenta, sin embargo, el Banco de España (y las restantes autoridades administrativas competentes); en esta materia, el principio legal es que la entidad de crédito debe facilitar al Banco central toda información que éste precise en el ejercicio de sus funciones, es decir, para realizar la labor de inspección de la propia entidad —pero con la limitación que no debe facilitar datos o antecedentes que afecten a operaciones determinadas (art. 49 LOB, el incumplimiento constituye infracción muy grave— art. 4.i) LDIEC. En la STS 3 de enero de 1975, RA 33, el Alto Tribunal, revocando una sanción impuesta por el Banco de España al Banco Rural y Mediterráneo, S.A., declaró que el secreto bancario cubre el nombre de los cuenta correntistas de la entidad, y que en la información facilitada por ésta al Banco central, se podía y debía excluir el nombre de los clientes). La limitación de no facilitar datos que afecten a operaciones determinadas no debe tomarse en un sentido absoluto —la comprobación de ciertos requisitos administrativos por la inspección del Banco de España exige un conocimiento individualizado de las operaciones realizadas con un cliente en concreto (así p.e. la dotación de provisión por insolvencia, límites personales de concentración de riesgo ...). En estos casos, el derecho al secreto bancario no cubre los datos imprescindibles para la revisión del cumplimiento de tales requisitos legales (conforme OTERO NOVAS: «El secreto bancario. Vigencia y alcance» en RDBB 20, [1985] p. 768).

El Banco de España, en todo caso, está sujeto a su vez a deber legal de secreto (recogido expresamente en el artículo 6.1 RDLeg 1298/1986 de 28 de junio, deber que hay que hacer extensivo a las autoridades autonómicas y que juega muy especialmente frente a las autoridades fiscales).

- 6 *Objetivamente*, el secreto bancario cubre cualquier información que la entidad de crédito tenga, relativa a un cliente, siempre que la haya obtenido como consecuencia de la relación de confianza establecida. En el concepto información han de incluirse tanto hechos, como opiniones elaboradas por la propia entidad (ya que éstas están basadas en la información fáctica de la que dispone). Por hechos ha de entenderse no solo las características de las operaciones de cuenta corriente, activas o pasivas que haya realizado con la entidad, sino también cualesquiera otros datos personales o patrimoniales. Que la información sea públicamente conocida es irrelevante —lo único que se exige es que la entidad la haya recibido como consecuencia de la relación

de confianza. Informaciones obtenidas por otros medios no están en cambio sujetas al secreto bancario.

Un problema de especial trascendencia son los *informes bancarios*, que no se refieren a operaciones concretas, sino a la solvencia del cliente y que con frecuencia se emiten en favor de otros bancos o de terceros. La regla general es que la entidad únicamente puede facilitar informes con el consentimiento —expreso o tácito— del cliente. En el caso de que el informe sea positivo, no hay problema en presumir el consentimiento del cliente, ya que aquél le beneficiará. Si contiene algún elemento negativo, el banco al que se requiera un informe debe obtener la opinión de su cliente, no pudiendo rechazar la solicitud sin más, ya que este comportamiento, por sí solo, ya expresa una opinión negativa, puede perjudicar al cliente y hacer surgir responsabilidad para la entidad (cfr. CANARIS op. cit. p. 572, contra GARRIGUES op. cit. p. 55).

7

Las *limitaciones* al secreto bancario vienen dadas fundamentalmente por las solicitudes de información de la Administración de Justicia y de la Hacienda pública.

8

El secreto bancario cede ante los oficios emanados de la *Administración de Justicia* solicitando información (así el artículo 23 Estatutos del Banco de España y art. 6.3.II RDLeg 1298/1986). Sin embargo, el efecto de las solicitudes difiere según los oficios que se dicten en materia criminal o civil. En el primer caso, la entidad está obligada a contestar a cuantas informaciones se le soliciten (art. 575 Ley de Enjuiciamiento Criminal). En el segundo, sólo se requerirá la exhibición de documentos sujetos al secreto bancario cuando el juez entienda que su conocimiento resulta trascendente a los fines de dictar sentencia. En tales casos, el juez ordenará la comparecencia personal de la persona a cuyo cargo estuviera el documento (normalmente el director de la entidad de crédito) y, tras oírle, resolverá lo procedente. Esta resolución no es susceptible de recurso alguno, aunque la parte a quien interese la exhibición del documento podrá reproducir su petición en segunda instancia (art. 603 LEC).

9

El secreto bancario también cede ante una petición emanada de un juez y dirigido a una entidad de crédito de acuerdo con el artículo 1.455 LEC, pidiendo que se facilite una relación de los bienes de una determinada persona (sobre la práctica de embargar indiscriminadamente todas las cuentas que un cliente tiene abiertas en una entidad, muy crítico OTERO op. cit. p. 775).

Frente a la *Hacienda pública*, el secreto bancario no existe. El TC, después de aceptar que el secreto bancario constituye una manifestación del derecho a la intimidad, añade: «Este derecho, al igual que los demás, tiene sus límites que, en este caso, vienen marcados por el deber de todos de contribuir al sostenimiento de las cargas públicas

10

de acuerdo con su capacidad económica mediante un sistema tributario justo, como dispone el ya citado artículo 31.1 de la Constitución, deber para cuyo cumplimiento es evidentemente necesaria la inspección fiscal. La ingerencia que para exigir el cumplimiento de ese deber pudiera producirse en el derecho a la intimidad no podría calificarse de arbitraria.¹ (STC 110/1984 FJ 8; en términos similares Auto 23 de julio de 1986).

Con posterioridad a esa STC, la Ley 10/1985 de 26 de abril modificó la LGT reforzando el deber de colaboración con la Hacienda pública, ya establecido por la Ley de 14 de noviembre de 1977, de Medidas Urgentes de Reforma Fiscal, que había dejado sin efecto la prohibición de investigar las cuentas y operaciones activas y pasivas de los bancos. Aparte de la LGT (art. 111 y ss.) la Administración fiscal también tiene facultades adicionales en virtud de la LRFAP (art. 37 y ss.), que en conjunto le otorgan:

- un poder general de investigación, pudiendo solicitar toda clase de datos, informes o antecedentes conocidos por las entidades de crédito por sus relaciones económicas con otras personas;
- un poder de investigación, tanto de las operaciones de captación y colocación de recursos, como de toda clase de cuentas, pudiendo o bien requerir a la entidad bancaria para que facilite la información o personarse en su establecimiento para examinar los correspondientes documentos; la Administración tributaria no puede en cambio exigir a una entidad de crédito documentos —balances, relación de bienes— que ésta haya recibido de su cliente (conforme OTERO op. cit. p. 761).

La Administración tributaria es totalmente autónoma en el ejercicio de sus derechos, siendo suficiente que la petición correspondiente sea autorizada por el Director General o el Delegado de Hacienda, no haciendo pues falta ningún tipo de autorización o ratificación judicial. El incumplimiento del deber de colaboración por la banca está sancionado de forma muy grave en el artículo 83.3. f) y 83.4, 5 y 6 LGT (sobre el tema *in extenso* y muy crítico: AGUILAR: op. cit. p. 316 y ss.).

3. El deber de asesorar lealmente al cliente

- 1 *La actividad de asesoramiento:* las entidades de crédito, precisamente porque son profesionales, disponen de mayor experiencia e información que sus clientes. Una parte importante de su actividad, que además frecuentemente ofrecen públicamente, es la de informar y asesorar su clientela. Esta actividad, excepto cuando es remunerada por separado, no da lugar a relaciones contractuales —unos pretendi-

dos «contratos de asesoramiento», sino que encaja dentro de los deberes que surgen de la relación de confianza.

El principio de la buena fe exige que toda información que la entidad de crédito facilite a sus clientes sea veraz —tanto si trata de información sobre personas o sobre hechos [cfr. art. 4. j) LDIEC, que castiga como infracción muy grave el incumplimiento del deber de veracidad informativa frente a clientes]. Además, el asesoramiento que el banco preste a sus clientes, que incluye necesariamente un juicio de valor, no debe estar basado en hechos falsos o atentar contra toda regla de la lógica. En ambos casos, la entidad incumplidora responderá por los daños y perjuicios que cause a sus clientes (así CANARIS: op. cit. p. 588; dubitativo GARRIGUES: op. cit. p. 44). Supuestos que dan lugar a responsabilidad podrían ser la entrega de un informe falso sobre la solvencia de una empresa con la que el cliente pretende entrar en relaciones comerciales, o un asesoramiento incorrecto sobre los trámites administrativos para realizar una exportación.

Omisión del deber de asesorar: pero las entidades de crédito no solamente responden por información o asesoramiento falso, sino también por no asesorar en supuestos en los que el principio de la buena fe exige que se avise al cliente sobre el riesgo que está corriendo. Para que pueda surgir esta responsabilidad es preciso que el cliente realice una actividad, y que la entidad advierta (o deba poder advertir) que con esa actividad el cliente incurre en un riesgo jurídico o empresarial serio, que el cliente desconoce, precisamente por su falta de experiencia o profesionalidad. En tales supuestos, una entidad de crédito que no informe a su cliente no actuará conforme a las exigencias de la buena fe, violará la relación de confianza y será responsable de los daños. Supuestos de los que nace esta responsabilidad serían por ejemplo que el cliente realice una inversión, para obtener ciertos beneficios fiscales, sin que la entidad le informe sobre las exigencias accesorias y los supuestos en los que se podrían perder tales beneficios; o el caso de una operación en divisas, en la que la entidad —que además tendrá funciones delegadas del Banco de España— no le advierta sobre los requisitos de la normativa de control de cambios; o finalmente aquel supuesto en que un cliente inexperto ordene operaciones altamente especulativas y peligrosas, como la compra de opciones o futuros (cfr. CANARIS: op. cit. p. 589 con amplia jurisprudencia alemana).

2

4. La interdicción de la arbitrariedad en el otorgamiento del crédito y en la obtención de garantías

- 1 *Derecho comparado*: el establecimiento de una relación de confianza entre la entidad de crédito y su cliente no implica una obligación de formalizar operaciones concretas, ni pasivas, ni de servicios ni mucho menos activas. Sin embargo, no se puede tampoco olvidar que las entidades de crédito tienen una gran influencia sobre la vida de las empresas, hasta el punto que se ha dicho —y en muchas ocasiones es cierto— que los bancos disponen de un derecho de vida y de muerte sobre las empresas (la frase es de SIMONT/BRUYNEIL en la obra colectiva: *La responsabilité extra-contractuelle du donneur de crédit* [1984] p. 235). Además en nuestra realidad social es frecuente que las entidades de crédito sean accionistas de esas mismas empresas, e incluso participen en sus órganos de administración.

En el Derecho comparado, pero muy especialmente en el francés y el belga, se ha desarrollado el principio de que las entidades de crédito deben acomodarse a unas reglas generales en el otorgamiento y mantenimiento del crédito. El otorgamiento exige que la entidad se informe y haga un análisis correcto del riesgo, y que se abstenga de financiar a una empresa si no tiene el convencimiento que el préstamo podrá ser amortizado. El mantenimiento del crédito exige una vigilancia continuada de los riesgos, debiendo el banco abstenerse de mantener artificialmente con vida una empresa fallida, creando la ilusión que aún es solvente, e induciendo a terceros de buena fe a entrar en relaciones con ella; en estos casos la entidad de crédito debe exigir la devolución del principal cuando la situación del acreditado esté irremediabilmente comprometida. La contravención de estos deberes da lugar a responsabilidad para la entidad de crédito no solo frente al propio deudor, sino incluso frente a terceros acreedores de la empresa (en derecho francés y belga basada en la culpa aquiliana).

- 2 *Ordenamiento español*: para analizar el supuesto a la luz del ordenamiento español, es preciso distinguir la relación entre entidad de crédito y acreditado, y la que se establece entre entidad de crédito y los restantes acreedores del acreditado.

En la primera, la relación de confianza y la buena fe precluyen cualquier actuación arbitraria de la entidad de crédito. Dicho en otras palabras: establecida la relación de confianza, la entidad de crédito no puede arbitrariamente (es decir, sin causa que lo justifique u obedeciendo a móviles torpes) apartarse del crédito. Fuera de este supuesto, ninguna obligación pesa sobre la entidad de crédito para otorgar o mantener el crédito.

La relación entre los restantes acreedores y la entidad de crédito no es, por el contrario, una relación de confianza. Aquí la única causa

posible de responsabilidad es la extracontractual del artículo 1.902 C.c. El gran problema para su aplicación en nuestro Derecho es la exigencia jurisprudencial de relación causal entre la actitud negligente de la entidad de crédito, dando o manteniendo el crédito, y el daño sufrido por el tercer acreedor, que también ha actuado culposamente al convertirse en acreedor (así GIRÓN en *La responsabilité extracontractuelle du donneur de crédit*, p. 89). Sin embargo, no pueden excluirse casos en que así suceda, sobre todo cuando la entidad de crédito mantenga artificialmente —en estrategia que recuerda a la de Patiomkin— una apariencia de solvencia y normalidad del acreditado, precisamente para inducir a terceros a seguir contratando con él («Kredit-täuschung») o para posponer la quiebra o suspensión de pagos, con la finalidad de obtener garantías reales o de ejercitar las ya constituidas («Konkursverschleppung»). En estos casos no puede haber duda que una responsabilidad extracontractual de la entidad de crédito es posible (cfr. CANARIS: op. cit. p. 593, con jurisprudencia), en especial cuando la entidad al mismo tiempo que acreedor es accionista y/o administrador del acreditado (situación especialmente peligrosa por el evidente conflicto de intereses que se cierne sobre la entidad crediticia).

Arbitrariedad en la obtención de garantías: los bancos pueden actuar arbitrariamente no solo otorgando o manteniendo un crédito, sino también obteniendo garantías desproporcionadas para el riesgo crediticio que se asume. La preocupación por estas formas de abuso está especialmente desarrollada en el ordenamiento alemán, en el que se ha desarrollado un extenso y pormenorizado estado de opinión doctrinal y jurisprudencial, basado en una interpretación extensiva del párrafo 138 BGB, en virtud del cual son nulos los negocios contrarios a las buenas costumbres (cfr. por todos PALANT/HEINRICH: *BGB*, 51ª edición, párrafo 138, notas 78, 86 y 97). En consecuencia, una extensa jurisprudencia viene entendiendo que las garantías no pueden representar una carga excesiva para el deudor, ni perjudicar abusivamente a sus restantes acreedores. En caso contrario, la garantía (pero no el crédito) se consideran nulos. La jurisprudencia ha elaborado un extenso catálogo de indicios que avisan de la existencia de una garantía excesiva; entre estos se encuentran los siguientes:

- la totalidad o la inmensa mayoría del patrimonio del acreditado se halla afecto en garantía del crédito;
- la constitución de las garantías se realiza *a posteriori*, al ponerse de manifiesto los primeros síntomas de la crisis;
- los terceros no pueden apreciar la existencia de las garantías (por no estar inscritas en algún registro);

- el contrato de crédito prohíbe al deudor obtener financiación adicional, restringe su actividad empresarial o le somete a obligaciones específicas de actuar;
 - los bienes dados en garantía tienen un valor muy superior a las obligaciones garantizadas; en general, el límite máximo de cobertura no debe exceder del 130 %, salvo que se trate de bienes cuyo precio sea muy volátil, en cuyo caso el límite se amplía.
- 4 No cabe duda que la doctrina alemana es aplicable también en Derecho español. El orden público, las buenas costumbres, la prohibición del fraude de acreedores son limitaciones immanentes de nuestro sistema legal (cfr. arts. 1.255, 1.271 y 1.111 C.c.), y la exigencia abusiva por las entidades de crédito puede sin lugar a dudas resultar en una violación de tales principios, y en la declaración de nulidad de la garantía. No parece que exista jurisprudencia española que se haya ocupado de esta problemática, excepto en situaciones concursales. En quiebras y suspensiones de pagos de insolvencia definitiva, constituye una práctica consolidada que la fecha de retroacción absoluta (art. 878.II C.Com.) sea fijada por el juez de forma que el período incluya los actos por los que los acreedores bancarios exigieron y obtuvieron garantías reales para sus créditos hasta entonces de carácter personal; subyace a esta práctica el convencimiento que la obtención de garantías en tales circunstancias es abusiva, contraria al orden público y a las buenas costumbres, y defrauda los derechos de los restantes acreedores.

5. La protección del consumidor bancario

A) INTRODUCCIÓN

- 1 El consumidor bancario —concepto nada claro, como se expondrá más adelante—goza de una doble protección: por un lado, la genérica de la Ley para la Defensa de Consumidores y Usuarios, y por otro la específica derivada de la LDIEC. Además, existen dos leyes de marcado carácter tuitivo —la Ley 23 de julio de 1908 de Represión de la Usura y la Ley 50/1965 de Venta a Plazos de Bienes Muebles— que serán analizadas al hacerse referencia a los contratos correspondientes [ver Cap. VI.4.B) a) y e) *infra*].
- 2 A nivel comunitario, está en vigor la Directiva 102/1987 de 22 de diciembre de 1986, que debía ser recepcionada por todos los Estados miembros antes de 1 de enero de 1990, y que obliga en España a la promulgación de una norma específica con rango de Ley en esta materia, cosa que aún no ha ocurrido [cfr. también Cap. II.4.D)

supra]. El ámbito de la Directiva son los créditos a consumidores personas físicas otorgados por prestamistas habituales, de cuantía inferior a 20.000 Ecu's (aproximadamente 2,5 M. Ptas.). Las exigencias que la Directiva establece son formales y substantivas:

- desde el punto de vista formal, se exige que el contrato y la publicidad muestren el porcentaje anual de cargas financieras (equivalente al TAE), y que contengan unas menciones mínimas;
- desde el punto de vista sustantivo, se otorga al consumidor el derecho a amortizar anticipadamente, se preservan sus derechos en caso de cesión del crédito a un tercero, e incluso se otorga al usuario en ciertos casos un derecho a proceder contra el prestamista, cuando el bien financiado no es suministrado o tiene vicios. Es esta parte de la Directiva la que presenta más problemas en nuestro Derecho, ya que exige una norma con rango de ley, que a pesar del tiempo transcurrido aún no se ha promulgado.

B) APLICACIÓN DE LA LCU A LA ACTIVIDAD DEL CRÉDITO

La LCU fue dictada en 1984 para satisfacer el mandato del artículo 51 CE. La ley no puede ser clasificada como un acierto de técnica legislativa, pues une un estilo ampuloso y reiterativo, claras contradicciones (cfr. arts. 25 y 26), un ámbito subjetivo incierto y un contenido de lo más variopinto: principios generales de buena intención (art. 19), asociacionismo de consumidores (art. 20), normas administrativas (art. 4.2.), todo ello aderezado con normas fundamentales para el derecho privado como la regulación de las condiciones generales contenida en el artículo 10.

Además, diversas CC.AA. (Cataluña, País Vasco, Galicia, Andalucía, Valencia y Navarra) tienen competencia exclusiva en materia de defensa del consumidor y han promulgado diversas leyes (Estatuto del Consumidor Vasco, Ley vasca 10/1981 de 18 de noviembre; Estatuto Gallego del Consumidor y Usuario, Ley Gallega 12/1984 de 28 de diciembre, Estatuto de Consumidores y Usuarios de la Comunidad Valenciana, Ley Valenciana 2/1987 de 9 de abril), que por supuesto han desembocado en los correspondientes recursos de inconstitucionalidad (cfr. STC 71/1982 de 30 de noviembre y 62/1991 de 22 de marzo). En ellas el TC ha sentado que las CC.AA. tienen competencias exclusivas en las materias administrativas que inciden en la defensa del consumidor, mientras que al Estado le corresponde el Derecho sustantivo que regula las relaciones entre particulares, incluyendo las condiciones generales.

La LCU restringe su *ámbito de aplicación* a aquellos contratos en que intervenga un consumidor o usuario (la Ley nunca clarifica la

3

4

diferencia —parece que el consumidor se refiere a bienes y el usuario a servicios). Al incluir en su ámbito no solo la adquisición de bienes, sino también la prestación de servicios, es evidente que la actividad realizada por las entidades de crédito (incluyendo préstamos y depósitos) puede quedar sujeta.

Para que esto ocurra es necesario que el adquirente del servicio sea destinatario final (art. 1.3 LCU); la Ley lo define negativamente diciendo que no es destinatario final el que integre los bienes o servicios en el proceso de producción, comercialización o prestación a terceros. Nótese que el verbo que se utiliza es «integrar» y no «utilizar» y que es indiferente que el adquirente sea persona física o jurídica y que la definición negativa lleva a un concepto expansivo.

La definición es clara en el caso de personas físicas que demandan servicios bancarios (en sentido amplio): no hay duda que son consumidores y se pueden acoger a la protección de la LCU. ¿Quid de los servicios bancarios prestados a empresarios? En principio aquí no parece haber consumidor que requiera protección, ya que nos encontramos ante un empresario que actúa en el ámbito de su tráfico habitual. Sin embargo, de la LCU podría deducirse que debe ser considerado como consumidor, ya que el empresario utiliza, pero no integra el préstamo, el depósito o el crédito documentario en su proceso productivo. Esta interpretación debe desecharse, ya que en un sentido amplio los servicios financieros se integran en la propia empresa (conforme DÍAZ RUÍZ: «Jurisprudencia menor sobre juicios ejecutivos de pólizas bancarias» en *RDBB*, 1990, p. 171 con jurisprudencia a favor y en contra de la tesis aquí defendida). A igual conclusión, y con especial claridad llega la STC 10 de febrero de 1992 (FJ 12), que niega la condición legal de usuario a los comerciantes o empresarios que reciban préstamos bancarios, ya que integran tal servicio en sus procesos empresariales, y sus derechos se protegen no por el artículo 51 CE, sino más bien por los artículos 38, 52 y 130 CE.

- 5 La LCU contiene normas de importancia para las entidades de crédito en dos áreas: publicidad y condiciones generales.
- 6 (i) *Publicidad*: de acuerdo con el artículo 8.1 LCU, el contenido de la publicidad es exigible por el usuario, aunque no figure expresamente en el contrato o documento firmado. Esta norma es de gran trascendencia, ya que incorpora *ope legis* la publicidad al contenido contractual y la hace exigible para el consumidor. La regla tiene especial trascendencia en áreas como la promesa de una «rentabilidad económica fiscal», frecuente en publicidad bancaria. El cliente puede exigir tal rentabilidad, con independencia del interés realmente pactado. (En materia de publicidad ilícita, rigen sin especialidad alguna los arts. 3 y ss. de la Ley General de Publicidad 34/1988 de 11 de noviembre).

(ii) *Condiciones generales*: el fenómeno de las condiciones generales es conocido por todos. Las empresas, para simplificar su contratación y fortalecer su posición jurídica, adoptan contratos con contenido unificado y los imponen a sus clientes. La actividad de las entidades de crédito, en la que la contratación en masa es una constante, no puede ser ajena a este fenómeno, y en ella es precisamente una de las áreas donde se da con mayor intensidad. 7

De las tres alternativas posibles (contratos de adhesión, condiciones generales de los contratos y condiciones generales de la contratación) la práctica española se decanta casi unánimemente por los contratos de adhesión (con la excepción de las Reglas y Usos Uniformes en materia de créditos documentarios, que constituyen condiciones generales de la contratación). Cada entidad de crédito tiene preparados contratos estandarizados para sus operaciones típicas, difiriendo sensiblemente los modelos de una entidad a otra, y cada entidad exige a sus clientes que se adhieran al modelo para contratar con ellos.

Las condiciones generales es el área de efervescencia del derecho privado. La dogmática tradicional daba a los contratos así creados la misma eficacia que a un contrato negociado entre dos partes en postura de igualdad. (La consideración de ciertas condiciones generales como derecho objetivo, defendida aún por GARRIGUES: *Contratos bancarios* [1975], p. 20, de origen germánico, ha sido abandonada como *Irrtoeg*). En el derecho actual se ha visto que es necesario crear mecanismos de control que eviten que el uso de condiciones degenere en abusos de la parte más fuerte contra la más débil. Paso fundamental en esta evolución lo constituye el *Gesetz zur Regelung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen* de 1976, que sanciona con nulidad las condiciones abusivas, incluso si han sido válidamente aceptadas por el consumidor, facilitando y dando alcance general a la declaración judicial de tal sanción. 8

En el *derecho español*, hasta la promulgación de la LCU, no existía norma alguna cuyo objetivo específico fuera la regulación de las condiciones generales. Esto ha cambiado con el artículo 10 LCU, aplicable en aquellos contratos de consumo (pero no en otros contratos) que se formalicen en condiciones generales. 9

El artículo 10.2 LCU regula lo que pomposamente denomina «cláusulas, condiciones o estipulaciones de carácter general», que son aquéllas que reúnen los siguientes requisitos:

- redacción previa y unilateral por una empresa o grupo de empresas;
- aplicación a todos los contratos (del tipo que sea, se entiende; la expresión «todos» tampoco debe tomarse con excesiva precisión, siendo suficiente que se aplique de forma constante);

— de inevitable aplicación para el usuario, si quiere adquirir el bien o servicio; es un criterio subjetivo, que implica una comparación del poder de negociación de usuario y empresa.

En la práctica, los contratos de adhesión utilizados por las entidades de crédito reúnen invariablemente los anteriores requisitos, y siempre que el contratante sea un consumidor, caen dentro del artículo 10 LCU.

- 10 La LCU establece unos requisitos formales y de contenido de las condiciones generales.
- 11 Los *requisitos formales* se concretan en la exigencia de que las condiciones se redacten con sencillez, en la obligación de entregar copia del contrato al cliente (salvo que éste renuncie a este derecho, renuncia que tendrá que plasmarse por escrito), y en la prohibición de remitirse a textos que no se adjunten (lo que es de gran trascendencia para el caso de tarifas de comisiones o de valoración, que carecen de todo valor si no existe prueba de su entrega al cliente, (art. 10.1 LCU).
- 12 Los *requisitos internos* se concretan en la exigencia que los contratos plasmados en condiciones generales sean equilibrados en cuanto a las prestaciones [art. 10.1.c) LCU]. Por regla general, el justo equilibrio presupone que la entidad de crédito no se puede eximir de responsabilidad por el incumplimiento de sus obligaciones principales (así, en una transferencia no se puede eximir de la responsabilidad de hacer llegar los fondos al destinatario, en un crédito documentario de revisar los documentos ...), ni por cualquier actuación negligente o dolosa.
- 13 Además, la LCU facilita una larga lista —no taxativa— de *cláusulas* que se estima son *inicias*: se trata de un «potpurri» de principios unos generales (4.º) y otros muy específicos (11.º), aplicables a toda clase de contratos o sólo algunos concretos (1.º), tan pésimamente redactada que lo hace en buena parte incomprensible. Para las entidades de crédito son de especial importancia las siguientes cláusulas prohibidas:
- 14 — Cláusulas que otorguen a una de las partes —tanto empresario como usuario— la facultad de resolver discrecionalmente el contrato [art. 10.1.c).2.º LCU]; el juego de esta cláusula en contratos de duración determinada es relativamente clara: una resolución anticipada solo es posible por una causa justificada, pero no por decisión unilateral de una de las partes; causa justificada podría ser por ejemplo la disminución significativa de la solvencia del cliente, o el incumplimiento generalizado de sus deudas; no lo sería en cambio la mera estimación por la entidad de crédito de que existe un riesgo de incumplimiento; la cláusula no proscribe tampoco, como es lógico, el cumplimiento anticipado de sus compromisos por el cliente (p.e. la devolución anticipada de un préstamo). La

aplicación de la cláusula a contratos de duración indefinida (como por ejemplo una cuenta corriente) es mucho más problemática. ¿Quiere la Ley decir que un cliente no puede resolver a su libre albedrío dicho contrato? El sentido común precluye dar contestación afirmativa a esta pregunta, y por lo tanto habrá que concluir, que, a pesar de su dicción, la LCU no prohíbe la resolución discrecional, al menos por el cliente, de contratos de duración indefinida.

- Condiciones abusivas de crédito [art. 10.1.c) 4.º]: nos encontramos aquí ante un *Gummiparagraph*, ante un concepto jurídico indeterminado de difícil interpretación. Destaquemos en primer lugar que este apartado sólo se puede aplicar en operaciones en las que la entidad otorga crédito a su cliente, no en operaciones pasivas o de depósito. En segundo lugar, se exige que la condición sea abusiva, es decir, que perjudique de manera desproporcionada o no equitativa al consumidor, o establezca una posición de desequilibrio en su perjuicio. Así son ejemplos de condiciones abusivas la prohibición impuesta al prestatario de devolver anticipadamente el préstamo; la exigencia que el cliente mantenga una parte del préstamo depositado en el propio banco, a tipo de interés muy bajo; la imposición que servicios accesorios —seguros de vida, etc.— se contraten con entidades del grupo [cfr. también art. 10.1.c).12.º LCU]; en general, constituirán condiciones abusivas de crédito todas aquellas que violen la Ley de Usura de 1908, y también aquellas otras que no se ajusten a la OM 12 de diciembre de 1989, que establece una serie de exigencias, de carácter administrativo, en materia de transparencia de las operaciones crediticias. 15
- Limitaciones absolutas de responsabilidad frente al usuario, y limitaciones relativas a la utilidad o finalidad del servicio [art. 10.1.a) 6.º]; la norma implica que la entidad de crédito no se puede eximir de las resultas de la actuación dolosa o negligente propia o de sus empleados (precluyéndose pues la exclusión de responsabilidad por culpa leve, posible de acuerdo con el C.c.), ni tampoco del incumplimiento de las obligaciones principales que incumben a la entidad de crédito. El banco no se puede exculpar, aunque el incumplimiento no sea debido a su propia culpa o dolo, con tal que no sea imputable al usuario. 16
- Repercusión sobre el consumidor de errores administrativos o bancarios no imputables a él [art. 10.1.c).7.º], como puede ser la obligación de devolver un préstamo hipotecario, si la inscripción es rechazada en el Registro de la Propiedad. 17
- Cobro de servicios que en su día y por un tiempo determinado se ofrecieron gratuitamente [art. 10.1.c).7.º]; esta exigencia implica 18

que la entidad de crédito no puede promocionar nuevos servicios ofreciéndolos inicialmente de forma gratuita, pasando a cobrarlos cuando los usuarios se han acostumbrado a ellos (como ha ocurrido frecuentemente con las tarjetas de crédito).

- 19 El incumplimiento de los requisitos legales de forma o fondo implica la nulidad de la cláusula incumplidora pero no del contrato *in toto* (*vitiatur sed non vitiat*), a no ser que las cláusulas subsistentes configuren una relación inequitativa, en cuyo caso el contrato será ineficaz (*vitiatur et vitiat*) (art. 10.4 LCU). La nulidad de la cláusula de intereses en un crédito a consumidor no conlleva la nulidad del contrato *in toto*, sino que entra en juego la presunción del artículo 314 C.Com. en virtud de la cual los préstamos no devengan interés salvo pacto por escrito.

La nulidad puede ser solicitada por el usuario, o también por una asociación de consumidores (art. 20.1 LCU; art. 7.3 LOPJ). La LCU no regula la eficacia *inter partes* o *erga omnes* de la Sentencia firme de nulidad (lo que es especialmente inusitado, tras haberse planteado de lleno el tema en la discusión parlamentaria del art. 3 Ley de Contrato de Seguro, Ley 50/1980 de 8 de octubre). No queda pues claro si la sentencia conlleva la nulidad de todas las condiciones idénticas puestas en otros contratos, o sólo la nulidad de la cláusula en el concreto contrato sometido al juez. En ausencia de regulación, no queda otra solución que aplicar el artículo 3 LCS por analogía (declarada la nulidad de una condición por STS, la Administración obligará a los aseguradores a modificar las cláusulas idénticas).

C) NORMATIVA SOBRE TRANSPARENCIA BANCARIA

- 20 El artículo 48.2 LDIEC autoriza al Ministro de Economía y Hacienda a establecer toda clase de requisitos de transparencia para los contratos (y la publicidad) de las entidades de crédito, pudiendo incluso llegar a imponer el uso de modelos, someter éstos a autorización administrativa y requerir su entrega al cliente. Todo eso, sin embargo, «sin perjuicio de la libertad de contratación, que en sus aspectos sustantivos y con las limitaciones que pudieran emanar de otras disposiciones legales, debe presidir las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela». Se ve pues claramente que la normativa que el Ministro pueda dictar en virtud de esta autorización no puede inferir en el régimen de Derecho privado de los contratos bancarios.

Es de resaltar que el artículo 48.3 LDIEC permite a las CC.AA. con competencia en materia de defensa del consumidor establecer exigencias superiores pero no inferiores a las que señale el Ministro

(cosa que, con buen criterio, no han hecho hasta la fecha —la norma resalta el carácter administrativo de la normativa que se llegue a dictar, pues como es sabido las CC.AA. sólo tienen competencia en los aspectos administrativos de la defensa del consumidor— ver *supra*).

En virtud de la delegación contenida en el artículo 48.2 LDIEC, se ha promulgado la *OM 12 de diciembre de 1989*, que a su vez subdelegó en el Banco de España una serie de cometidos, lo que dió lugar a la *Circ. 8/1990* de 7 de septiembre. Lo primero que debe destacarse es que el ámbito de la normativa es universal: abarca a todas las entidades de crédito, no sólo a las de depósito, y a todos sus clientes, no sólo a los que sean consumidores y usuarios. El contenido, por lo demás, es muy amplio, pues cubre no sólo aspectos formales, sino que incluso invade áreas de derecho sustantivo. En los siguientes apartados se hará un esfuerzo de sintetizar los aspectos más destacados:

(i) *Intereses*: en esta materia, la normativa establece una serie de reglas:

En primer lugar proclama la libertad de tipos para toda clase de operaciones (art. 1 *OM 12 de diciembre de 1989*).

En segundo lugar obliga a las entidades de depósito —pero no a las restantes entidades de crédito— a publicar en su tablón de anuncios su tipo de interés preferencial y de descubierto en cuenta corriente o excedido en cuenta de crédito (art. 3.1 *OM 12 de diciembre de 1989*).

Por tipo preferencial se entiende el que la entidad aplique a sus clientes de mayor solvencia en el sector privado, en créditos a menos de un año y por importe de más de 100 M pesetas (nor. I, 1.2 *Circ. 8/1990*). Nótese que no existe obligación de otorgar créditos al tipo preferencial, y que por tratarse de un préstamo a grandes clientes su tipo es irrelevante para la clientela normal del banco. Por lo tanto su cuantía no dice nada, y no es un indicativo real que permita medir el coste del dinero en cada institución. Los tipos de descubierto y excedido, por el contrario, sí tienen gran trascendencia, ya que la entidad de crédito no puede aplicar tipos superiores (pero sí inferiores, si se hubieran pactado) (nor. I, 1.1 *Circ. 8/1990*).

En tercer lugar, la normativa aborda el tema de los *intereses variables* desde una triple perspectiva:

— Por un lado, se prohíbe que los tipos de referencia del interés variable sean «los publicados o practicados por la propia entidad o por otras de su grupo», [art. 7.4.d) *OM 12 de diciembre de 1989*; nor. VI.7 *Circ. 8/1990*]; es decir, se prohíbe que el tipo de referencia para una operación a tipo variable sea el preferencial publicado por el banco, o el que aplique a sus operaciones de pasivo, e

incluso parece prohibir que se utilice el MIBOR que le sea cotizado al banco en los mercados interbancarios (ya que éste es un tipo «practicado» por la propia entidad); la prohibición parece una norma de carácter sustantivo, fundamentada en el artículo 1.256 C.c. y no tiene un claro encaje en la delegación de facultades que el artículo 48.2 LDIEC otorga al Ministro de Economía y Hacienda [ver también *in extenso* Cap. VI.4.B).e) *infra*].

- Por otro lado, se exige que toda modificación de tipo de interés variable debe comunicarse al prestatario, bien individualmente, bien mediante publicación en un diario. En este último caso es necesario hacerlo con antelación razonable, y que se haya pactado expresamente (nor. VI.7 y 8 Circ. 8/1990). Excepcionalmente, en contratos de duración indefinida (como p.e. cuentas corrientes), la modificación se puede anunciar simplemente en el tablón de anuncios, debiendo transcurrir dos meses hasta que se aplique el nuevo tipo. Nótese que en las operaciones de interés variable en las que éste está indiciado a un cierto parámetro —MIBOR, preferencial de otros bancos, cédulas hipotecarias— la modificación del tipo no supone una novación del contrato, ni exige un nuevo consentimiento del prestatario. Estamos ante una nueva fijación —en el marco de un contrato de duración— del precio del dinero, fijación que se realizará en base a referencia cierta o al arbitrio de otras entidades (cfr. art. 1.447 C.c.). La finalidad de la normativa se limita pues a asegurar que el deudor tenga conocimiento efectivo y a tiempo de la modificación que se ha de producir.
- Finalmente, el artículo 7.4 d) *in fine* OM 12 de diciembre de 1989 establece que el contrato debe prever «los derechos de que, en su caso, goce el cliente cuando se produzca la modificación». Ni la OM ni la Circular clarifican de qué derechos se trata; nótese además el «en su caso». En consecuencia habrá que concluir que la norma administrativa no exige que se otorgue especiales derechos al prestatario para el caso que se modifique el interés variable; sin embargo, si estamos ante un préstamo a consumidores, es imprescindible que el consumidor tenga el derecho a prepagar, so pena de caer en una condición abusiva de crédito [cfr. apartado B) *supra*].

- 24 En cuarto lugar, la OM 12 de diciembre de 1989 y la Circ. 8/1990 exigen que se mencione el TAE en ciertos documentos contractuales, en todas las liquidaciones de operaciones activas y pasivas y en toda publicidad que haga referencia a costes o rendimientos (Nor. VIII.1 Circ. 8/1990). El TAE (Tasa Anual Equivalente) es el tipo de interés equivalente al que efectivamente se cobra en la operación, que resultaría si los intereses se pagaran una vez al año a término vencido. La gran ventaja del TAE es que sirve de unidad de medida y permite al cliente comparar el coste real de una operación financiera con otra de

características distintas. La Circular contiene normas muy detalladas sobre su cálculo (ver Nor. VIII 2 a 6 y Anexo V).

(ii) *Comisiones y gastos*: la OM parte del principio de libertad de fijación, debiendo las entidades de crédito hacer públicas unas tarifas, que contengan el precio de los servicios prestados habitualmente, que no comporten riesgo crediticio (art. 5 OM 12 de diciembre de 1989). Tales tarifas se deben recoger en folletos totales o parciales, que precisen autorización del Banco de España (Nor. III.4 Circ. 8/1990). Queda prohibido a las entidades cargar cantidades superiores a las señaladas en el folleto, o por conceptos no mencionados en él. Con independencia de lo anterior es necesario mencionar expresamente las comisiones que se van a cobrar, no bastando una remisión al folleto, en los contratos relativos a operaciones activas o pasivas en las que intervenga el tiempo [Nor. VI.6.c) Circ. 8/1990]. La Circular también exige que las comisiones correspondan a servicios efectivamente prestados, prohibiendo ciertas prácticas viciosas [Nor. III.3 Circ. 8/1990]. 25

La *modificación del folleto* de comisiones plantea graves dificultades. La Circ. 8/1990 engloba este supuesto dentro de las modificaciones del tipo de interés variable, lo que desde el punto de vista jurídico es inaceptable (Nor. VI.8.2.º párrafo). Una cosa es la modificación de un tipo variable (nuevo acto de ejecución de un contrato en el que se ha pactado la fijación del precio por referencia a un mercado o el arbitrio de un tercero) y otra cosa totalmente distinta, la modificación de las comisiones y gastos, decidida discrecionalmente por la entidad de crédito. 26

La modificación del folleto debe no sólo ser comunicada sino también aceptada por el cliente para evitar caer en la prohibición de fijación discrecional del precio (enfáticamente prohibida por el art. 1.449 C.c.). La aceptación podrá ser expresa o tácita (sobre todo si el contrato prevé el silencio positivo del cliente) pero es imprescindible, ya que sin ella la nueva tarifa carecerá de fuerza vinculante.

El Banco de España, desconociendo esta exigencia jurídica, se limita a exigir que la modificación del folleto se publique en el tablón y que entre en vigor tras una «*vacatio legis*» de dos meses, debiendo la entidad además informar a la clientela en la primera comunicación que le dirija (Nor. VI.8 Circ. 8/1990). Estos requisitos, sin embargo, no son suficientes desde la óptica del derecho sustantivo, siendo imprescindible el consentimiento del cliente. La negativa de éste a aceptar la modificación únicamente permitirá la resolución del contrato tras un plazo razonable.

(iii) *Reglas de valoración y liquidación*: las reglas de valoración y liquidación han sido tradicionalmente un área de frecuente abuso por las entidades de crédito; por ello en esta materia no rige el principio de libertad, sino que el Banco de España ha establecido una serie de limitaciones contenidas en el Anexo IV de la Circ. 8/1990, que supo- 27

nen mínimos de obligado cumplimiento. Además es obligatorio que las reglas de valoración y liquidación se incluyan en los folletos de comisiones y gastos (norm. III.7 Circ. 8/1990).

- 28 (iv) *Entrega de documentos*: por el juego del artículo 10.1.b) LCU, que prevé la entrega de documento contractual siempre que se trate de un contrato de consumo, y del artículo 7 OM 12 de diciembre de 1989, que prevé la entrega a petición del cliente y obligatoriamente en otros casos (operaciones de leasing, cuentas corrientes, pequeños préstamos o depósitos), resulta que prácticamente en todas las operaciones bancarias es imprescindible la formalización escrita y por duplicado, correspondiendo una copia a cada parte, y debiendo el banco obtener el correspondiente recibí firmado por el cliente (norm. VI.2 Circ. 8/1990). Además, si se trata de operaciones activas o pasivas en las que interviene el tiempo, es imprescindible que se detalle el cálculo, devengo y pago de intereses (norm. VI.6 Circ. 8/1990).
- 29 (v) *Publicidad*: la regla general consiste en que la publicidad realizada por las entidades de crédito no precisa de autorización administrativa, y queda sujeta al régimen común de la Ley General de Publicidad. Por excepción, precisa autorización del Banco de España la publicidad en la que se haga referencia al coste o rendimiento de un producto financiero (ver. art. 10.14 OM 12 de diciembre de 1989 y nor. IX Circ. 8/1990, que también regulan la publicidad de servicios combinados ofrecidos por varias entidades).
- 30 *Incumplimiento*: el incumplimiento por las entidades de crédito de la normativa contenida en la OM 12 de diciembre de 1989 y sus normas de desarrollo, constituye un ilícito administrativo, sancionable como infracción grave prevista en el artículo 5.e) LDIEC. ¿Quid de las consecuencias civiles? ¿Serán nulas las cláusulas contractuales o los contratos que violen lo legislado? Es decir, ¿será nula una cláusula de interés en un préstamo a interés variable por el hecho de que el tipo de referencia sea el MIBOR cotizado al propio banco? ¿O será nulo un contrato de depósito por el mero hecho de que el banco se olvide de incluir las menciones que exige la norm. VI.6 Circ. 8/1990?

La contestación a estas preguntas no ofrece duda alguna: el incumplimiento de normas administrativas, cuya finalidad es disciplinar la actividad de las entidades de crédito, y que además tienen ínfimo rango, no puede tener *per se* repercusión alguna en el ámbito del Derecho privado, ni afectar a la validez de los contratos. Las «normas imperativas y prohibitivas» a las que se refiere el artículo 6.3 C.c., y que conllevan la nulidad de pleno derecho, son únicamente las sustantivas, nunca las de carácter administrativo. La validez de un contrato no puede quedar nunca a expensas de las normas mutantes emanadas de la Administración en su labor de control y disciplina de las entidades de crédito (contra, sin embargo, ILLESCAS: «Los contra-

tos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución» en *RDBB*, [1989], p. 272, que defiende la nulidad de las cláusulas ilícitas, pretendiendo incluir los reglamentos administrativos de infimo rango en el concepto de «leyes» que el artículo 1.255 C.c. utiliza como límite a la libertad de pactos; esta opinión es un eslabón más en la preocupante tendencia a injertar normas fiscales, administrativas o de control de cambios en el sistema del Derecho privado).

Lo que sí es posible, por supuesto, es que el incumplimiento de la normativa de transparencia conlleve también una violación de la LCU, en cuyo caso entrarán en acción las consecuencias previstas en el artículo 10.4 LCU. Dando un paso más, incluso se puede admitir que el incumplimiento por la entidad de crédito de exigencias sustantivas exigidas por la OM 12 de diciembre de 1989 y la Circ. 9/1990 (como por ejemplo la prohibición de utilizar el propio interés preferencial como tipo de referencia), constituye un indicio de que nos podemos encontrar ante una condición abusiva de crédito.

D) EL SERVICIO DE RECLAMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9 OM 12 de diciembre de 1989, el Banco de España mantiene un servicio de reclamaciones encargado de recibir y tramitar las que pudieran formular los clientes de las entidades de crédito sobre actuaciones de éstas que quebranten las normas de disciplina o las buenas prácticas y usos bancarios. 31

Para la admisión y tramitación de reclamaciones ante el Servicio de Reclamaciones del Banco de España es requisito previo, según la Circ. 8/1990, haberlas formulado previamente por escrito ante el «defensor del cliente» (u órgano equivalente) de la entidad de crédito, caso de existir. Si el defensor del cliente no admitiera la reclamación, o hubieran transcurrido dos meses sin resolución o ésta no fuera satisfactoria para el reclamante, podrá interponer su reclamación ante el Servicio. Además, el Servicio rechazará las reclamaciones que sean objeto de litigio ante los Tribunales de Justicia.

Las reclamaciones ante el Servicio se deben presentar por escrito. Admitida a trámite serán notificadas a la entidad afectada para que pueda hacer alegaciones. El expediente deberá resolverse en el plazo máximo de tres meses desde la última actuación que en él conste y concluirá con un informe motivado del Servicio de Reclamaciones del Banco de España, que se comunicará a quien hubiese formulado la reclamación y a la entidad de crédito afectada. Este informe no tiene carácter vinculante ni para la entidad ni para el cliente, aunque es evidente que si es negativo para la entidad, la opinión del Banco de España pesará en su decisión de rectificar voluntariamente la actuación frente al cliente. Este mantiene

por supuesto intacto en todo momento su derecho a acudir a los Tribunales para exigir la indemnización correspondiente.

6. Régimen disciplinario de las entidades de crédito

A) INTRODUCCIÓN Y NORMATIVA

- 1 La actividad de las entidades de crédito se encuentra sometida a un régimen disciplinario mucho más intenso que otras ramas empresariales; niveles similares de disciplina administrativa sólo se encuentran en el mercado de valores y en el de seguros. La justificación de este régimen no plantea dificultades; basta recordar que la confianza en los intermediarios financieros es un requisito fundamental no sólo para los infinitos depositantes que les entregan sus ahorros, sino también para el conjunto de la economía, dada la posición central que las entidades de crédito reúnen en los mecanismos de pago (cfr. Exposición de Motivos LDIEC).
- 2 *Normativa:* el régimen disciplinario, que es único y común a todas las entidades de crédito, se encuentra recogido en la LDIEC. La finalidad básica de esta ley era cumplir con el artículo 25.1 CE, que impide que por vía reglamentaria se creen infracciones o sanciones: toda infracción o sanción debe estar recogida en ley formal que defina al menos las bases fundamentales, pudiendo realizar remisiones a reglamentos, siempre que aquéllas no tengan carácter abstracto o carezcan de precisión (cfr. STC 42/1987 de 7 de abril y STS 10 de noviembre de 1986, RA 6647). Dado que la antigua normativa no cumplía estos requisitos, se hizo imprescindible una nueva regulación.
- 3 *Relación con el Derecho penal:* según el artículo 2 LDIEC, el ejercicio de la potestad administrativa sancionadora es independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. Ello no obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a la LDIEC sea racionalmente imposible, el procedimiento administrativo quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial.

Ello plantea el problema de la relación de este artículo de la LDIEC con el principio general del derecho conocido como *non bis in idem*. El alcance de este principio ha sido precisado por el TC en la STC 30 de enero de 1981 en los siguientes términos:

«el principio general del derecho conocido como *non bis in idem* supone, en una de sus más conocidas manifestaciones, que no recaiga duplicidad de sanciones —administrativas y penales— en los

casos en que se aprecie la identidad del sujeto, hecho y fundamento, sin existencia de una relación de supremacía especial de la Administración —relación de funcionario, servicio público, concesionario etc.— que justificase el ejercicio del *ius puniendi* por los Tribunales y a su vez la potestad sancionadora de la Administración».

El principio *non bis in idem* no es aplicable por tanto en aquellos supuestos en los que exista una relación de supremacía especial de la Administración. Este es el caso de los funcionarios, de los usuarios de servicios públicos, de los contratistas con la Administración. En consecuencia, la cuestión fundamental es determinar si dicha relación de supremacía especial existe también respecto de las entidades de crédito inscritas en los registros administrativos correspondientes. La contestación debe ser positiva (así expresamente STS 18 de febrero de 1985 RA 818), lo que conlleva la inaplicación del principio *non bis in idem* en el marco de la disciplina bancaria.

Unidad disciplinar del Derecho penal y del Derecho administrativo sancionador: aunque en nuestro ordenamiento falte una parte general para las infracciones y sanciones administrativas, tal hecho no puede interpretarse como una habilitación a la Administración para una aplicación arbitraria de sus facultades represivas, sino que se trata de una laguna que ha de integrarse necesariamente con las técnicas propias del Derecho penal ordinario. Dicha integración, aceptada originalmente por la doctrina y jurisprudencia del TS, hoy no admite discusión, tras la expresa declaración por la STC 8 de junio de 1981 que «los principios inspiradores del orden penal son de aplicación, con ciertos matices, al Derecho administrativo, dado que ambas son manifestaciones del poder punitivo del Estado».

Son innumerables las SSTs que se hacen eco — incluso antes de la consagración del principio por el Tribunal Constitucional — de la misma idea. Por su claridad y rotundidad se puede quizá resaltar la STS 9 de junio de 1986, RA 6612:

«El Derecho sancionador y disciplinario administrativo que regula en definitiva la potestad punitiva del Estado, o del resto de los Entes Públicos, debe estar sujeto a los mismos principios valorativos e interpretativos que presiden el Derecho penal, de modo que en garantía del interés público, del administrado y funcionario, ambos Derechos, a pesar de sus matices, se supeditan a unos criterios técnicos-jurídicos comunes y unitarios. Si la administración, dejando incompleto el desarrollo reglamentario que le incumbe, mantiene lagunas, omisiones o vicios en cuanto a su regulación —como la prescripción, presunción de inocencia, cancelación de antecedentes, proporcionalidad de la pena— no puede significar que estas instituciones no puedan aplicarse al Derecho administrativo sancionador, con regresión a facultades discrecionales, sino que este silencio implica una remisión o implícito reenvío a los principios básicos y fundamentales existentes en el Derecho penal, con plena fuerza

integradora y complementaria, sobre todo si se repara en que el sancionador administrativo carece de una llamada parte general».

La unidad disciplinar del Derecho penal y del administrativo sancionador se extiende también, y sin lugar a dudas, a la vertiente sancionadora del ordenamiento bancario y del mercado de valores. Entre los principios de origen penal, plenamente vigentes en los procedimientos administrativos, se encuentran los de responsabilidad personal, presunción de inocencia, culpabilidad y proporcionalidad.

B) SUJETOS

- 5 Sujetos de la potestad disciplinaria son las entidades de crédito, así como las personas que ostentan cargos de administración o dirección en ellas (art. 1 LDIEC). Cargos de administración son los miembros del órgano de administración, o en su caso administradores individuales, y por cargos de dirección habrá que entender el primer nivel de directivos, que responden directamente frente al órgano de administración, y los directores de establecimientos y sucursales independientes, con facultades autónomas (art. 1.4 LDIEC). La ley también extiende la potestad sancionadora a ciertos casos extravagantes (cfr. art. 29 y DA 10.ª LDIEC).

Nótese, sin embargo, que los accionistas de las entidades de crédito no están sujetos a disciplina (excepto si a su vez son entidades de crédito, o si devienen administradores), ni tampoco las filiales en el exterior de entidades españolas.

C) INFRACCIONES

- 6 Se clasifican éstas en muy graves, graves y leves.
- 7 Las *muy graves* están enumeradas —de forma harto anárquica— en el artículo 4 LDIEC. Incluyen supuestos muy heterogéneos:
- realización sin autorización de ciertos actos [a), d)];
 - incumplimiento del coeficiente de recursos propios [b), c)];
 - incumplimiento de obligaciones legales de contabilidad y auditoría [f), g)];
 - falta de colaboración con la Autoridad, o falta de información [h), i)];
 - incumplimiento de un «deber de veracidad informativa» (concepto totalmente nuevo, creado por la LDIEC) frente a socios y público [j)];
 - utilización de testaferros [k)] y reincidencia [e)];

- por si lo anterior fuera poco, se crea una cláusula residual, que sorprendentemente es el párrafo e) y no el último («realización de actos u operaciones prohibidas por normas de ordenación y disciplina con rango de ley o con incumplimiento de los requisitos establecidos en las mismas, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado»); esta cláusula merece una opinión muy crítica, ya que arremete contra el principio de legalidad; solo se puede aceptar su vigencia, cuando la norma violada tenga toda ella rango formal de ley, sin desarrollo reglamentario, y la violación sea de gran gravedad y trascendencia (conforme SUAY en *Comentarios a la LDIEC* dirigidos por Tomás Ramón FERNÁNDEZ [1989], p. 44).

Las *infracciones graves*, a su vez, se reseñan en el artículo 5 LDIEC, 8 que enumera nada menos que 17 supuestos; éstos incluyen:

- infracciones análogas a las muy graves, pero con menor trascendencia [a), b), c), h), l), m), n)];
- incumplimiento del coeficiente de caja y otras limitaciones [g), i)]; dotación insuficiente de provisiones [k)];
- realización de operaciones con incumplimiento de normas [e), j)];
- incumplimiento de la normativa contable [p)];
- utilización de testafierros [o)] y reincidencia;
- para completar el cuadro, se crean nada menos que dos cláusulas residuales [d) y f)]; la primera cubre la realización ocasional de actos prohibidos por leyes de ordenación bancaria, o sin los requisitos exigidos en las mismas, y la segunda exactamente el mismo caso, pero vulnerando normas reglamentarias; si la validez de la primera cláusula residual aún puede estar sujeta a discusión, la segunda constituye un clarísimo supuesto de «vaga remisión abstracta, mediante descripciones carentes de toda precisión» (STS 10 de noviembre de 1986 RA 7824), hecha además a normas reglamentarias, que incide en una violación clara del artículo 25.1 CE y que carece de todo valor (contra: SUAY: op. cit. p. 48).

Las *infracciones leves* — si es que en la práctica alguna vez se llegan 9 a dar, a la luz de la amplitud de las anteriores definiciones — se definen mediante cláusula residual (art. 6 LDIEC: «infracción de preceptos de obligada observancia ... que no constituye infracción grave o muy grave ...»). Aquí la cláusula residual se enfrenta a menos rechazo, por la menor trascendencia punitiva de las infracciones leves, y su inclusión en este ámbito es una constante en las leyes de disciplina administrativa.

D) SANCIONES

- 10 Por la comisión de *infracciones muy graves* se impondrá, en todo caso, a la entidad de crédito infractora una de las siguientes sanciones:
 - Multa por importe de hasta el 1 % de sus recursos propios o hasta 5.000.000 pesetas si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra.
 - Revocación de la autorización de la entidad.
- 11 Por la comisión de *infracciones graves* se impondrá a la entidad de crédito infractora una de las siguientes sanciones:
 - Amonestación pública.
 - Constitución de depósitos compensatorios no remunerados hasta el triple de los déficit de cobertura del coeficiente de caja o de inversiones obligatorias y por un plazo máximo igual a la duración de éstos.
 - Multa por importe de hasta el medio por ciento de sus recursos propios o hasta 2.500.000 pesetas si aquél porcentaje fuera inferior a esa cifra.
- 12 Por la comisión de *infracciones leves* se impondrá a la entidad de crédito infractora alguna de las siguientes sanciones:
 - Amonestación privada.
 - Multa por importe de hasta 1.000.000 pesetas.
- 13 Las sanciones aplicables en cada caso por la comisión de infracciones muy graves, graves o leves, se graduarán en base a los siguientes criterios (art. 14 LDIEC):
 - La naturaleza y entidad de la infracción.
 - La gravedad del peligro ocasionado o del perjuicio causado.
 - Las ganancias obtenidas como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción.
 - La importancia de la entidad de crédito.
 - Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.
 - La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.
 - En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.
 - La conducta anterior de la entidad.

Las sanciones en materia de disciplina gozan de una *publicidad* muy amplia (sin duda porque esto incrementa significativamente su efecto represivo): 14

- Todas las sanciones que sean ejecutivas (excluyendo pues las recurridas cuando se haya solicitado u obtenido la suspensión) deben ser comunicadas por los administradores a la inmediata Junta o Asamblea, de forma que los accionistas de la entidad de crédito tengan pleno conocimiento de las actuaciones irregulares de los administradores; nótese que la obligación de comunicar incluye incluso las infracciones leves (art. 27.4 LDIEC).
- Las mencionadas sanciones también son publicadas en el BOE —obligatoriamente si se trata de infracciones muy graves, discrecionalmente si se trata de infracciones graves (art. 27.5 LDIEC).
- La suspensión, separación e inhabilitación de administradores se debe hacer constar además en el Registro Mercantil (art. 27.2 LDIEC).

E) PRESCRIPCIÓN

De acuerdo con el artículo 7 LDIEC, las infracciones muy graves y graves prescriben a los cinco años, y las leves a los dos desde la fecha de comisión (si la actividad es continuada, desde su cesación). La comunicación del inicio del procedimiento interrumpe el cómputo. 15

F) RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTIVOS Y ADMINISTRADORES

Además de la sanción que corresponda imponer a la entidad de crédito por infracciones graves o muy graves, se pueden imponer sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección sean responsables de la infracción. 16

Será responsable de las infracciones graves o muy graves quien ejerza cargos de administración o dirección en una entidad de crédito cuando aquéllas sean imputables a su conducta dolosa o negligente (art. 15.1 LDIEC). La ley proclama, no obstante, una presunción general de responsabilidad de los administradores o consejeros, en el caso de infracciones muy graves y graves, que se excluye, únicamente, en los siguientes supuestos (art. 15.2 LDIEC):

- Cuando quienes formen parte de órganos colegiados de administración no hubieran asistido por causa justificada a las reuniones correspondientes o hubiesen votado en contra o salvado su voto en

relación con las decisiones o acuerdos que hubiesen dado lugar a las infracciones.

- Cuando dichas infracciones sean exclusivamente imputables a comisiones ejecutivas, consejeros delegados, directores generales y órganos asimilados u otras personas con funciones en la entidad.

- 17 *¿Responsabilidad objetiva?* Sin embargo, esta presunción establecida en el artículo 15 LDIEC no puede llevar a la conclusión que la responsabilidad de los administradores de las entidades de crédito es objetiva y que las únicas causas de exoneración son las del artículo 15.2, antes citadas, y ninguna otra (y en especial, que no han incurrido personalmente en dolo o negligencia).

Semejante interpretación del artículo 15 LDIEC no se ajusta a Derecho por las siguientes razones:

En primer lugar, porque el artículo 15.2 no puede dejar sin aplicación y derogar el principio general del derecho, plasmado en una larga tradición doctrinal y jurisprudencial, de inexistencia de responsabilidad personal sin dolo o negligencia. Lo que el artículo 15.2, rectamente interpretado, instaura es una presunción *iuris tantum* sobre quién es la persona que debe ser responsabilizada cuando haya habido una actuación dolosa o negligente.

En segundo lugar, porque cualquier interpretación del artículo 15 LDIEC en sentido diferente, caería necesariamente en un supuesto de inconstitucionalidad. Así se desprende con toda claridad de la STC 76/1990 de 26 de abril en la que el Alto Tribunal enjuició la constitucionalidad de la nueva redacción dada a la LGT en materia de infracciones fiscales, suprimiendo cualquier adjetivación de las acciones constitutivas de infracción tributaria. En ella, el TC rechaza expresamente que en nuestro sistema jurídico pueda existir un sistema de responsabilidad sin culpa u objetivo, al tratarse de una manifestación del *ius puniendi* del Estado. Es decir, aunque el artículo 15.1 LDIEC no existiera, prevalecería en todo caso el principio constitucional *nulla poena sine culpa*. Por ello, toda interpretación del artículo 15.2 que lleve a configurar una responsabilidad objetiva sin dolo o negligencia no sólo violaría el tenor literal del artículo 15.1, sino un principio constitucional básico.

- 18 En cuanto a las *sanciones* a los directivos y administradores responsables, éstas van desde la amonestación privada a la separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de crédito por un plazo máximo de diez años.
- 19 Las sanciones aplicables se graduarán teniendo en cuenta, además de los criterios señalados para la aplicación de la sanción a la entidad correspondiente, los siguientes:

- el grado de responsabilidad en los hechos que concurra en el interesado;
- su conducta anterior;
- el carácter de la representación que el interesado ostente (frase oscura de difícil interpretación, pero que presumiblemente implica que si la representación es orgánica, por tener funciones delegadas, se estimará como agravante).

G) PROCEDIMIENTO

El *expediente sancionador* es instruido por el Banco de España, 20 siendo uno único para depurar las responsabilidades de la entidad de crédito y de sus administradores o directores. En el caso de infracciones leves la sanción podrá imponerse en expediente sumario, en el que en todo caso habrá que oír al inculpado; pero normalmente el expediente seguirá los trámites de los artículos 133 y ss LPA, en la medida en que el Cap. V LDIEC resulte insuficiente.

Suspensión de administradores: en el acuerdo de incoación de un expediente por infracción muy grave o durante su tramitación, el artículo 24 LDIEC autoriza que «se adopte la medida provisional de suspender a los administradores o directivos que aparezcan como presuntos responsables» (art. 24.1 LDIEC). Este precepto da lugar a varias interrogantes: 21

Dado su carácter preventivo y cautelar no es menester que previamente a la medida se formule pliego de cargos ni se practique diligencia alguna ni se oiga a los afectados; a pesar de ello, la medida parece compatible con la presunción de inocencia constitucional, siempre que se adopte por resolución fundada en Derecho, basada en un juicio de razonabilidad sobre la finalidad perseguida y las circunstancias concurrentes. Sin embargo, dado que la suspensión puede ser no solo medida cautelar, sino también sanción [art. 13.1.d) y 24.3 LDIEC], las exigencias constitucionales imponen que el uso que de esta facultad haga la Administración sea especialmente restringido.

La segunda duda que se plantea es cuál es el órgano competente para ordenar la medida. En nuestra opinión el Ministro de Economía y Hacienda, que es la autoridad que impone las sanciones en caso de infracciones muy graves (el art. 24 LDIEC, sorprendentemente, no es claro en este punto, utilizando una fórmula impersonal; el art. 24.4 LDIEC remite al 17, y éste en cambio sí es claro; contra, sin embargo, ALBIÑANA CILVETI en *Comentario a la LDIEC* dirigidos por Tomás Ramón FERNÁNDEZ, [1989], p. 78).

En tercer lugar, la potestad ampliamente discrecional que el artículo 24 LDIEC otorga al Ministro de Economía y Hacienda, no es un mero poder, sino también un deber, cuyo incumplimiento puede generar responsabilidad patrimonial de la Administración por los posibles daños causados a accionistas o terceros, ya que aquella asume una función protectora de intereses privados («siempre que ello resulte aconsejable para la protección del sistema financiero o de los intereses económicos afectados») (la idea es de ALBIÑANA, op. cit. p. 80).

- 22 Las *sanciones* deben ser impuestas bien por el Banco de España (infracciones leves y graves; el Banco de España en general actúa a través del Consejo Ejecutivo —art. 16.7 LORBE), bien por el Ministro de Economía y Hacienda (infracciones muy graves), con la excepción de la revocación de autorización, reservada al Consejo de Ministros (en ambos casos a propuesta del Banco de España).

Las sanciones, con la excepción de la de amonestación pública y suspensión no cautelar de administradores, son inmediatamente ejecutivas, a no ser que, si la resolución sancionadora es del Banco de España, se interponga recurso de alzada ante el Ministro (art. 116 LPA) o que en otro caso se interponga recurso contencioso-administrativo y los Tribunales acuerden la suspensión (art. 25 LDIEC; sobre el difícil encaje constitucional de esta norma cfr. *in extenso* ALBIÑANA: op. cit. p. 81 y ss.).

H) COMPETENCIAS DE LAS CC.AA.

- 23 Para las cajas y cooperativas de crédito, debe tenerse en cuenta que la potestad disciplinaria del Banco de España y del Ministro de Economía y Hacienda se completan con la de las CC.AA. (ya que todas ellas tienen «competencia exclusiva» sobre dichas entidades de crédito, de acuerdo con sus Estatutos). En esta materia, las CC.AA. pueden legislar, respetando siempre las normas básicas estatales (definidas en el art. 42.1 y 7 LDIEC, que pretenden convertir la práctica totalidad de los Títulos I, II y III LDIEC en básicos) y la necesidad constitucional de rango de ley formal. Varias CC.AA. han hecho utilización de esta oportunidad [véase la legislación citada *supra* Cap. I.3.B)], definiendo diferentes clases de infracciones y regulando sus propias competencias.
- 24 El *deslinde* entre las competencias centrales y las autonómicas lo ha pretendido hacer (fundamentalmente) el artículo 42.2 LDIEC, atribuyendo al Estado únicamente las «infracciones de normas de carácter monetario, o que afecten a la solvencia de las entidades, en la medida en que el adecuado funcionamiento del sistema monetario o crediticio nacional aconseje el ejercicio uniforme de dicha potestad». Este *Gum-*

miparagraph se introdujo para reflejar la doctrina del TC en la STC 49/1988 de 22 de marzo, lo que sin duda garantiza la ortodoxia constitucional, pero es pésima técnica legislativa (conforme PINAR en *Comentarios a la LDIEC* dirigidos por Tomás Ramón FERNÁNDEZ, [1989], p. 138, que resalta un grave error en las referencias cruzadas del art. 42.2 LDIEC).

Los problemas aún son manejables si se trata de una acción de una caja o cooperativa, domiciliada en una Comunidad, que ha realizado la infracción en esa Comunidad — «sólo» habrá que discernir, en base al artículo 42.2 y 3 LDIEC, si la competencia corresponde al Estado o a la Comunidad. ¿Quid sin embargo, si la infracción se comete en una segunda Comunidad? El Estado pretendió irrogarse la competencia en estos casos (DA 1.º 2. LORCA), pero el TC (en la STC 49/1988 de 22 de marzo) estableció la inconstitucionalidad de esta regla, fallando que en estos casos la normativa aplicable viene determinada por el domicilio social de la entidad (no por el lugar de comisión de la infracción), y que la competencia corresponde a la Administración de la Comunidad del lugar de la infracción (solucionándose el conflicto de acuerdo con los art. 42.2 y 3 LDIEC; sin embargo, los arts. 55 y 56 de la Ley valenciana 1/1990 de 22 de febrero, después de irrogarse competencias disciplinarias en cualquier actividad realizada por una caja en su territorio, aunque no esté domiciliada en Valencia, aplica en todo caso la normativa valenciana de ordenación y disciplina, lo que —aunque quizá más lógico— es contrario a la jurisprudencia del TC. La Ley 4/1990 castellano leonesa de 26 de abril, se limita a irrogarse la competencia y a remitirse a la legislación disciplinaria estatal —art. 61).

Recuérdese finalmente que la normativa de la Comunidad de domicilio tendrá en todo caso que acatar las normas básicas que el Estado haya dictado (art. 149.1 11.ª CE), y que en la medida en que no lo haga será nula. El sistema es caótico (la expresión es de PINAR op. cit. p. 132) y es la negación misma de la seguridad jurídica. Para paliar el problema, se prevén convenios entre las CC.AA. y el Banco de España —¡Dios quiera que estos introduzcan claridad y sentido común en esta materia!

7. La crisis de la entidad de crédito

La crisis bancaria [ver también Cap. I.1.C) *supra*] exige *medidas legislativas especiales*, ya que está en juego no solo la supervivencia de la entidad, sino la confianza generalizada en el crédito del sistema financiero —crédito, que como dice la manida frase es de cristal. Por ello, la utilización de las instituciones ordinarias que el derecho tiene

previstas —quiebra y suspensión de pagos— cuya finalidad primordial es el pago de los acreedores bajo el principio de la *par conditio creditorum* —no es frecuente en el sector financiero (en los últimos 30 años, y a pesar de haberse producido la crisis bancaria más grave de la historia, menos de diez entidades han suspendido pagos o quebrado; cfr. también ROJO: «Aspectos civiles y mercantiles de las crisis bancarias» en la obra colectiva *Aspectos jurídicos de las crisis bancarias*, [1988], p. 246 y ss).

La legislación especial ha surgido sin planificación, a golpe de las necesidades que planteaba la crisis concreta del momento (en esto no difiere de la Ley de Suspensión de Pagos). A base de crear instituciones especiales, y, digámoslo también, con la finalidad de otorgar poderes muy amplios al Banco de España, la normativa se ha complicado de tal manera, que ahora conviven nada menos que cuatro vías específicas para resolver la crisis de una entidad de crédito: rescate por el Fondo de Garantía de Depósitos, intervención, sustitución de órgano de administración y revocación de autorización. Veámoslas con mayor detenimiento:

- 2 (i) *Rescate por un Fondo en Garantía de Depósitos*: en el caso de cajas o de cooperativas de crédito (pero sorprendentemente no en el de bancos), el Fondo respectivo dispone de verdaderas potestades administrativas, que le permiten, si estima que las pérdidas de una entidad son de tal magnitud que la ponen en peligro, conminar a sus administradores, y si éstos no toman medidas, reestructurar la entidad, fusionándola con otra, o bien disolverla y liquidarla (arts. 5 y 6 RD 2572/1982 y 2576/1982 de 1 de octubre). Debe advertirse, sin embargo, que la validez y vigencia de estas facultades es muy dudosa: por un lado su rango es inadecuado y por otro, parecen sustituidas tácitamente por la regulación, más específica y de mayor jerarquía, de la LDIEC.
- 3 (ii) *Intervención*: la intervención es, en general, una institución en virtud de la cual, la Administración o bien destituye al órgano de administración de una empresa en crisis, nombrando un nuevo órgano de gestión, o bien impone un órgano de fiscalización, que tiene que autorizar toda actuación de los ordinarios, que siguen existiendo y actuando. Nótese, en todo caso, que la intervención, a diferencia de la incautación, no afecta a la titularidad de la empresa. La intervención tiene pleno respaldo constitucional, siempre que lo exija el interés general (art. 128 CE), se rige por la aparentemente aún vigente Ley de Incautación e Intervención Estatal de Empresas, de rancio sabor preconstitucional, (lo que no sorprende al haber sido dictada el 1 de enero de 1939), y por el artículo 119 Ley de Expropiación Forzosa.

Esta normativa general únicamente es aplicable de forma subsidiaria a las entidades de crédito, pues su intervención ha sido regulada *ex*

novum en los artículos 31 y ss. LDIEC, que constituyen la regulación básica. Según la STC 49/1988 de 22 de marzo, las CC.AA. pueden crear supuestos adicionales de intervención para cajas y cooperativas fuera del ámbito previsto por la legislación estatal, siendo constitucionales los artículos 60 Ley catalana 15/1985 de 1 de julio y 21 Ley gallega 7/1985 de 17 de julio (cuya principal diferencia con la normativa estatal es la previsión, de origen catalán, que los gastos de intervención correrán de cuenta de la propia entidad) (contra, sin embargo, PIÑAR, op. cit., p. 137).

En la LDIEC, la intervención se puede decretar en tres *supuestos*, 4 cuya redacción otorga un amplísimo margen de discrecionalidad a la Administración:

- «cuando una entidad de crédito se encuentre en una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia» (art. 31.1 LDIEC);
- cuando una entidad de crédito acuerde (voluntariamente) su disolución, siempre que «por el número de afectados o por la situación patrimonial de la entidad tal medida resulte aconsejable» (art. 38.1 LDIEC);
- cuando se transmita una participación del 15 % o más de un banco (pero no de otra entidad de crédito) sin autorización del Banco de España (art. 48.2 LOB).

La decisión de intervenir se toma en el primer caso por el Banco de España (art. 32.1 LDIEC), en el segundo —sorprendentemente— por el Ministro de Economía y Hacienda (art. 38.1 LDIEC) y en el tercero no está claro, pues el artículo 48 LOB se remite —con encomiable precisión— a los artículos 31 a 38 LDIEC, que como hemos visto, regulan dos clases de intervención, encomendadas a órganos diferentes. Dado que el supuesto del artículo 48.2 LOB se asemeja más al del artículo 31.1 que al del artículo 38.1 LDIEC, parece que lo más lógico es que la competencia corresponda al Banco de España.

Contra la decisión de intervenir pueden recurrir los interesados (entidad de crédito, administradores o accionistas) en vía administrativa o jurisdiccional. Sorprendentemente la LDIEC carece de una regla estableciendo que la decisión sea inmediatamente ejecutiva, paralela al artículo 25 LDIEC para las sanciones.

La decisión de intervenir de ordinario únicamente se puede adoptar previa audiencia de la entidad interesada, salvo que

- la medida se tome a petición de los administradores de la entidad, de accionistas que representen el 5 % del capital social en el caso de sociedades anónimas (art. 100.2 LSA), de socios que repre-

senten el 10 % de los votos o de los interventores en el caso de cooperativas (art. 44.2 y 67 LCoop.) o de la comisión de control en el caso de cajas (art. 21 LORBE) (cfr. artículos 32 y 33 LDIEC);

- el retraso comprometa gravemente la efectividad protectora de la intervención (art. 33 LDIEC).

Finalmente, parece que las autoridades autónomas también pueden tener competencia ejecutiva en esta materia, siempre que sea adicional y sin perjuicio de la estatal (STC 49/1988, de 22 de marzo; así lo prevé Ley valenciana 1/1990, art. 68; no lo prevé, en cambio, la Ley castellano leonesa 4/1990).

- 5 La *función del o de los interventores*, que pueden ser designados mancomunada o solidariamente, o incluso formar un consejo, si su número iguala o excede del de tres, es doble:
 - Por un lado tienen que dar su aprobación expresa a los acuerdos de cualquier órgano de la entidad (no solo al de administración), y sin éste tales acuerdos no serán válidos (salvo el ejercicio de acciones o recursos) (art. 35.1 LDIEC). Los interventores no sustituyen pues a los órganos, que continúan normalmente ejerciendo sus funciones, sino que se limitan a tener un derecho de veto (lo que implica que la responsabilidad por los actos es de los órganos, no de los interventores). Nótese que, a diferencia de lo que ocurre en la suspensión de pagos, la facultad fiscalizadora de los interventores no se extiende a los actos que puedan adoptar no los órganos, sino los directivos u otros representantes no orgánicos de la entidad; de ahí que
 - los interventores también tienen la facultad de revocar algunos o todos los poderes otorgados a los representantes no orgánicos de la sociedad (art. 35.2 LDIEC); lo que, sin embargo, no tienen, es el poder para otorgar nuevos poderes, ni facultad legal para obligar a los órganos a otorgarlos; la Ley también faculta a los interventores para que revoquen delegaciones de facultades, a pesar de que los actos que puedan adoptar los administradores-delegados, al ser éstos un órgano social, caen dentro del ámbito de veto del artículo 35.1 LDIEC.
- 6 En materia de *cesación de la intervención*, el artículo 31.1 LDIEC se limita a decir que continuará hasta «que se supere la situación mencionada», es decir, hasta que desaparezca la crisis o se haya terminado la liquidación. Desaparecida la causa, es evidente que cualquier interesado —la entidad o cualquier socio— puede pedir el cese de la intervención. El artículo 119 Ley de Expropiación Forzosa prevé el derecho a la indemnización por los daños sufridos en las instalaciones por causa de la intervención. El supuesto debe extenderse a aquellos

casos en los que la intervención se declare improcedente, o su actuación incurra en responsabilidad.

Si no se supera la situación de crisis, la intervención también puede desembocar en una revocación de autorización, con liquidación obligatoria, o en una expropiación forzosa de la titularidad de la empresa.

(iii) *Sustitución del órgano de administración*: esta medida sirve, a los ojos del legislador, tanto para un roto como para un descosido; por un lado constituye una medida cautelar, acto de puro trámite en un expediente sancionador (arts. 17 y 24 LDIEC); por otro lado, puede constituir una sanción, impuesta como consecuencia del correspondiente expediente (arts. 12, 13 y 17 LDIEC); finalmente también puede ser una medida para solucionar un caso de crisis de la entidad, en cuyo caso constituye una decisión sustantiva que pone fin a un expediente específico (art. 31.1 LDIEC). 7

El contenido de la medida radica en la sustitución del órgano de administración de la entidad, nombrando el Banco de España (o en su caso la Comunidad Autónoma) uno o varios administradores, que actuarán mancomunada o solidariamente o en forma de Consejo. Nótese pues que lo que se hace no es sustituir a los miembros del órgano de administración de la entidad, sino sustituir este órgano en todo por el previsto en el artículo 34 LDIEC (que a su vez deja amplísima discreción a la decisión de la autoridad).

Las *funciones* de los nuevos administradores serán las que procedan de acuerdo con la normativa propia de la entidad afectada; también les será aplicable el régimen de responsabilidad que esa normativa establezca. Aquí está pues la gran diferencia con la intervención: en ésta, sólo hay derecho de veto, en aquélla se produce la sustitución con asunción plena de los poderes y de las responsabilidades que por ley o estatutos correspondan al órgano de administración. 8

Sin embargo, los administradores sustitutos están a expensas de la junta de socios o accionistas, que continúa en sus funciones y con todas sus competencias. Para evitar que esta interfiera en la labor de los nuevos administradores, la ley les da a éstos un derecho de veto sobre todas las decisiones de la junta (salvo interposición de acciones y recursos) (cfr. art. 36.1 LDIEC).

El artículo 36.2 LDIEC prevé una moratoria de hasta un año en la presentación de las cuentas, intentando atajar el problema de imposibilidad fáctica de determinar la situación real de la entidad en base a su contabilidad —problema que se ha presentado en la práctica con frecuencia.

Lo dicho en materia de competencias, procedimiento y cesación en sede de intervención, también es aplicable a la sustitución. 9

- 10 (iv) *Revocación de autorización*: la revocación de la autorización puede ser procedente como la más grave de las sanciones disciplinarias, impuesta por el Consejo de Ministros (ver *supra*); pero la legislación prevé además otros supuestos, de características muy diferentes, recogidos en el original artículo 57 bis LOB, introducido por el RDLeg 1298/1986, y mantenido expresamente en vigor por la LDIEC y que, a pesar de su ubicación, es aplicable a toda clase de entidad de crédito. Dichos supuestos, que constituyen un *numerus clausus*, son los siguientes:
- si la entidad de crédito no da comienzo a sus actividades dentro de un plazo de doce meses desde la notificación de la autorización; aunque la norma no lo diga, presupone que la inactividad sea imputable a la propia entidad, no a fuerza mayor o a la propia Administración (así Tomás Ramón FERNÁNDEZ en *Comentarios a la LDIEC*, [1989], p. 125);
 - si la entidad de crédito renuncia expresamente;
 - si la entidad de crédito suspende sus actividades durante un período superior a seis meses; en la práctica, sin embargo, esta norma nunca se ha cumplido, y es notorio el tráfico que se ha venido haciendo con las «fichas bancarias», entidades bancarias sin actividad real;
 - si se obtuvo la autorización por medio de declaraciones falsas o por otro medio irregular; nótese que el incumplimiento de las condiciones de la autorización constituye en sí una infracción muy grave o grave (arts. 4.a) y 5.a) LDIEC], que puede, pero no tiene que llevar a una sanción de revocación de autorización; existe pues una doble alternativa de actuación de la Administración, bien por vía disciplinaria o bien por la presente; ambas vías presentan diferencias significativas: en la del artículo 57 bis LOB no cabe sancionar a los administradores de la entidad afectada, y el órgano competente será el que dió la autorización, no el Consejo de Ministros;
 - si la entidad de crédito carece de fondos propios suficientes o no ofrece garantía de poder cumplir sus obligaciones: este supuesto abre una cuarta vía de solución a la crisis de la entidad de crédito, aparte del rescate por los Fondos de Garantía, la intervención y la sustitución; cuando una entidad de crédito se ve en la imposibilidad de continuar en el ejercicio normal de su actividad, sin haber incurrido en gestión irregular merecedora de sanción, y cuando la crisis es de imposible solución, por lo que intervención y sustitución carecen de sentido, la Administración puede decantarse por la revocación de la licencia.
 - si se revoca, en su país de origen, la autorización de una matriz con sucursal abierta en España, queda revocada la de esta última.

Nótese que ni la suspensión de pagos ni la quiebra producen por sí mismas revocación de la autorización. Para que esto ocurra es necesario que se dé alguna de las causas y se siga el procedimiento previsto en el artículo 57 bis LOB.

Aunque el artículo 57 bis LOB no lo dice, la *autoridad facultada* 11 para revocar la autorización será quien la concedió (o quien la pudiera conceder en la actualidad) —el Ministerio de Economía y Hacienda, y en el caso de cajas y cooperativas la Autoridad autonómica apropiada. El procedimiento a seguir es el de los artículos 19 y ss. LDIEC (cfr. art. 57 bis.2 LOB, al haberse derogado el art. 57 LOB). La revocación de la autorización lleva necesariamente a la disolución de la entidad (a no ser que los socios estén dispuestos a modificar su objeto social), siendo los liquidadores por ley el Fondo en Garantía de Depósitos al que la entidad pertenezca, y en el caso de que no perteneciera a ninguno, la persona designada por la autoridad competente (no por los socios).

CAPITULO V EL MERCADO DE CREDITO: OBJETO

1. El dinero. Concepto y características

El objeto de la actividad bancaria es el dinero: con él comercian las entidades de crédito en el mercado financiero —lo captan de los ahorradores, pagan un precio por él e intentan prestarlo a los demandantes de crédito a un precio superior. Esto hace ineludible dedicar atención a esta unidad de medida del valor económico de los bienes, que sirve de instrumento de cambio, de medio de pago de todas las obligaciones y de instrumento de acumulación de riqueza. 1

Características: en una primera aproximación, podría describirse el dinero como las monedas y los billetes emitidos en un territorio por la Autoridad gubernativa, como múltiplos de una unidad de cuenta y que sirven, *imperio lege*, como medio universal de pago, con pleno poder liberatorio, de toda clase de deudas pecuniarias (la descripción está basada en MANN: *The legal aspect of money*, [1971] p. 9). La descripción así trazada no satisface ni a los economistas ni a los juristas. 2

Desde un punto de vista económico no existe unanimidad alguna sobre si el dinero es una masa; un flujo, o ambas cosas; considerado como masa, la definición más usual es la conocida como M1, que incluye no solo todos los billetes y monedas en curso en manos del público (E), sino también el total de depósitos a la vista en las entidades de crédito (D), luego ($M=E+D$). Los depósitos a la vista no son jurídicamente dinero, pero como los depositantes pueden disponer de ellos para hacer pagos (por cheques, tarjetas, transferencias, ...) esta magnitud se comporta macro-económicamente como si fuera dinero, y por ello se incluye en el concepto económico.

Jurídicamente, la descripción tampoco es satisfactoria como definición, por su carácter circular, ya que traslada el *onus definendi* al concepto de deuda pecuniaria. En realidad, encontrar la definición correcta y universal de dinero es tarea virtualmente imposible, y nuestro Derecho positivo, con buen criterio, ha huido de todo intento de establecerla (el art. 284 C.p. se limita a decir que «a efectos penales se entiende por moneda el papel moneda, los billetes del Estado y de banco, la moneda metálica y los demás signos de valor de curso legal emitidos por el Estado u organismos autorizados para ello», equiparándose monedas nacionales y extranjeras). Por eso, lo más constructivo es analizar cada uno de los elementos de la descripción tradicional, para intentar llegar al fondo del fenómeno jurídico dinero.

- 3 (i) *Monedas y billetes*: la primera forma de dinero fue la moneda metálica, cuyo valor intrínseco era equivalente al de la plata u oro que incorporaban. La invención de la moneda metálica con valor intrínseco se pierde en la noche de la historia, y aún continuaba vigente cuando la peseta se creó por D. 15 de octubre de 1868, que fijó su valor por relación al oro y a la plata (al adoptar España en aquel momento un sistema bimetalista).

El gran problema de la moneda metálica es la dificultad de su movilización; este problema hizo surgir unos títulos valor al portador y a la vista —los billetes de banco— que incorporaban el derecho a recibir su valor nominal en monedas de oro y plata. Los billetes eran emitidos por los denominados bancos de emisión —unas veces en régimen de monopolio, y otras en régimen de libertad. Así en España en 1849 el privilegio de emisión fue otorgado al Banco Español de San Fernando, pero respetando los privilegios que ya tenían los bancos emisores de Barcelona y Cádiz.

Sin embargo, en 1856, en el proceso de discusión de la Ley de Bancos de Emisión, se añadió al artículo 3 —que regulaba las sucursales del Banco de España— una semifrase que autorizaba a crear bancos particulares con privilegio de emisión igual al del Banco de España (como se ve, los vicios e improvisaciones del legislador perduran a través de las épocas y los sistemas políticos). España pasó así a tener bancos de emisión privada, declarándose en 1869 —en el culmen del movimiento liberal— que su creación sería libre, pero que la aceptación de sus billetes sería voluntaria (con lo que realmente se les privaba de su carácter de dinero). El artículo 179 C.Com. aun permite a los bancos emitir billetes al portador, dejando la autorización en suspenso mientras subsista en vigor el privilegio «de que actualmente disfruta el Banco Nacional de España (sic)». Estos billetes tenían que ser pagados «en metálico» (es decir oro y plata) a simple presentación, y para ello los bancos tenían que tener en caja y precisamente en «metálico» el 25 % de los depósitos (art. 180 C.Com.). Además, el importe de los billetes más los depósitos, no podía exceder del importe de la reserva y de los valores en cartera a menos de 90 días (art. 182 C.Com.; norma, por cierto, totalmente inútil, pues permitía multiplicar *ad infinitum* la cifra de billetes a la vista, invertidos en valores a 90 días, en contra de la más elemental prudencia bancaria).

No sería hasta el DL 19 de marzo de 1874 cuando se restableció el privilegio exclusivo de emisión en el Banco de España, aunque con carácter temporal (carácter que no desapareció hasta el art. 1 LOB).

- 4 La naturaleza de los billetes al portador sufrió una importante modificación por Ley de 9 de noviembre de 1939, que declaró que los billetes del Banco de España constituyen «medio legal de pago con pleno poder liberatorio». Esto implica que se abandona el patrón oro,

no pudiendo el tenedor exigir al Banco de España que le entregue el valor nominal del billete «en metálico», y que a cambio se otorga a dichos billetes pleno poder liberatorio.

Posteriormente el artículo 18 RDL 18/1962 de 7 de junio reiteró la facultad «exclusiva» del Banco de España de emitir «billetes de curso legal al portador», regulando a continuación el canje de billetes (ver también arts. 22 a 30 Reglamento del Banco de España —OM 23 de marzo de 1948— con los detalles de la emisión, y curiosos procedimientos con triple llave). Finalmente la Ley 10/1975 de 12 de marzo regula el privilegio de acuñación de moneda metálica, que corresponde al Estado, estando encomendada la acuñación a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre y la puesta en circulación al Banco de España, que debe abonar al Tesoro el valor facial de las cedidas al mercado (art. 6 L. 10/1975). Nótese que el dinero español —como el de todos los países— es puramente fiduciario, sin respaldo alguno de oro o plata.

En términos jurídicos, las monedas y los billetes están sometidos a las reglas de posesión y circulación correspondientes a las cosas muebles. Son pues de aplicación el artículo 464 C.c., cuando no lo sea el artículo 86 C.Com., que declara irrevindicable la «moneda» pagada en las compras que realicen en tiendas o almacenes (así GARRIGUES: *Contratos bancarios*, [1975], p. 68). 5

¿Cuál es la normativa aplicable a los billetes emitidos por el Banco de España? El C.Com. (art. 181) aún establecía la obligación del banco emisor de pagar sus billetes. Desde 1939 esta regla no tiene aplicación. El tenedor de un billete carece de todo derecho de crédito frente al Banco de España. No puede exigirle nada. Únicamente es propietario de un título, representativo de un valor, que puede ser consumido. 6

El artículo 545 C.Com. y en especial los artículos 547 y ss. sobre robo, hurto y extravío de efectos al portador no son aplicables a los billetes del Banco de España —el que sufra estos infortunios con billetes del Banco de España, no tiene acción alguna contra el banco emisor. El único derecho del que dispone el tenedor es a que le sustituyan los billetes deteriorados o incompletos, «que no ofrezcan duda» (arts. 28 y 30 Reglamento del Banco de España).

¿*Quid* si los billetes, válidamente emitidos pero aún no puestos en circulación, son robados y puestos en circulación ilícitamente —es decir sin la «habilitación» a que se refiere el artículo 26 Reglamento Banco de España? (El tema no es puramente académico, y se ha producido en varias ocasiones, la más famosa afectando a Portugal, por negligencia de la imprenta inglesa, cuyos servicios había contratado, lo que dió lugar a una conocida Sentencia de la Cámara de Lores —Banco de Portugal vs Waterlow & Sons— en 1932; ver MANN

op. cit. p. 28). Asumiendo que los billetes hayan sido válidamente emitidos por acuerdo del Consejo del Banco (tal como exige el art. 22 Reglamento) no puede caber duda que los títulos son válidos, aunque carezcan de la habilitación para circular, ya que se trata de un simple requisito interno, y nuestro Derecho no exige un negocio jurídico expreso de emisión para la validez del título valor. Si se careciera incluso de acuerdo de emisión, no estamos en realidad ante billetes del Banco de España y por lo tanto no tendrían la consideración de dinero.

- 7 Debe resaltarse que en nuestra sociedad la inmensa mayoría de las deudas pecuniarias no se satisfacen mediante la entrega de monedas o billetes, sino mediante cargos en *cuentas corrientes bancarias* utilizando cheques, tarjetas de crédito, transferencias y mil procedimientos más. Esto por supuesto no quiere decir que el cheque, la tarjeta de crédito o la transferencia constituyan dinero, ni que tampoco lo sea el saldo que el cuentacorrentista tiene en el banco. Lo primero son medios para pagar una deuda, lo segundo es un crédito frente al banco. Jurídicamente no son dinero —lo pueden ser económicamente, puesto que son masas que se comportan como los billetes en mano del público, pero no desde el punto de vista del Derecho.

Ahora bien, ¿es imaginable una sociedad donde el dinero no se represente mediante monedas y billetes? Naturalmente que sí; en nuestro estado de desarrollo, la moneda y el billete son la forma de representación *ope legis* del dinero. No existe ningún inconveniente para que el legislador incorpore el dinero a cualquier instrumento diferente —por ejemplo tarjetas magnéticas. O incluso que se produzca una desincorporación total, y que el dinero se convierta en una simple anotación en cuenta, como ha ocurrido en los valores negociables. Pero hace falta un mandato legal para que ese nuevo instrumento, o ese sistema de anotaciones en cuenta se convierta en el medio universal de pago con plenos poderes liberatorios. No parece por el contrario suficiente que exista un uso social: por eso las fichas de teléfono, ampliamente utilizadas en Italia como medio de pago en ausencia de calderilla, o las cuentas corrientes bancarias, a través de las cuales en el comercio se canalizan la mayoría de los pagos, no son nunca dinero en sentido jurídico.

- 8 (ii) *Emitidos en un territorio por una Autoridad*: el dinero es la expresión última de la soberanía económica. Moneda es en el campo económico lo que ejército es en el político: es la representación del *imperium*. La CE sin embargo no menciona expresamente el privilegio estatal de acuñación de moneda —solo incidentalmente se establece que el «sistema monetario: divisas, cambio y convertibilidad» es competencia exclusiva del Estado y no de las CC.AA.; lo que abre la posibilidad de privatización de la emisión de dinero (cfr. art. 149.1.11.ª CE).

Derechos del Estado sobre la moneda: el Derecho internacional público reconoce un derecho absoluto de los Estados a regular su dinero, definiendo la unidad de valor, devaluando o revaluándola con respecto a otras monedas, introduciendo o suprimiendo su convertibilidad. Ningún Estado garantiza que el valor de su moneda va a permanecer invariable. A lo dicho hay que añadir el principio nominalista que también es aceptado universalmente, que implica que una deuda por valor de 1.000 Francos franceses, se tiene que satisfacer entregando lo que la ley francesa establezca que equivale a 1.000 Francos franceses en la fecha de pago, cualquiera que sea el valor real de esa cantidad. 9

Ambos principios otorgan un inmenso poder al Estado, ya que una política monetaria que reduzca el valor del dinero a través de la inflación, le permite reducir la riqueza poseída por todos los tenedores de esa divisa, o acreedores cuyos créditos están cifrados en ella (lo que es especialmente atractivo cuando el deudor es el propio Estado). El efecto de la inflación es por lo tanto equivalente al de un impuesto indirecto que grave la riqueza dineraria y los derechos de crédito.

Al tratarse de manifestaciones del poder político de dirección de la economía, nadie puede reclamar al Estado por los daños que sufra como consecuencia de la pérdida de valor de la moneda —existirá una responsabilidad política de los gobernantes, pero no existirá responsabilidad patrimonial. Lo dicho, tiene sin embargo, una doble limitación: la interdicción de la arbitrariedad (art. 9.3 CE) y la prohibición del carácter confiscatorio de los impuestos (entendidos en sentido amplio: el efecto de la inflación es igual al del tributo, pues transfiere riqueza del ciudadano —que se empobrece— al Estado, que se enriquece con el incremento en la cuantía del dinero adicional que emite; ver art. 31 CE).

El poder onmimodo del Estado para variar el valor del dinero e indirectamente el de todos los créditos cifrados en esa divisa se ve parcialmente compensado por la remuneración —vía intereses— que recibe ese dinero (al menos en un mercado libre e interrelacionado con el exterior). Cuanto mayor sea la depreciación de la moneda que un Estado permita, mayor será el interés que los activos cifrados en esa divisa devenguen, estableciéndose así un mecanismo compensador.

Los Estados de economía de mercado desarrollada, conscientes del poder casi onmimodo del que disfrutaban a través de la política dineraria, han creado instituciones públicas autónomas, de forma que el control del valor del dinero no esté en las mismas manos que las decisiones de política económica; así también en España, donde el Banco de España goza de autonomía (art. 1 LORBE), y tiene enco- 10

mendado como objeto «el de salvaguardar el valor del dinero» (art. 3 LORBE, ver *in extenso* Cap. III.1 *supra*).

- 11 La autoridad que emite dinero normalmente será el Estado, y el territorio dentro del que circule normalmente coincidirá con el del Estado. Sin embargo, la autoridad también puede ser un ejército invasor, que imponga una moneda militar, o incluso en una guerra civil, una de las facciones que domine una parte del territorio sin que ello afecte a su naturaleza (MANN, *op. cit.* p. 19).

- 12 (iii) *Múltiplos de una unidad de cuenta*: el dinero se expresa siempre como un múltiplo o una fracción de una unidad de cuenta, la Peseta en nuestro caso, la Libra esterlina en el Reino Unido, el Dinar kuwaiti en Kuwait. Históricamente, la unidad en la mayoría de los casos se puede reconducir al valor de una cantidad de una mercancía en un determinado momento. Así el Peso español se basaba en una cantidad de oro, y su valor fue aceptado en 1792 por el Congreso Americano para definir el Dólar, que a su vez se ha utilizado para definir muchas otras divisas. Para cerrar el círculo el DL 4 de julio de 1958 fijó la paridad de la peseta en razón de 0,0148112 gramos de oro fino por peseta o 60 pesetas por Dólar USA del peso y ley en vigor el 1 de julio de 1944. (Que la peseta se pasase a definir en relación al oro o al Dólar, no implicaba por supuesto, que se reintrodujera la convertibilidad en oro: ningún tenedor de pesetas tenía ni tiene el derecho a exigir su contravalor teórico en oro). La paridad con el oro y el Dólar se modificó por DL 2731/1967 de 19 de noviembre, y se abandonó, permitiéndose la libre flotación, por dos simples «notas» publicadas el 9 de febrero de 1976 y 12 de julio de 1977 (es decir, se abandonó el sistema de cambios rígidos, y se permitió que el valor de la peseta frente a otras divisas se fije libremente por el mercado).

Sin embargo, lo cierto es que no en todas las divisas se puede encontrar el origen histórico de la unidad (el de la Libra esterlina se pierde en la noche de los tiempos), ni tales orígenes tienen mayor trascendencia, puesto que con el tiempo el valor de la unidad se independiza —precisamente como consecuencia del ejercicio por el Estado de su potestad de variar el valor del dinero— del patrón que le dió origen. El valor de la unidad viene pues determinado por el valor original definido históricamente *ope imperio* y por la actuación del Estado sobre él, modificando su valor e incluso su denominación. El valor del Dólar y de la Peseta hoy son pues la consecuencia de la política de ambos Estados, sin relación alguna con los valores originales de las divisas.

- 13 (iv) *Medio universal de pago, imperio lege, de toda clase de deudas pecuniarias*: es éste el elemento fundamental en la definición de dinero. El dinero puede estar representado por monedas o billetes; el emisor puede que ser el propio Estado u otra Autoridad; se expresa como

múltiplo de una unidad de cuenta pero existen otras cosas que comparten esta característica (por ejemplo los conocimientos de embarque expresados en unidades de peso). Pero únicamente el dinero constituye, *imperio lege*, medio universal de pago. Esto quiere decir que el dinero no es una mercadería, sino un medio de pago, que el Estado impone en todos aquellos casos en los que el pago no se puede efectuar dando una cosa, o haciendo o no haciendo algo.

En España hasta 1939, el único medio universal de pago, *imperio lege*, era la moneda metálica emitida por el Estado; desde entonces lo es dicha moneda, y además los billetes que emita el Banco de España.

El legislador en ocasiones puede, sin embargo, prohibir que los billetes o las monedas se utilicen para realizar ciertos pagos (así, pagos en calderilla por incomodidad, o ciertos pagos en billetes, por razones de seguridad, o la obligatoriedad de utilizar cheques, por razones de control fiscal). En España ha ocurrido para las obligaciones salariales. Este argumento refuerza una vez más la separación entre el concepto de dinero y su representación mediante billetes y monedas. Los billetes son dinero, porque el Estado los ha calificado como medio universal de pago. El Estado es libre para quitarles este carácter, o de dárselo también a otros bienes o derechos (por ejemplo a las cuentas bancarias —y hay claramente indicios de un movimiento en este sentido, comenzado pero aún no concluido).

2. Clases de dinero

Moneda nacional y extranjera: tradicionalmente, el dinero se clasificaba en dos categorías: dinero nacional y extranjero. Constituye un principio de Derecho internacional privado, que tanto el dinero propio, como el emitido por otras naciones, goza de la condición jurídica de dinero, tanto desde el punto de vista penal (véase art. 284.II C.p., que equipara expresamente moneda nacional y extranjera) como desde el punto de vista civil. El único requisito exigido es que ese valor tenga en la actualidad en alguna nación la consideración legal de dinero, es decir, tenga curso legal y capacidad para extinguir obligaciones. Supuesto este requisito, nada se opone a que se cree una obligación, sujeta a Derecho español, cifrada, según la voluntad de las partes, en esa moneda extranjera. En tal caso, la voluntad de las partes hace que el efecto solutorio de la obligación aunque se realice en España, solo se alcance a través de la entrega de esa divisa (y no mediante la entrega de pesetas). Pero el que deba pagarse en divisas no implica que la obligación, a todos los efectos, no continúe siendo una obligación dineraria (por ejemplo a efectos de intereses, compensación, etc. —ver *infra*). La Ley únicamente excluye el uso de la

moneda extranjera en aquellos casos en los que su valor cambiante puede afectar a la seguridad jurídica de terceros —asi ni el capital social de una sociedad ni una hipoteca pueden cifrarse en moneda extranjera (ver art. 4 LSA y 219.1 LH, normas que precisan de modificación urgente).

- 2 El dinero extranjero se puede utilizar no sólo *in solutione*, como medio de pago obligatorio de la obligación, sino también mediante pacto, como cláusula de valor, en cuyo caso el deudor debe pagar en dinero nacional, pero indexando la cantidad debida al cambio de una moneda extranjera. La validez de la cláusula «valor moneda extranjera» no ofrece duda en nuestro ordenamiento, y las obligaciones de esta naturaleza, si creadas entre dos residentes, no están sujetas a la normativa de control de cambios (cfr. art. 1 Ley 40/1979 de 10 de diciembre. de Régimen Jurídico de Control de Cambios).
- 3 *Dívisas extranjeras admitidas a cotización oficial*: recientemente, la Ley ha creado una nueva distinción dentro del dinero extranjero: el admitido a cotización oficial y el que no lo está.

La admisión a cotización oficial se refiere a que ciertas divisas son cotizadas en el mercado oficial que el Banco de España organiza. Se trata de 20 divisas, enumeradas en la Norma 1.ª2 de la Circular 1/1991 de 22 de enero del Banco de España (la norma actualmente en vigor en materia de mercado de divisas, que no menciona ninguna norma habilitadora de superior rango, a pesar de la exigencia de la DA 8 LDIEC). La admisión o no a cotización oficial tiene una repercusión muy leve: la única diferencia es que con respecto a las divisas cotizadas, el Banco de España hace público los cambios y los publica en el BOE, (Norma 3.ª Circular 1/1991), mientras que las demás divisas pueden y son cotizadas por las entidades bancarias, que fijan libremente el cambio, pero sin que éstos sean publicados oficialmente (Norma 1.ª Circular 1/1991). Las divisas no cotizadas oficialmente son pues tan convertibles como las no admitidas a cotización oficial, radicando la única diferencia en la publicidad de los cambios. La admisión o exclusión de cotización oficial se realiza a través de una simple Circular del Banco de España (ver Norma 1.ª2 *in fine* Circular 1/1991) —y obedece a circunstancias muy diversas y apreciadas de forma totalmente discrecional. En la actualidad están admitidas únicamente 20 divisas, algunas de importancia pequeña, como por ejemplo el Dólar australiano, y faltan otras de gran trascendencia (el rublo ruso, o el cruzeiro brasileño).

Sorprendentemente el hecho que el Banco de España incluya o excluya una divisa de cotización oficial, tiene una trascendencia inmensa a nivel de Derecho privado: sólo se pueden emitir pagarés, letras de cambio y cheques en moneda extranjera admitida a cotización oficial (art. 1.2 y 106.2 LCC), y sólo se pueden exigir obligacio-

nes cifradas en tales divisas a través del juicio ejecutivo (art. 1.435 LEC introducido en la reforma de 1984). Es decir, la exclusión de una divisa por el Banco de España tiene como consecuencia que títulos cambiarios cifrados en esa divisa pierdan su naturaleza, y que todas las obligaciones en esa divisa tengan que ser exigidas a través de los trámites —mucho más lentos— del juicio ordinario.

La exigencia de cotización oficial contenida en los artículos 1.2 y 106.2 LCC y 1435 LEC carece de todo sentido, desconoce que la admisión a cotización oficial afecta a un requisito accesorio de publicidad de la cotización (ya que las restantes divisas también son convertibles en pesetas) y representa un nuevo paso en esa preocupante evolución que hace depender la validez civil de las obligaciones de normas administrativas económicas, de contenido complejo, cuya verdadera trascendencia, y la realidad financiera que subyace, el legislador civil desconoce.

Unidades de valor dinerarias: DEG y ECU: desde hace 20 años, se está generalizando la utilización, en el ámbito del Derecho privado, de unas unidades de valor dinerarias, creadas y administradas por organismos internacionales —se trata en especial de los Derechos Especiales de Giro, creados por el Fondo Monetario Internacional y el ECU, creado por las Comunidades Europeas (aunque existen varias unidades más, pero de poco uso en la práctica). 4

Los DEG son derechos de los países miembros frente al FMI, cuyo valor está definido por referencia a ciertas cantidades de dinero nacional de miembros del Fondo, no pudiendo la composición modificarse más que mediante un acuerdo apoyado por el 85 % de los países miembros. Es evidente que los DEG no constituyen dinero, sino unos derechos de características muy especiales frente al FMI. Lo que ocurre es que en contratos de naturaleza privada se utiliza alguna vez los DEG como unidad de valor, estando la deuda indexada al valor del DEG, pero debiéndose hacer los pagos en alguna divisa (pues no cabe realizar un pago entre particulares en DEG). No ofrece duda que los DEG no son dinero (BROWN: «The private ECU and composite currencies: their legal nature» en *International Business Lawyer*, [1990], p. 207). 5

El ECU, la European Currency Unit, tuvo unos comienzos similares al de los DEG. El ECU surgió como unidad de cuenta creada por el Fondo Monetario Europeo de Cooperación como medio de pago entre los diferentes Estados (ver Reglamento CEE 3181/1978 de 18 de septiembre). En esta fase inicial, el ECU no era verdadero dinero, sino una simple unidad de cuenta para pagos intergubernamentales. Sin embargo, desde entonces el ECU se ha generalizado como unidad de valor: las empresas pueden publicar sus balances en ECUs (Directiva 90/604 de 16 de noviembre), los bancos abren cuentas en ECU, 6

existe un amplio mercado de crédito en ECU, se emiten cheques de viaje, obligaciones y pagarés en ECUs (incluso por el Reino de España), existe un sistema de compensación interbancario en ECUs a través del Bank for International Settlements en Basilea y de SWIFT, el sistema de transferencias interbancarias. En España, desde el 1 de julio de 1987 el ECU está admitido a cotización oficial en el mercado de divisas (Circular 17/1987 de 26 de mayo del Banco de España). Su definición más reciente se contiene en el Reglamento CEE 1971/89, de 19 de junio, que lo conceptúa como la suma de las cantidades de las monedas de los Estados miembros, fijadas mediante acuerdo, en función de las paridades de cada moneda respecto a la otra. El ECU es pues una unidad pluridineraria, definida en base a una cesta ponderada de las divisas de los diferentes países de la Comunidad. La última composición fue aprobada el 8 de octubre de 1990 (cfr. *Agenda bancaria y de costes financieros* dirigida por Juan F. ROBLES, párrafo SF 10).

Esta evolución hace muy difícil dar contestación a las dudas sobre la naturaleza del ECU —¿es una unidad de cuenta como los DEG, o es verdaderamente dinero? La normativa comunitaria no da contestación a esta duda pues se limita a fijar el valor del ECU, en función de las divisas de los países miembros de la CEE (en esto recuerda al D. 2731/1967, que fijó el valor de la peseta en función del Dólar), pero no se adentra en el espinoso tema de su naturaleza.

Clarifiquemos en primer lugar que no existe duda alguna que una deuda expresada en ECUs es una deuda dineraria, con todas las características —exigibilidad, liquidez, compensabilidad, devengo de intereses— típicas de estas deudas. La razón es muy sencilla: el ECU a su vez es una cesta de divisas, y por lo tanto la deuda en ECUs será una deuda «pluridineraria» (la expresión es de OPPO: «Finanziamenti in ECU, clausole monetarie e garanzie del prestito» en *Riv. Dir. Civ.* [1985] p. 201), pero dineraria en todo caso.

Lo que ya ofrece dudas, es si el ECU es dinero a efectos del artículo 1.170 C.c. y dinero convertible admitido a cotización oficial a efectos de la emisión de letras, pagarés y cheques (art. 1.2 y 106.2 LCC) y del juicio ejecutivo (art. 1.435 LEC).

El tema no encuentra contestación unánime en la doctrina extranjera. En nuestra opinión, el hecho que el ECU esté definido por un Reglamento Comunitario y que exista un mecanismo de pago interbancario, de forma que las deudas en ECUs se paguen mediante adeudo y abono en ECUs (y no mediante conversión a una divisa de transferencia y reconversión a ECUs, práctica que se seguía antes de establecerse los mecanismos de compensación interbancaria) hace que el ECU tenga todas las características del dinero. En efecto: se trata de una divisa definida por una Autoridad, (la Comunidad Europea),

y que además tiene curso legal, es decir, la entrega de ECUs, a través de la compensación bancaria, es la única fórmula válida para pagar una deuda cifrada en ECU. Por ello un acreedor en ECUs se puede negar a aceptar un pago que le pretenda hacer el deudor, descomponiendo la deuda en ECUs en las diferentes divisas nacionales que lo componen, y puede exigir que se le entreguen los ECUs mediante abono en una cuenta bancaria de ECUs.

La consideración como verdadera moneda del ECU se ve reforzado por el hecho que el Banco de España lo haya incluido entre las divisas con cotización oficial por medio de una norma (aunque por la jerarquía de las Circulares, este argumento no es en sí mismo decisivo).

En resumen, las deudas cifradas en ECUs deben recibir en nuestro ordenamiento un trato jurídico igual al de cualquier deuda expresada en divisa convertible admitida a cotización oficial.

3. Obligaciones dinerarias en pesetas y divisas

Siendo el dinero el objeto de la actividad de las entidades de crédito, las obligaciones que de ella se deriven serán casi exclusivamente deudas dinerarias, es decir expresadas en dinero; mayoritariamente constituirán deudas dinerarias en sentido propio (el principal de un depósito, los intereses de un préstamo, las comisiones por servicios) y sólo excepcionalmente deudas de valor (indemnizaciones de daños y perjuicios por incumplimientos) (la distinción, importante a efectos de la aplicación del principio del nominalismo, es tradicional en la doctrina civilista: DIEZ PICAZO: *Fundamentos del Derecho civil patrimonial* [1975] p. 452; muy crítico: PAZ-ARES en *Comentario del C.c.*, Ministerio de Justicia, II [1991] p. 200). Las obligaciones dinerarias carecen de regulación genérica en el C.c.; únicamente el artículo 1.170 C.c. se refiere a ellas. 1

Obligaciones dinerarias en divisas: las obligaciones dinerarias pueden estar cifradas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera; las obligaciones cifradas en divisas comparten las mismas características que las cifradas en pesetas. 2

Es sorprendente que ni el C.Com. ni el C.c. se refieren expresamente a la moneda extranjera (con la excepción del derogado art. 489 C.Com. en sede de letra de cambio). Se ha buscado la razón de esta omisión en el hecho que a la promulgación de los Códigos estaba en vigor (y continuó tras la promulgación de los códigos, sin derogación hasta el día de hoy) la OM 23 de marzo de 1869, cuyo artículo 2 regulaba el pago de deudas en moneda extranjera «valiéndose mate-

rialmente de la moneda del Estado a que se refiere el acuerdo o bien en moneda nacional al cambio corriente del día de pago» (citada por BONET: *Las deudas de dinero*, [1981] p. 358).

No puede existir duda alguna sobre la licitud del pacto de obligaciones en moneda extranjera, tanto en su vertiente de obligaciones que por estar cifradas en divisa, se deben pagar en ellas, como en la vertiente de obligaciones indexadas a divisas, que deben ser pagadas en pesetas. También es plenamente admisible que la deuda se pueda cifrar en una moneda, pero con cláusula alternativa para cambiarla —a opción del acreedor o deudor— a otra. Esta cláusula constituye un verdadero *ius electionis* del favorecido, que en la práctica bancaria suele ser el cliente. La operación más frecuente la constituyen los préstamos multidivisa, en la que el prestatario puede modificar a su libre albedrío la divisa en la que está cifrada, ajustándose igualmente el tipo de interés [ver Cap. VI.4.B) *infra*]. Un antecedente de esta práctica subyace en la STS 29 de octubre de 1895, en la que el Tribunal sancionó la validez de estos pactos, aplicando analógicamente los artículos 1.445 y 1.449 C.c. (ver BONET: «La emisión de obligaciones con opción de cambio y con opción de plaza» en *ADC*, [1970], p. 299).

- 3 *Control de cambios*: la existencia de restricciones de control de cambios es irrelevante a la hora de juzgar la validez civil de las obligaciones cifradas en divisas. Esta conclusión es indiscutible tras la promulgación del RD 1816/1991 de 20 de diciembre, que ha liberalizado toda clase de operaciones y cobros y pagos entre residentes y no residentes. Pero aun en el caso de que se reintrodujeran nuevas exigencias (al amparo del art. 3 del RD 1816/1991), su no obtención no tendría trascendencia alguna en el ámbito del Derecho privado. La anterior conclusión no está sujeta a discusión, si la exigencia consistiera en la verificación o comunicación previa del contrato (por todos ALVAREZ PASTOR / EGUIDAZU: *Control de Cambios* [1990] I, p. 107 y ss); tampoco si consistiera en la comunicación, verificación previa o incluso autorización del pago en divisas (no del contrato); en este caso, el deudor podría pagar en pesetas, que quedarían bloqueadas en España, siendo el deudor responsable de los daños que esto acarree al acreedor, siempre que la no obtención de la autorización le fuera imputable.

Cabrían algunas dudas en el caso de que la exigencia que se introdujera consistiera en la necesidad de autorización administrativa para la celebración del contrato (y no sólo para el pago). En ausencia de norma específica en la propia Ley de Control de Cambios, que en estos casos declare la nulidad civil del negocio, no se puede aplicar la norma genérica del artículo 6.3 C.c., que establece la nulidad de los actos contrarios a las leyes prohibitivas o imperativas. En efecto, este artículo sólo es aplicable a leyes sustantivas, pero no a normas de

carácter administrativo (cfr. por todos DE CASTRO: *Derecho civil de España* [1949] p. 536; BONET: «Negocios jurídicos en moneda extranjera y autorización administrativa» en *ADC*, [1971], p. 149; STS 8 de abril de 1958, RA 1467 y 8 de junio de 1963 RA 3323). La inexistencia de autorización da pues lugar a un ilícito administrativo o penal, pero no afecta a la validez de los contratos.

Esta regla general, sin embargo, debe ser moderada a la luz del artículo 1.275 C.c., en virtud del cual los contratos con causa ilícita no producen efecto alguno. Y la causa del contrato será ilícita cuando su finalidad sea la evasión de capitales, en transgresión de la normativa de control de cambios (y cada vez más, de la fiscal). (PAZ ARES: op. cit. p. 219, cree aplicable el art. 6.3 C.c., pero entiende que el contrato queda sujeto a la condición suspensiva sobreentendida de que las partes obtengan la correspondiente autorización administrativa, haciendo inaplicable el art. 6.3 C.c.; la construcción parece excesivamente artificiosa).

Régimen jurídico de las obligaciones en divisas: los artículos 1.170 C.c. y 312 C.Com. (éste regulador de la devolución del principal del préstamo mercantil) se suelen citar como normas fundamentales aplicables a las obligaciones en divisas. Sin embargo, ambos artículos no mencionan la expresión «divisa», sino que se refieren a «especie pactada». El artículo 1.170 C.c. ordena que el pago de las deudas de dinero debe hacerse en la especie pactada, y no siendo posible entregar la especie, en la moneda de plata u oro que tenga curso legal en España. Y el artículo 312 C.Com. prevé que el prestatario devolverá una cantidad igual a la recibida con arreglo al valor legal que tuviera la moneda al tiempo de la devolución, salvo si se hubiera pactado la especie, en cuyo caso la alteración que hubiere experimentado su valor será en daño o beneficio del prestamista. 4

Cuando estos artículos se refieren a especie, no se están refiriendo a moneda española o extranjera, sino a las diferentes especies metálicas (p.e. duros de plata, Libras de oro, etc.) que circulaban por España al promulgarse los Códigos (convincientemente PAZ-ARES: op. cit. p. 212). Únicamente así cobra sentido el artículo 312 C.Com., calificado en general como de difícil interpretación por la doctrina. (Si el valor del duro de plata se ha alterado, y en el mercado se cotiza no a cinco sino a seis pesetas, el prestatario tiene que entregar la cantidad de duros pactada, y el prestamista se beneficia del incremento).

Interpretados literalmente y circunscritos a deudas en especies monetarias, los artículos 1.170 C.c. y 312 C.Com. carecen de toda relevancia práctica, pues las deudas monetarias en especie sólo existen en el mundo del dogma, no en el de la realidad. ¿Cuál es pues el 5

régimen jurídico de las obligaciones en divisas? Este puede sintetizarse así:

- 6 — Las obligaciones en divisas deben en principio ser pagadas en la moneda precisa en que se obligó el deudor (art. 1.091 C.c.). En la práctica bancaria, cuando se cifra una obligación en divisas, invariablemente se pacta que el pago debe realizarse precisamente en esa moneda (y si no existe el pacto, existe un uso bancario que lo exige). Consecuentemente, no existe *facultas solutionis*, el deudor no puede optar entre pagar en pesetas o en divisas. Únicamente si por causa no imputable al deudor no es posible efectuar el pago en divisas, puede éste liberarse entregando las pesetas necesarias para que con ellas, en la fecha de pago, se pueda adquirir la divisa debida (aplicación analógica arts. 1.170 C.c. y 47 LCC; conforme PAZ-ARES p. 217; téngase, sin embargo, en cuenta la *facultas solutionis* que el art. 1.445 LEC otorga al deudor si el acreedor exige el pago por vía ejecutiva). Es imputable al deudor la obtención de las autorizaciones o verificaciones de control de cambios necesarias, y no le libera el no haberlas obtenido.
- 7 — La fecha relevante en los casos en que haya de efectuarse la conversión, debe ser siempre la de la fecha de pago efectivo (así la doctrina mayoritaria del TS —ver STS 13 de abril de 1987, con comentario de BONET en *La Ley*, 1873 [1987]. El riesgo de cambio debe ser siempre a cargo del deudor, y por ello éste sólo se libera entregando aquella cifra de pesetas que permita al acreedor comprar, en la fecha de entrega, la cantidad de divisas que se le adeudan; lo contrario sería violar el principio de integridad del pago (art. 1.157 C.c.). La regla debe jugar incluso en caso de mora (contra PAZ-ARES: op. cit., p. 216, que aboga por que el acreedor pueda optar entre el cambio de la fecha de pago pactada o de la fecha de pago real, lo que conlleva un enriquecimiento injusto del acreedor si el tipo de cambio en la fecha de pago pactada es superior al de la fecha de pago real).
- 8 — Nada se opone a que en el seno de un juicio declarativo ordinario se solicite y se obtenga una condena cifrada en divisas. Si la moneda no es convertible, la cantidad se considera ilíquida, y en consecuencia debe calcularse su equivalente en pesetas para ejecutarla (art. 1.481 LEC que remite al 1.436 LEC). La ejecución necesariamente se hará en pesetas.

Aun más criticable es que, según el artículo 1.435.2.º LEC únicamente se puedan exigir a través del juicio ejecutivo deudas en divisa admitida (¡por un acto de ínfima categoría del Banco de España!) a cotización oficial, y además siempre que no haga falta o exista autorización de control de cambios. La norma carece de todo sentido, está basada en un error (la creencia que para divisas no

admitidas a cotización oficial, no existe un precio de mercado) y obedece a una filosofía trasnochada al imbricar legislación de control de cambios y sustantiva.

Características comunes a todas las deudas dinerarias: todas las deudas dinerarias, en pesetas o divisas, comparten las siguientes características: 9

- el principio nominalista, en virtud del cual se debe pagar el preciso número de unidades monetarias estipulado, cualesquiera que sean las fluctuaciones experimentadas, *stante obligatione*, por el valor intrínseco de la moneda, como consecuencia de la inflación o deflación. Aunque en el derecho no existe una declaración clara al respecto, el principio subyace al artículo 1.170 C.c., se puede deducir de la primera semifrase del artículo 312 C.Com. y ha sido aceptado reiteradamente por la jurisprudencia. Sólo se puede evitar su aplicación si se ha pactado una cláusula de estabilización, o si se reúnen los requisitos, muy estrictos, exigidos para aplicar la cláusula *rebus sic stantibus* o la doctrina de la alteración de la base del negocio. El principio rige también para deudas en divisas; sin embargo, debe de ser aplicado con gran cautela en divisas con gran volatilidad, o en cuyo país de origen no se aplique el principio nominalista, lo que es frecuente en naciones con hiper-inflación.
- El pago en dinero es irrepetible si se consume de buena fe, aunque concorra falta de capacidad o poder de disposición (art. 1.160 C.c.), o si el pago se realiza en tiendas o establecimientos (art. 86 C.Com.).
- La indemnización por la mora del deudor se cifra automáticamente en los intereses convenidos o en el interés legal (art. 1.108 C.c.). Este interés se incrementa en dos puntos desde que se dicta sentencia condenatoria en primera instancia (art. 921. IV LEC). El mismo principio se aplica para deudas en divisas (cfr. STS 13 de abril de 1987 con comentario de BONET en *La Ley* 1873 [1987]); el régimen no es razonable puesto que el tipo de interés legal del dinero está pensado para pesetas, y puede ser totalmente desproporcionado para deudas en otras divisas.
- Las deudas de dinero son compensables por excelencia (art. 1.196.2.º C.c.), cabiendo compensación entre moneda extranjera y española (STS 10 de diciembre de 1941, RA 1391).

CAPITULO VI

EL MERCADO DE CREDITO: ACTIVIDAD

1. Los contratos de crédito

Entre entidad de crédito y cliente puede entablarse una relación jurídica, aun antes de nacer el primer vínculo contractual (sobre tal relación, calificada como de confianza y de interrelación cualificada, y de la que se derivan para la entidad el deber de secreto, el deber de asesoramiento leal y la interdicción de arbitrariedad en el otorgamiento del crédito, ver *in extenso* Cap. IV *supra*). 1

El primer vínculo contractual se manifiesta normalmente en la apertura de una cuenta corriente, contrato a través del cual la entidad de crédito asume el deber de prestar el servicio de caja a su cliente. La cuenta corriente a su vez puede ser de depósito —cuando el cliente provee de fondos al banco— o de crédito —cuando hay anticipación de fondos por éste. (En el caso de entidades de ámbito operativo limitado, que por ley no pueden mantener cuentas corrientes, el comienzo de la relación suele consistir en una operación activa, por la que la entidad concede crédito al cliente).

Posteriormente la relación jurídica entre banco y cliente da lugar a múltiples contratos, en virtud de los cuales la entidad asume el riesgo crediticio de que el cliente impague (operaciones activas), o viceversa, es el cliente quien acepta riesgo banco (operaciones pasivas), o la entidad presta servicios, pero sin concesión de crédito (servicios neutros), ejecutándose y contabilizándose todas las operaciones a través de la cuenta corriente.

De lo dicho ya se deriva la *clasificación* lógica de los contratos de crédito: por un lado, cuenta corriente, operación básica de intermediación en los pagos con diversas formas de disposición (cheque, transferencia, tarjeta de crédito ...), de naturaleza activa o pasiva, que sirve de marco contable al resto de relaciones; por otro, operaciones pasivas (depósito, cesión de crédito ...); por otro operaciones activas (concesión de crédito, arrendamiento financiero, descuento, crédito documentario, permuta financiera ...) y finalmente los servicios neutros (depósito de valores, cajas de seguridad ...). 2

Las *características comunes* a los contratos de crédito son las siguientes: 3

— todos los contratos de crédito están reservados a las entidades resgistradas, pues ninguna persona que no esté debidamente autorizada e inscrita en el Registro del Banco de España puede celebrar

habitualmente contratos de esta clase (art. 28 LDIEC); dentro de las entidades de crédito, las de depósito están autorizadas a realizar todas y cada una de las operaciones, mientras que las de ámbito operativo limitado tienen que circunscribirse a las operaciones activas y pasivas que tienen autorizadas;

- la gran mayoría de contratos de crédito se formalizan mediante formularios preparados por la propia entidad —constituyen contratos de adhesión, dando lugar a las medidas de control jurídico descritas *in extenso* en el Cap. IV.5 *supra*; la utilización de condiciones generales de los contratos o de la contratación, por el contrario, es desconocida en nuestra práctica (con la excepción de las Reglas y Usos Uniformes para Créditos Documentarios);
- todos los contratos de crédito, activos, pasivos y neutros, sin excepción, constituyen actos de comercio [véase *in extenso* Cap.I.2.B) *supra*], y están sujetos a la normativa sobre transparencia bancaria (ver Cap. IV.5 *supra*).

2. El contrato de cuenta corriente

A) CONCEPTO; NATURALEZA; REGULACIÓN; CLASES

- 1 El *nombre* del contrato de cuenta corriente deriva de la forma en que se anotan las sucesivas operaciones que de él se derivan: en una única cuenta, abierta en la contabilidad de la entidad de crédito, en la que se apuntan sucesivamente los pagos («abonos») y cobros («adeudos») que el banco recibe o efectúa por cuenta del cuentacorrentista, saldándose la cuenta tras cada apunte, y resultando un neto a favor de la entidad o del cliente. Contablemente cuenta corriente se diferencia pues de doble cuenta, una en el activo y otra en el pasivo del banco, que reflejen separadamente abonos y adeudos.

Aunque el origen del contrato esté dominado por el elemento contable hoy carece de toda relevancia (hasta el punto que muchos bancos, para simplificar la comprensión, han abandonado una presentación con Debe y Haber). La esencia del contrato de cuenta corriente bancaria se centra en la prestación por el banco, en favor del cliente, del servicio de caja: la entidad de crédito se convierte en agente de pagos y de cobros de su cliente y en administrador de su dinero. Estos cobros y pagos se compensan en la misma fecha en que se realizan, quedando un saldo deudor o acreedor. Dado que los restantes contratos que un cliente realiza con el banco producirán cobros y pagos, todo estos se canalizan a través de la cuenta corriente, que se convierte así en marco contable de la relación de clientela (con la única excep-

ción de las llamadas operaciones de ventanilla, cada vez menos habituales).

El contrato de cuenta corriente se halla mencionado en el C.Com. (arts. 175.9.º, 177 y 180), sin que exista ni un principio de *regulación*. Su régimen jurídico debe buscarse en el seno del contrato de mandato, y más concretamente, por tratarse de un acto de comercio, en el de la comisión (así lo estableció ya el art. 309 C.Com. al prever que cuando el depositario pudiera disponer de los fondos, se observarían las reglas aplicables a la comisión que en sustitución del depósito hubieren celebrado las partes; cfr. GARRIGUES: *Contratos bancarios* [1975] p. 124). En efecto, el banco se compromete a prestar algún servicio o hacer alguna cosa por cuenta de otra (tal como exige el art. 1.705 C.c. al definir el mandato): el servicio de caja.

2

Ante la insuficiencia y arcaísmo de las normas legales, no puede sorprender que la práctica totalidad del contenido contractual se regule detalladamente en los contratos de adhesión preparados por los bancos. Dada la naturaleza dispositiva de las reglas del C.c. y C.Com., los pactos contractuales se imponen, con la salvedad que si el cuenta-correntista es consumidor, entra en juego el artículo 10 LCU, con sus diversas medidas de control (ver *in extenso* Cap. IV.5 *supra*). La normativa sobre transparencia bancaria (OM 12 de diciembre de 1989 y Circular 8/1990 de 7 de septiembre) también tienen especial trascendencia en sede de regulación de la cuenta corriente.

En el C.Com. pervive una arcaica norma (el art. 310) que regula el orden de prelación de fuentes para los depósitos bancarios, estableciendo que se regirán en primer lugar por sus estatutos, y subsidiariamente por las prescripciones del C.Com. y C.c. La norma proviene históricamente del artículo 411 C.Com. 1829, que exigía que tales estatutos estuvieran aprobados por el Rey. Por ello en la actualidad la anómala previsión del artículo 310 C.Com. (pues somete el contrato a los estatutos, aun si no media consentimiento del cliente) únicamente se puede aplicar a entidades cuyos estatutos estén aprobados por una norma. Este supuesto se da únicamente en el caso del Banco de España, cuyos Estatutos (aprobados por D. 24 de julio de 1947) constituyen derecho material y regulan las relaciones con la clientela. En los demás casos, los estatutos no constituyen derecho material, y deben circunscribirse a regular la vida interna de la entidad; en el supuesto que contuvieran alguna regla sobre las relaciones con los clientes (lo que puede ocurrir en alguna caja de ahorros), su consideración jurídica sería la de condiciones generales, para cuya aplicación el consentimiento de la contraparte es imprescindible (y el cumplimiento, en su caso, de los requisitos del art. 10 LCU).

Aunque históricamente la cuenta corriente bancaria surgió como pacto accesorio del depósito (como aun se ve en el art. 175.9.º

3

C.Com.), en el devenir histórico ha ganado autonomía, al singularizarse la importancia del servicio de caja que constituye su esencia. Hoy constituye, sin lugar a duda, un *contrato autónomo* dentro del grupo genérico de los de comisión (por todos, VICENT CHULIÀ: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, II, [1990] p. 422, con bibliografía adicional).

- 4 El contrato de cuenta corriente bancaria no guarda relación alguna (excepto el nombre) con el contrato de *cuenta corriente mercantil*, es decir con el pacto accesorio, históricamente común entre comerciantes, pero hoy cada vez más en desuso, en virtud del cual los créditos en favor y en contra de cada uno, se anotaban en una cuenta corriente, que periódicamente se saldaba, deviniendo exigible el saldo neto en favor de uno de ellos. La diferencia fundamental entre ambas instituciones radica en el servicio de caja, esencia misma de la banca, elemento totalmente ausente en la mercantil. Por ello, la naturaleza última de la cuenta bancaria es una comisión, y de la mercantil un *pactum de non petendo* (contra MOLL: *El contrato de cuenta corriente. Una concepción unitaria de sus diferentes tipos* [1977]; conforme, aunque con argumentación diferente, GARRIGUES: op. cit. p. 119).
- 5 *Entidades autorizadas*: Los contratos de cuenta corriente únicamente pueden ser realizados por el propio Banco de España (art. 10 de sus Estatutos) y por las entidades de depósito (bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito); las entidades de crédito de ámbito operativo limitado tienen vedada esta actividad (DA 6.ª LDIEC).
- 6 Las cuentas corrientes bancarias se dividen en dos *clases*: las de *depósito* y las de *crédito*.
- 7 Las primeras son aquellas en las cuales el cliente se compromete a proveer de fondos al banco comisionista para que sea éste quien con tales fondos preste el servicio de caja. Por lo tanto el cliente deposita en concepto de provisión de fondos las cantidades necesarias para que el banco realice el objeto de su comisión. Excepcionalmente puede ocurrir que el cuentacorrentista no provea al banco de fondos suficientes. En tal caso, la institución financiera puede negarse a secundar las órdenes del cliente (*ex art. 250 C.Com.*); el banco, sin embargo, puede aceptar voluntariamente el mandato, originándose un descubierto en cuenta corriente, que equivale a una concesión de crédito (así STS 25 de noviembre de 1989, *La Ley* 10521).
- 8 Las cuentas corrientes de crédito son aquellas en las que el banco se compromete a anticipar fondos a su cliente, hasta un importe determinado y por el plazo que se pacte, al final del cual el cliente tendrá que devolver el saldo que la cuenta presente (la posibilidad de anticipación de fondos en la comisión está aceptada por el art. 251 C.Com.). Es consustancial a este tipo de operaciones que el cliente pueda en cualquier momento abonar cantidades en la cuenta, que

reduzcan el saldo crediticio o que incluso le lleven a un saldo positivo, y volver a disponer de fondos hasta el límite máximo (la cuenta corriente de crédito es pues el crédito «revolving» por antonomasia). La gran ventaja para el deudor es que obtiene la posibilidad de financiación, sin tener que pagar intereses más que por la parte utilizada.

B) APERTURA

La forma normal de inicio de relaciones entre un banco y su cliente es la *apertura de una cuenta corriente*. Dado que las relaciones están basadas en la mutua confianza, el banco no está obligado a abrir una cuenta —aunque sea de depósito— a cualquier solicitante, sino que tiene un derecho (y un deber) de comprobar la honorabilidad y solvencia de éste. La formalización del contrato dependerá de que nos encontremos ante una cuenta corriente de depósito o de crédito: en el primer caso se utilizará un documento privado, y en el segundo uno público (normalmente póliza intervenida por corredor), por tratarse de una operación de asunción de riesgo por el banco (sobre las ventajas de las pólizas intervenidas ver también *infra*). 9

El banquero debe verificar la *identidad del solicitante* a través de documentos oficiales; si se trata de personas jurídicas, deberá identificar a la persona física interviniente, y comprobar la personalidad jurídica y capacidad de la entidad. En nuestro Derecho, a diferencia de otros ordenamientos, no caben cuentas corrientes sin identificación de la contraparte. 10

Pero es más, el banco tiene la obligación no sólo de comprobar la identidad del cuentacorrentista, sino también su honorabilidad y solvencia. Históricamente existía un uso bancario de exigir dos firmas de conocimiento, que conocidas por el banco respaldaran la seriedad del solicitante. La famosa STS 11 de julio de 1941, RA 909, hizo responsable a un banco que había permitido a un estafador, que posteriormente falsificó la firma de D. Jacinto Benavente, abrir una cuenta corriente sin comprobar adecuadamente las firmas de conocimiento. Los bancos, por comodidad, han dejado de exigir firmas de conocimiento, lo que ha facilitado enormemente la utilización de cuentas con finalidad de estafa. En los casos en que un banco, sin comprobar la solvencia y honorabilidad de un presunto cliente, le abre a éste una cuenta corriente y le entrega un talonario de cheques, asume el riesgo de los daños que el cliente pueda causar a terceros mediante una utilización fraudulenta de la cuenta o de los cheques (así la STS 3 de febrero de 1927, que estableció el deber de diligencia del banco para comprobar la personalidad del cliente y mantener con ello la confianza pública; dubitativo GARRIGUES: op. cit. p. 149).

- 11 La cuenta corriente bancaria normalmente se constituye en nombre de una persona («cuenta individual»), que es el único titular de los derechos y obligaciones frente al banco. A través del denominado reconocimiento de firma, el titular puede apoderar a un tercero para que éste realice en nombre y representación del titular alguna o todas las operaciones. El apoderado, por supuesto, no deviene cotitular de la cuenta.

Diferente es, sin embargo, la situación de las cuentas con varios titulares («cuenta colectiva»). Para abrirlas y cancelarlas se exige el consentimiento de todos los titulares. Pero para dar concretas instrucciones al banco, se puede pactar que haga falta consentimiento de todos los titulares («cuenta conjunta») o de uno cualquiera de ellos en representación de los demás («cuenta indistinta»). En caso de varios titulares, se constituye una comunidad de bienes sobre el derecho de crédito frente a la entidad depositaria, tal como expresamente prevé y permite el art. 392 C.c. Rige por lo tanto la presunción del art. 393 C.c. en virtud del cual las notas se presumen iguales. Si la cuenta es indistinta, la entidad de crédito puede entregar el saldo a cualquier titular que lo solicite, incluso en caso de muerte de uno de ellos. Cuestión distinta es que los herederos del muerto puedan reclamar al titular que indebidamente haya cobrado (el tema es polémico, porque el art. 27 del Estatuto General de las Cajas de Ahorro, pésimamente redactado, parece atribuir la propiedad al supérstite, lo que a todas luces es imposible; cfr. MUÑOZ-PLANAS: «Titularidades y propiedad en las cuentas bancarias indistintas» en *RDBB*, [1992], p. 7).

C) OBLIGACIONES DEL CLIENTE

- 12 La *obligación principal* del cliente en la cuenta corriente de depósito es la de restituir los descubiertos en cuenta que se puedan producir, a simple requerimiento del banco (el plazo de treinta días previsto en el art. 313 C.Com. no es aplicable). En la cuenta corriente de crédito, tal obligación se traslada a la devolución del saldo deudor que la cuenta arroje, en el momento de devolución pactada, incluyendo cualesquiera excedidos que el banco hubiera consentido (*ex art. 278 C.Com.*).

La necesidad de provisión de fondos antes de dar una orden de pago, por el contrario, no constituye una obligación en sentido técnico, sino una carga, cuyo incumplimiento libera al banco comisionista de la obligación de realizar el encargo recibido (así se deduce con claridad del art. 250 C.Com.)

- 13 El cuentacorrentista debe igualmente satisfacer al banco *intereses* sobre el saldo deudor que cada día presente la cuenta corriente. En el

caso de cuentas de crédito el interés será el pactado en el respectivo contrato. Más compleja es la situación en el caso de descubiertos. Aquí la OM 12 de diciembre de 1989 (art. 3.1) obliga a las entidades de crédito a publicar en su tablón de anuncios el tipo que están aplicando. Acogiéndose a esta previsión, es usual que en los contratos de cuenta corriente los bancos se limiten a prever que a los descubiertos se les aplicara el tipo publicado por la entidad. Esta práctica es viciosa, pues el tipo puede y *de facto* es modificado a su libre arbitrio por las entidades de crédito, violándose claramente el artículo 1.256 C.c., al dejarse el contenido del contrato al arbitrio de una de las partes, y el artículo 10.1.c). 4.º LCU («condiciones abusivas de crédito»). Nótese además que el artículo 7.4.d) OM 12 de diciembre de 1989 prohíbe que los tipos de referencia de un interés variable sean los publicados por la propia entidad (ver también Cap. IV.5 *supra*).

Lo que por el contrario sí parece aceptable es que el contrato prevea un tipo de descubierto fijo, y que éste se modifique, por comunicación y previo consentimiento del cliente. La Circular 8/1990, (nor. VI.7 y 8) permite que la comunicación sea realizada a través del tablón de anuncios, debiendo transcurrir dos meses antes de que se aplique el nuevo tipo, cuya vigencia en todo caso exige consentimiento del cliente (consentimiento que se puede presumir en reducciones del tipo, pero que deberá ser expreso en los incrementos).

Finalmente el cuentacorrentista debe satisfacer las *comisiones y gastos* que se hayan pactado. Aquéllas incluyen comisiones por servicios efectivos que el banco preste, y en ocasiones también comisiones por el descubierto en cuenta que se haya producido (comisiones que deben ser unidas a los intereses para estimar si se ha incurrido en un interés usurario). Sobre esta materia, ver lo dicho en el Cap. IV.5 *supra* al hablar de las normas de transparencia del mercado. 14

D) OBLIGACIONES DEL BANCO

Seguir instrucciones: La obligación principal del banco es cumplir las instrucciones (conocidas en lenguaje bancario como «órdenes») que su cliente le dé en relación con el servicio de caja encomendado (véase art. 1.719 C.c. y art 256 C.Com.). Existiendo fondos, el banco no se puede negar a ejecutar una orden de abono o adeudo que su mandante le comunique; podrá exigirle, a efectos de constancia, que ratifique por escrito una orden verbal, o que de otra forma acredite la realidad y legitimidad de la orden; pero establecida ésta, el banco no puede negarse a ejecutarla (incluso en el caso de que el banco sea titular de créditos aún no vencidos frente al cliente). Y a la inversa: si el banco recibe fondos del cliente, con la instrucción de imputarlos al pago de un determinado préstamo concedido a tal cliente, o para 15

cualquier otra finalidad específica, el banco no puede abonarlos en cuenta corriente para corregir su saldo deudor (SAP Tenerife 28 de abril de 1981, con comentario de CARRETERO en *RDBB*, 4, p. 946).

- 16 Tema de gran trascendencia en esta materia es el de la diligencia que el banco debe aplicar al verificar la *autenticidad de la firma* de su cliente en una orden de pago. En esta materia, debe regir el principio de responsabilidad por riesgo profesional, y por lo tanto, cuando se produzcan daños al cliente, incumbe al banco la prueba de su total y absoluta diligencia o la culpa exclusiva del cliente en la producción del daño. Ello se traduce, *de facto*, en una imputación de la responsabilidad al banco cuando el daño se produzca sin culpa de ninguna de las partes.

Esta solución se deduce no sólo de un análisis de los intereses en juego, sino que se fundamenta sin dificultad en una aplicación analógica, a otros supuestos de órdenes de pago, del artículo 156 LCC («El daño que resulte del pago de un cheque falso o falsificado será imputado al librado, a no ser que el librador ... hubiera procedido con culpa»). A igual resultado llegó la STS 25 de julio de 1991 (en *La Ley* 2917 [1992] con comentario de ALONSO ESPINOSA, pero fundamentando la conclusión en los arts. 306 y 307 C.Com. En línea similar la STS 15 de julio de 1988 [RA 5717]).

Las anteriores conclusiones no se ven alteradas por el hecho que en el contrato de cuenta corriente se hubiera pactado la asunción de riesgo por el cuentacorrentista para el caso de falsificación —tal pacto, por mor del artículo 10.1.c). 6.º LCU será nulo, siempre que el cliente sea consumidor.

- 17 En el desempeño del encargo es frecuente que el banco precise de la colaboración de otras entidades («*corresponsales*»). Siempre que de la naturaleza de la orden recibida se deduzca que el banco no la puede realizar por sí mismo, hay que entender que se produce una autorización tácita para la utilización del corresponsal (autorización exigida por el art. 261 C.Com.). Dado que la elección del sustituto corresponde normalmente al banco, éste responderá de la actuación de aquél (art. 262 C.Com.).
- 18 *Devolución del saldo:* El banco, además, debe devolver al cliente, cuando éste cancele la cuenta corriente, el saldo acreedor que ésta arroje a su favor (*ex art.* 306 C.Com.).
- 19 *Pago de intereses:* Los saldos acreedores que registre la cuenta devengarán intereses, al tipo nominal pactado, que se devengarán día a día y se pagarán mediante abono en la propia cuenta con la periodicidad (quincenal, mensual, trimestral ...) pactada. Es obligatorio que el banco calcule e informe al cliente del tipo equivalente anual pospa-

gible (TAE) de acuerdo con las fórmulas que tiene establecidas el Banco de España (ver Cap. IV.5 *supra*).

También incumbe al banco la *llevarza de una cuenta corriente contable*, en la que se anoten las operaciones realizadas por el cliente. De especial importancia en este área son las reglas de valoración, área en la que se han venido produciendo abusos injustificados, con postergación del abono de ingresos, y anticipación del adeudo de cargos. Por esta razón, en tal materia no rige el principio de libertad, sino que el Banco de España ha establecido una serie de reglas y limitaciones, contenidas en el Anexo IV de la Circular 8/1990, de obligado cumplimiento. 20

Además, pesa sobre la entidad de crédito la obligación de *comunicar* frecuentemente *las operaciones anotadas* (ex art. 260 C.Com.). Esta obligación se desdobra en dos: 21

- la de comunicar a la mayor brevedad posible cada uno de los apuntes que se hayan efectuado;
- y la de enviar en los períodos pactados un resumen con todas las operaciones realizadas; este resumen debe ser aprobado por el cliente, siendo habitual en todos los contratos una previsión consistente en que el silencio del cliente se asimila a aceptación tácita del saldo; la eficacia de esta cláusula es muy dudosa, en especial si el cliente es consumidor y el error no le es imputable [ver art. 10.1.c). 7.º LCU].

E) DERECHOS DEL BANCO SOBRE EL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE

Nos encontramos aquí ante dos problemas de indudable trascendencia práctica: 22

- ¿puede el banco adeudar en cuenta corriente cualquier obligación que frente a él ostente el cuentacorrentista?
- ¿cuál será el efecto del adeudo sobre las obligaciones subyacentes?

La primera pregunta se concreta en el problema del artículo 1.200 C.c., que prohíbe la compensación cuando alguna de las deudas proviene del depósito. Pero a su vez el artículo 309 C.Com. establece que en los depósitos irregulares cesarán los derechos y obligaciones propios de depositante y depositario, aplicándose el régimen jurídico de la comisión o del préstamo. En consecuencia el artículo 1.200 C.c., pensado primordialmente para el depósito regular, no debe ser aplicado, ni por analogía, a la cuenta corriente bancaria, en la cual la compensación es parte consustancial del entramado obligacional. [Sin embargo, la STS 21 de abril de 1988 [RA 3269] entiende aplicable el 23

art. 1.200 C.c. a la cuenta corriente bancaria, aunque acepta la posibilidad de pacto en contrario, incluso entre varias cuentas; véase también las referencias al art. 1.200 C.c. *infra ad* Cap. VI.3. B) a)].

Ahora bien: para que el banco esté autorizado para compensar la deuda del cliente, cargando la suma en la cuenta corriente, en todo caso es imprescindible que tal deuda exista (por vencimiento pactado o anticipado), que sea exigible, y que no esté sujeta a contienda con el cuentacorrentista (*ex art.* 1.196 C.c.). De no reunirse estos requisitos, la pretensión del banco de negarse a restituir el depósito, alegando la excepción de compensación, sería improcedente. Nótese, sin embargo, que reunidos dichos requisitos, no hace falta autorización expresa del cliente para efectuar el cargo en cuenta.

- 24 Adeudada una obligación en la cuenta corriente, se viene entendiendo que se produce el *efecto novativo extintivo*, y que aquélla queda sustituida por el derecho del banco a exigir o la obligación de pagar el saldo que resulte de la cuenta (cfr. MOLL: *op. cit.* p. 126 y 127; CARRETERO: *op. cit.* p. 946 con amplia jurisprudencia). Esto tiene graves consecuencias para el banco, ya que la extinción de la obligación original conlleva la pérdida de los privilegios procesales (acción ejecutiva) y concursales, así como de las garantías de las que aquélla dispusiera.

F) FORMAS DE DISPONER DE LA CUENTA CORRIENTE

- 25 Las formas para disponer de una cuenta corriente no constituyen un *numerus clausus*, estando el banco obligado a aceptar cualquier instrucción, con tal que no ofrezca dudas sobre su autenticidad y que su ejercicio se ajuste a la práctica usual de la banca. Las formas más frecuentes son la transferencia bancaria, la orden de domiciliación, la tarjeta de crédito y el cheque.

a) *La transferencia*

- 26 *Concepto:* la transferencia consiste en una instrucción dada por el cuentacorrentista a su banco para que adeude una cierta cantidad de dinero en su cuenta corriente, y la abone en otra cuenta, propia o de un tercero, en la misma institución o en otra. En la transferencia pueden llegar a intervenir por lo tanto cuatro personas (ordenante, banco que adeuda, banco que abona, beneficiario), pudiendo coincidir las personas de ordenante y beneficiario y la de los dos bancos (que a su vez pueden utilizar corresponsales para realizar su cometido).

La transferencia no es un contrato autónomo, sino una simple instrucción que emana del mandato general implícito en toda cuenta corriente (GARRIGUES: op. cit. p. 554).

En la práctica bancaria española, las transferencias son fórmulas poco frecuentes, debido a que no están admitidas a Cámara de Compensación (Base 8.ª RO 10 de febrero de 1923) y que los bancos retrasan excesivamente la fecha de abono al beneficiario (conforme VICENT: op. cit. p. 427). En otros ordenamientos (Alemania, Austria) son la fórmula más frecuente de pago de obligaciones.

(i) *Relación ordenante-banco emisor*: la transferencia se pone en marcha mediante una orden escrita del ordenante a su banco, para que proceda a adeudar la suma transferida de la cuenta corriente. Como siempre es necesario que exista provisión de fondos, o voluntad del banco de poner la cuenta en descubierto. El riesgo de falsificación de la orden, en tanto que riesgo profesional, recae sobre el banco (ver *supra*). En el caso de errores en la orden, la responsabilidad corresponde al ordenante. 27

La orden de transferencia es revocable, hasta el momento en que la suma transferida se abone en la cuenta del beneficiario y se le comunique —éste es el momento en que se producen los efectos solutorios, y los intereses en juego abonan que hasta ese momento se pueda deshacer la orden (conforme: CANARIS: *Bankvertragsrecht* [1975] p. 655).

Pesa sobre el ordenante la obligación de pagar la comisión al banco, que se calcula en base a la tarifa que tenga en vigor y que el cliente haya aceptado, aplicada sobre la cantidad girada.

(ii) *Relación entre banco ordenante y banco secundario*: si la cuenta beneficiaria no está abierta en su propia institución, el banco ordenante precisa de la colaboración del banco secundario en el cual se deberán abonar los fondos (y si no tiene relaciones de corresponsalia con ese banco, precisará de la intermediación de un tercer banco, que las tenga con ambos). La relación jurídica entre banco emisor y banco secundario constituye una delegación de mandato (arts. 261 y 262 C.Com.), existiendo una autorización tácita del propio ordenante por el mero hecho de dar la orden de transferencia. El banco emisor responderá de la actuación de los corresponsales que tenga que utilizar para contactar al banco secundario, pero no de la de éste, pues su elección ha quedado a discreción del ordenante (cfr. art. 262 C.Com.). Los pagos entre bancos se realizan a su vez mediante abonos y adeudos en las cuentas corrientes que recíprocamente tengan, o a través de instituciones de compensación. 28

(iii) *Relación entre banco secundario y beneficiario*: el banco secundario recibe los fondos y los abona en la cuenta que tiene abierta a 29

nombre del beneficiario, comunicándole de inmediato la operación; jurídicamente se trata de un simple acto de pago, que se plasma en un incremento del saldo disponible en cuenta corriente. Este saldo no presenta diferencia alguna con cualquier otro: puede ser utilizado por el cuentacorrentista, o puede ser compensado por el banco en pago de deudas vencidas, líquidas y exigibles.

- 30 (iv) *Relación entre ordenante y beneficiario*: la transferencia sirve en el marco de las relaciones entre ordenante y beneficiario para extinguir una obligación de la que el primero es deudor y el segundo acreedor.

Se ha querido reconducir el esquema de la transferencia a la figura de la delegación, ya que en lugar de ser deudor el ordenante pasa a serlo el banco secundario, extinguiéndose la deuda por una novación subjetiva con cambio de deudor; la transferencia no se considera medio de pago, sino delegación de deuda (así GARRIGUES: op. cit. p. 538 y siguiéndole, SÁNCHEZ-CALERO: *Instituciones de Derecho Mercantil* [1985] p. 457; VICENT: op. cit. p. 427). La construcción recuerda a la utilizada y ya abandonada para explicar la naturaleza del crédito documentario; es contraria a la intención de las partes —no se busca la delegación, sino el pago—, no ayuda a depurar la normativa aplicable —pues la delegación no se regula en nuestro derecho—, y es totalmente innecesaria, pues el C.c. ha regulado el supuesto (art. 1.162). Por ello, parece preferible prescindir, tanto en la transferencia como en el crédito documentario, de la figura de la delegación.

- 31 En realidad, en la relación entre ordenante y beneficiario lo que se produce es un pago, pero no a la persona acreedora, sino a otra (el banco secundario) autorizada para recibirla en su nombre —nos encontramos pues nítidamente dentro del *Tatbestand* que subyace al artículo 1.162 C.c. (conforme: BERCOVITZ en *Comentario del C.c.*, Ministerio de Justicia, II [1991] p. 184). Para que el pago a través de transferencia tenga efectos solutorios, se exige un doble requisito:

— En primer lugar, el artículo 1.162 C.c. exige que exista una autorización. La exigencia no plantea problema alguno cuando el beneficiario instruye al ordenante para que le pague mediante transferencia, o cuando al menos inserta el número de la cuenta en sus comunicaciones (lo que equivale a una autorización tácita; así reiterada jurisprudencia a partir de la STS 18 de junio de 1948, RA 960); tampoco hay problema si el beneficiario acepta el pago, disponiendo del saldo de la cuenta (autorización *ex post facto*). ¿*Quid* si no se dan estos supuestos? ¿Puede entenderse que la apertura de una cuenta equivale a una autorización a efectuar los pagos a través de ella? La contestación debe matizarse: si el ingreso en cuenta le proporciona al beneficiario la misma utilidad que el pago en efectivo, la transferencia equivale al pago, y no se puede oponer a la misma. Ahora bien, si la utilidad no es la misma (por

ejemplo, porque el banco secundario compensa el importe de la transferencia con créditos que tenga contra el beneficiario, volatilizándose el saldo) el acreedor puede rechazar el pago (conforme, pero con argumentación diferente: VICENT op. cit. p. 427; más generoso BERCOVITZ op. cit. p. 185).

— En segundo lugar el pago debe ser adecuado, es decir idéntico a lo debido y total (cfr. art. 1.157 y 1.169 C.c.); sin estos requisitos el efecto solutorio no se producirá.

Temporalmente el pago se produce en el momento en que se comunique la transferencia por el banco al beneficiario (STS 25 de mayo de 1978, RA 1952). 32

El abono en cuenta puede ser debido a un *error* del ordenante, o de uno de los bancos. En estos casos entra en juego el artículo 1.895 C.c., en virtud del cual es obligado restituir alguna cosa que no había derecho a cobrar y que por error haya sido indebidamente entregada. No encajaría por supuesto dentro de este supuesto un error del banco emisor en cuanto a la suficiencia de la provisión de fondos, pero sí los supuestos, relativamente frecuentes, de transferencia a persona o por suma errónea. En estos casos el beneficiario está obligado a devolver lo que injustificadamente recibió, y el riesgo lo asume la persona que haya causado el error (ordenante, banco emisor o secundario). 33

b) Orden de domiciliación de pagos

Concepto: es tradicional en la práctica española que la iniciativa del cobro deba partir del acreedor —de ahí la utilización masiva de letras de cambio no aceptadas. Quizá esta tradición explique la relativa falta de uso de la transferencia, y la popularidad de la operación inversa: la domiciliación de pagos. En esta estructura el acreedor emite un recibo, que entrega a su banco (banco cobrante) bien en gestión de cobro o bien en descuento; el banco cobrante presenta este recibo —a través de Cámara de Compensación, lo que supone una gran ventaja frente a la transferencia— al banco domiciliatario, y éste abona el importe del recibo (i) siempre que tenga una orden de su cuentacorrentista y (ii) existan fondos en la cuenta corriente (o el banco esté dispuesto a conceder un descubierto o anticipo). 34

(i) *Relación acreedor-deudor:* la relación subyacente entre acreedor y deudor genera sucesivas obligaciones, y ambas partes deben haber convenido que el pago se realizará precisamente a través de la domiciliación del pago en la cuenta corriente del deudor, contra entrega del recibo que el acreedor emita y ponga en circulación. Se cumple pues invariablemente el requisito de autorización que exige el artículo 1.162 C.c. 35

La entrega del recibo por el banco domiciliatario al deudor le facilita a éste la prueba de haber satisfecho la obligación subyacente.

- 36 (ii) *Relación deudor-banco domiciliatario*: para que el banco domiciliatario pueda atender los recibos que el acreedor gira, es imprescindible que exista una autorización expresa —normalmente escrita, pero podría ser oral— del cuentacorrentista deudor. Sin tal instrucción, el banco no puede pagar, y si lo hace, asume el riesgo de haber dispuesto de los fondos sin autorización del cliente (art. 306 C.Com. y 1.719 C.c.; el banco únicamente podrá repetir contra el cliente aquello en lo que le hubiere sido útil a éste el pago realizado sin instrucciones —ex art. 1.158 III C.c.).

La orden de domiciliación es por naturaleza libremente revocable. El banco domiciliatario es totalmente ajeno a la relación subyacente entre deudor y acreedor, y no tiene obligación de comprobar la autenticidad o legitimidad de los cargos que efectúa (ni aun en el caso de que tales cargos sean manifiestamente desproporcionados).

- 37 (iii) *Relación acreedor-banco cobrante*: esta relación puede ser bien una comisión de gestión de cobros, o si el banco anticipa los fondos, un descuento. Pesa sobre el banco una obligación de cerciorarse de la autenticidad de los recibos cuyo cobro ha de gestionar. Esta obligación es especialmente grave pues no es usual que los recibos vayan firmados por el acreedor —frecuentemente, éste se limita a entregar al banco un soporte magnético con la información, y es el banco domiciliatario el que físicamente los imprime. Los intereses en juego exigen que el riesgo por la posible falsificación de recibos recaiga sobre el profesional que los pone en circulación, y además, en el caso de que medie culpa por su parte, del acreedor. Las consecuencias negativas de la falsificación del recibo no pueden en ningún caso recaer sobre el deudor que haya pagado la obligación subyacente [cfr. art. 10.1.c) 7.º LCU].

c) *Tarjeta de crédito*

- 38 *Concepto*: las tarjetas de crédito son una de las formas, cada vez más frecuentes, de movilización de la cuenta corriente; constituyen una nueva generación de medios de pago, y es previsible que en un futuro no lejano hayan arrinconado el uso del dinero efectivo y de los cheques.

Las tarjetas de crédito no son títulos valores (conforme: VICENT: op. cit. p. 812; contra GETE-ALONSO: *El pago mediante tarjetas de crédito* [1990] p. 30, y ARRILAGA: «La tarjeta de crédito» en RDP, [1981] p. 787; dubitativa STS Sala 2.ª 22 de noviembre de 1976 [RA 4868]), sino meros instrumentos de legitimación. En su forma más sencilla,

adoptan estructura bilateral: son documentos emitidos por un comerciante para entregar a sus clientes, que incorporan el nombre y la firma del titular, y que permiten a éste comprar a crédito en el establecimiento del emisor, debiendo saldarse la cuenta periódicamente (en general cada mes).

Sin embargo, en el *ámbito bancario* la estructura de la tarjeta es más complicada, pues existe por un lado una entidad emisora (que puede o no ser un banco), y por otro un gran número de empresarios asociados, a los que el titular puede adquirir bienes o servicios pagando con la tarjeta. El esquema es el siguiente (cfr. SAP Madrid 11 de abril de 1987, *La Ley* 7481):

- un emisor se obliga con los empresarios asociados a abonar, con el descuento que haya concertado, cuantas facturas de gasto sean firmadas por titulares de la tarjeta que aquél emite;
- el emisor puede ser un banco, pero normalmente se trata de un empresario profesional independiente (American Express, VISA, Diner's Club etc.); para esta actividad no se exige tener naturaleza de entidad de crédito (cfr. Cap. III *supra*);
- entre emisor y usuario se establece (directamente o a través del banco) un contrato, en virtud del cual se concede un límite de solvencia al cliente, comprometiéndose el emisor a satisfacer todas las facturas que el titular firme con empresas asociadas, hasta dicho límite, y el cliente a reembolsar al emisor las cantidades por éste anticipadas.

El adeudo se puede realizar de inmediato, por periodos mensuales vencidos, pero también cabe la posposición de la suma debida y su satisfacción en cómodos plazos.

Las tarjetas de crédito se han generalizado por ser un método cómodo y simple para el pago de obligaciones, sustituyendo al peligroso uso del efectivo y al desprestigiado cheque. Para el usuario tienen además la ventaja que no debe satisfacer comisión sobre las sumas pagadas (únicamente una cuota anual de participación), y que el adeudo en su cuenta se pospone. Los empresarios asociados lo aceptan pues aunque tienen que soportar una importante comisión, la experiencia enseña que la incitación al consumo compensa con creces el coste. Sin embargo, el gran problema que plantean las tarjetas es el de su manipulación criminal. La misma simplicidad de su utilización, y la frecuencia de su pérdida facilitan enormemente la comisión de delitos, hasta alcanzar éstos un volumen socialmente preocupante. Aunque el coste adicional que la criminalidad representa es asumido —vía incremento de los descuentos— por los empresarios asociados, *de lege ferenda* es necesario que se instrumenten medidas para dificultar

tar el uso delictivo de la tarjeta (sobre la patología, ver ARRILLAGA, op. cit. p. 801 y ss.).

- 40 *Naturaleza jurídica*: el negocio jurídico que subyace al pago mediante tarjeta de crédito presenta notables analogías con el crédito documentario: en ambos existe una comisión (entre ordenante y banco emisor en el crédito documentario; entre titular y emisor en la tarjeta), de la que surge la obligación de que el emisor/comisionista asuma cumulativamente con el ordenante el compromiso abstracto de pagar una determinada suma al beneficiario; este compromiso está condicionado en el crédito documentario a la entrega de ciertos documentos, y en la tarjeta a la presentación de una factura debidamente firmada por el ordenante (conforme CANARIS: op. cit. p. 811). La analogía permite aplicar a la tarjeta de crédito una parte importante del extenso desarrollo doctrinal y jurisprudencial del crédito documentario; sin embargo, no debe olvidarse que ambas figuras presentan también diferencias, que las Reglas y Usos Uniformes no son aplicables a tarjetas, y que al hallarnos en el ámbito del derecho dispositivo, la voluntad de las partes es fundamental a la hora de configurar el entramado de derechos y obligaciones (intentar reconducir la estructura de la tarjeta a la delegación, como pretende GETE-ALONSO: op. cit. p. 60, no añade nada, por las razones ya apuntadas al hablar de la transferencia).
- 41 (i) *Relación jurídica emisor-titular*: esta relación jurídica constituye un contrato de comisión, en virtud del cual el emisor se obliga a pagar las facturas que el titular firme con empresas asociadas, mediante la asunción cumulativa de un compromiso abstracto de pago, anticipando para ello los fondos que haga falta, hasta el límite que en su caso se haya convenido (cfr. art. 251 C.Com.). Además, el emisor asume un compromiso de hecho ajeno consistente en que los empresarios asociados vendan y presten servicios al titular y acepten el pago a través de la tarjeta.
- En contraprestación, el titular está obligado a reembolsar al emisor las cantidades que éste haya satisfecho al empresario asociado, siendo a estos efectos irrelevante que se haya incumplido el contrato subyacente, o que los bienes vendidos adolezcan de vicios, con tal que exista una factura válidamente firmada por el titular. La obligación de reembolso se debe cumplir en los plazos pactados (normalmente una vez al mes). En ciertas tarjetas el titular puede optar por postergar la devolución de los fondos, superponiéndose en este caso una comisión de crédito, que devengará los intereses pactados.
- 42 Problema de gran trascendencia práctica es el de *falsificación de la firma* en la factura. En este caso debe aplicarse nuevamente y por analogía el artículo 156 LCC, imputándose el daño al emisor, a no ser que el titular haya sido negligente en la custodia de la tarjeta, o

hubiese procedido con culpa. En consecuencia, si no media pérdida de la tarjeta, el riesgo será siempre del emisor; y si media deberá atenderse a la actuación del titular, y a la celeridad con la que haya avisado de la pérdida del título. En la práctica es frecuente que se pacte (válidamente) que hasta el momento de la comunicación el riesgo es del titular, y a partir de ese momento del emisor. Los riesgos, en todo caso, se suelen cubrir mediante seguro.

(ii) *Relación jurídica emisor-empresa asociada*: Esta relación se plasma en un contrato que se podría denominar de aceptación de pago mediante tarjeta de crédito, y en virtud del cual el emisor asume frente a cada empresa asociada un compromiso duradero de satisfacer el importe de las facturas firmadas por titulares de la tarjeta, siempre que se cumplan ciertos compromisos de comprobación. La naturaleza de esta obligación no es la de una fianza, sino la asunción cumulativa por el emisor de un compromiso abstracto de deuda, contra entrega de facturas debidamente firmadas. La similitud con el crédito documentario es intensa. 43

La obligación de pago del emisor a la empresa asociada es funcionalmente abstracta (CANARIS: op. cit. p. 813, sobre este concepto, ver también lo dicho *infra* en sede del crédito documentario); esto se deduce no sólo de la analogía con el crédito documentario, sino también de un análisis de los intereses en juego: la operación subyacente entre empresa asociada y titular constituye una operación al contado, cuya naturaleza impide la utilización de excepciones para denegar el pago. A través del uso de la tarjeta de crédito, las partes lo que quieren lograr es facilitar el pago, no permitir al titular la utilización *a posteriori* de dichas excepciones.

En consecuencia, el emisor no se podrá negar a pagar a la empresa asociada aduciendo *excepciones* que surgen del contrato subyacente entre ésta y el titular (p.e., nulidad, incumplimiento, vicios), ni aun en el caso de que el titular le comunique su existencia y le exija su ejercicio. Lo mismo cabe decir de las excepciones que puedan derivarse del incumplimiento o nulidad de la relación de comisión entre titular y emisor. 44

La anterior conclusión tiene, sin embargo, una doble excepción: por un lado la existencia de fraude, por el titular o por la empresa asociada, que siempre se puede alegar (*fraus omnia corrumpit*) y por otro, el incumplimiento por la empresa asociada de su deber de diligencia. Si ésta acepta tarjetas ya caducadas, o anuladas, o firmas que a simple vista no coinciden con la del titular, o no exige la comprobación del emisor (frecuentemente telefónica) en los casos en que ésta se haya pactado, incumple sus obligaciones, la empresa asociada asume el riesgo de la operación y el emisor puede denegar el pago si no se puede reembolsar del titular.

- 45 *Obligaciones de la empresa asociada:* la empresa asociada, a su vez, está obligada a pagar al emisor la comisión pactada, mediante descuento del importe de las facturas; además se compromete (frente al emisor) a realizar prestaciones en favor de los titulares de tarjetas de crédito, aceptando el pago a través de éstas, sin incrementar los precios ni discriminarles por la forma de pago elegida.
- 46 (iii) *Relación jurídica titular-empresa asociada:* el titular tiene derecho a exigir a toda empresa asociada que acepte el pago por medio de la tarjeta de crédito; la tenencia de tarjeta no da derecho al titular a exigir una prestación, pero si la empresa asociada está dispuesto a ofrecerla, no puede oponerse a que el pago se realice mediante tarjeta. Tal comportamiento constituirá un incumplimiento del contrato entre emisor y empresa asociada, que funciona en este aspecto como estipulación en favor de tercero (conforme CANARIS: op. cit. p. 814, y más matizadamente GETE-ALONSO: op. cit. p. 157; contra VICENT: op. cit. p. 814).
- 47 La obligación subyacente queda en suspenso por el hecho de aceptar el empresario asociado el pago mediante tarjeta de crédito; intentado infructuosamente el cobro frente al emisor, el empresario puede exigir directamente el pago al titular (ex art. 1.170 II C.c.) —la tarjeta de crédito constituye «otro documento mercantil» (contra GETE-ALONSO: op. cit. p. 176).

d) *Cheque*

- 48 *Concepto:* a diferencia de la transferencia y de la tarjeta de crédito, el cheque constituye un título valor, y además un título valor cambiario, regulado por la LCC (art. 106 y ss.). Es el título valor creado precisamente con la función de movilizar el saldo depositado en la cuenta corriente bancaria, bien en favor del propio librador (cheque a la propia orden) que desea disponer de fondos en efectivo, bien en favor de un tercero (cheque nominativo o al portador), en pago de una deuda. Además, los cheques pueden incorporar, a través de la conformidad, una cierta garantía de pago por el propio banco librado.
- 49 *Presupuestos legales:* la LCC ha establecido un triple presupuesto para que puedan ser válidamente emitidos cheques:
- 50 (i) *Banco:* en primer lugar es imprescindible que la entidad librada sea una banco (art. 106.3.º LCC). Qué ha de entenderse por banco no queda nada claro. El tema se intenta clarificar en el artículo 159 LCC, que define como bancos a los inscritos en el Registro de Bancos y Banqueros (es decir, todos los bancos que adoptan forma de sociedad anónima más las sucursales de entidades extranjeras) y «las demás entidades de crédito asimiladas a ellos».

Esta última categoría incluye sin lugar a dudas a cajas de ahorros y cooperativas de crédito (pero no a las secciones de crédito de las cooperativas ordinarias, pues no son ni entidades de crédito —contra VICENT: op. cit. p. 786), y además al Banco de España y al ICO.

No se pueden librar cheques contra otras entidades, y si se hiciera el cheque sería nulo. Esta regla afecta también a fondos de dinero y fondos de inversión mobiliaria; en la práctica, sin embargo, se ha generalizado el uso por éstos de órdenes de pago denominadas «talones de reembolso», que externamente están calcados de los cheques, que se pueden cobrar a través de Cámara de Compensación y que en el tráfico son admitidos como cheques (lo que es una clara corruptela, pues no gozan ni del rigor penal ni cambiario de éstos).

(ii) *Provisión de fondos*: en segundo lugar, es imprescindible que el librador tenga provisión de fondos en el banco, es decir los fondos depositados (en una cuenta corriente de depósito) o pendientes de disposición (en una de crédito) tienen que exceder del importe del cheque (si es en divisas, de su contravalor en pesetas al cambio vendedor del día). Debe exigirse además que esos fondos no estén afectos, por pacto entre librador y librado, a cualquier otra finalidad (por ejemplo, a garantizar el buen fin de ciertas operaciones crediticias o de descuento). Existiendo un *pactum de non petendo*, debe entenderse que los fondos no son aptos para constituir provisión de fondos. Nótese pues que, salvo pacto en contrario, no hay comunicabilidad de cuentas. 51

¿Cuándo hay que tener provisión de fondos? El tema no está nada claro: 52

De acuerdo con el artículo 108.III LCC el libramiento sin provisión de fondos implica una pena civil del 10 % del importe (con independencia del resarcimiento de los daños y perjuicios). Nótese que la provisión se exige pues en el momento del libramiento, pero no en el del pago. En consecuencia de una interpretación literal de la ley se deduciría lo siguiente:

- si posteriormente el librador retirara la provisión, o ésta deviniera insuficiente como consecuencia de oscilaciones en el cambio de la divisa, la pena no llegaría a devengarse [la retirada de la provisión puede sin embargo constituir delito —art. 563 bis. b) C.p.];
- si al emitir no existiera provisión, pero antes de la presentación al cobro se hubieran aportado fondos, y el tenedor cobrara el cheque sin problemas, la pena se seguiría devengando.

Es dudoso que este resultado sea el querido por la ley, pues contradice toda idea de equidad. En consecuencia habrá que interpretar el artículo 108.III en el sentido que el librador está obligado a constituir la provisión al libramiento, y a mantenerla hasta que venzan los

plazos legales de presentación por el tenedor, pero que la pena civil sólo se devenga en el supuesto (y en la medida) en que el título resulte impagado a presentación (con independencia de que la provisión se haya efectuado antes o después del libramiento) (CARLÓN en *Derecho Cambiario* dirigido por MENÉNDEZ, [1986] p. 794 parece abogar por la irrevocabilidad de la provisión de fondos, pero sin entrar en las consecuencias de una posible revocación).

El argumento se refuerza si se tiene en cuenta el párrafo precedente (art. 108.II LCC), en virtud del cual el banco está obligado a pagar, siempre que en el momento de presentación al cobro del cheque (y no en el de libramiento) disponga de fondos librados.

- 53 (iii) *Pacto de cheque*: finalmente se exige que entre banco y librador exista un acuerdo, que puede ser tácito o expreso, en virtud del cual el banco acepta el derecho a disponer mediante el uso de estos títulos. Todo contrato de cuenta corriente conlleva por naturaleza un pacto tácito de cheque.
- 54 *Clases*: la LCC diferencia las siguientes clases de cheques especiales:
- 55 (i) *Cheque propio*: es aquél que un banco libra contra sí mismo, posibilidad admitida por la LCC, con la exigencia que el título se emita entre distintos establecimientos [requisito formal totalmente innecesario, que por no se sabe qué motivos exige el art. 112.c)]. Estos cheques no pueden ser al portador, para no invadir el privilegio de emisión del Banco de España (art. 179 C.Com.).
- 56 (ii) *Cheque conformado*: el banco no puede aceptar un cheque, ya que existe una prohibición legal expresa, y cualquier mención en contra se reputaría no escrita (art. 109 LCC); el banco tampoco puede avalar el título (art. 131 LCC), y si lo hiciera el aval será nulo.

Existen sin embargo muchas ocasiones en las cuales el tráfico exige un medio de pago con garantía bancaria, y para ello el artículo 110 LCC ofrece la conformidad del banco (figura no prevista en la Ley Uniforme, pero permitida por la Reserva número 6 siempre que no tenga el efecto de una aceptación). Esta conformidad da mayores garantías al cheque, pero por su propia naturaleza no conlleva la asunción de una obligación cambiaria por el banco.

La conformidad es una declaración fechada e irrevocable, firmada por el banco en el propio cheque, en virtud de la cual éste efectúa una doble declaración y asume un compromiso:

- acredita la autenticidad del cheque: por lo tanto el banco no se puede negar a pagar, alegando que el cheque o la firma del librador son falsos;

- acredita que en esa fecha existe provisión de fondos en la cuenta del librador;
- se obliga a retener el importe del cheque por el plazo que se indique (o en su defecto hasta que venza el plazo legal de presentación); esto implica que el banco no puede permitir la disposición de los fondos por el librador, ni por una persona que actúe por cuenta u orden de éste; tampoco puede utilizarlos en provecho propio.

Nótese que la obligación del banco se circunscribe a retener, lo que no implica una garantía por la entidad, ni una garantía absoluta de cobro para el tenedor. Existen diversas causas (embargo, quiebra, suspensión de pagos) que pueden frustrar la expectativa del tenedor de cobrar, sin que resulte responsabilidad ni acción contra el banco.

(iii) *Cheque cruzado*: el cheque cruzado es una fórmula utilizada para reducir el riesgo de apropiación indebida de un cheque. El cruzado puede ser a su vez general o especial. 57

El general se caracteriza por dos barras paralelas en el anverso; la inclusión de las palabras «banco» o «y compañía» entre las barras es voluntaria (art. 143.II LCC). Su régimen jurídico se concreta en dos reglas, una que afecta a todos los bancos y otra sólo al banco librado.

A todos los bancos les está vedado adquirir cheques cruzados de personas que no sean clientes suyos (es decir, que no tengan cuenta corriente abierta). La prohibición de adquirir cheques cruzados de extraños es una prohibición legal y profesional que pesa sobre todos los bancos.

Además, el banco librado sólo puede pagar el cheque a un banco (por cuenta propia o ajena) o a una persona que acredite ser cliente de un banco (pero no necesariamente mediante abono en una cuenta bancaria, art. 144.I LCC; esta previsión legal es claramente insatisfactoria, pues en la actualidad el ser cliente de otro banco en sí mismo no es prueba ni de solvencia ni de honorabilidad).

El cruzado especial consiste en la inserción del nombre de un banco entre las dos barras; en este caso el banco librado sólo puede pagar al banco designado (o a otro banco que actúe por su cuenta).

Tanto el banco librador como el banco tenedor de cheques cruzados responden del incumplimiento de las obligaciones legales que la LCC les impone, frente al librador del cheque, hasta una suma igual a su importe (art. 144.V LCC).

(iv) *Cheque para abonar en cuenta*: se trata de cheques en los cuales el librador pone una mención transversal «para abonar en cuenta», lo que condiciona la orden al banco librado, ya que éste sólo 58

puede pagar el cheque abonándolo en cuenta bien al tenedor o bien al banco a quien el tenedor haya encargado el cobro (que si le puede pagar en efectivo al tenedor). La responsabilidad del banco librado por el incumplimiento de esta obligación es igual a la descrita para los cheques cruzados.

La mención «para abonar en cuenta» puede (y debe) para mayor seguridad ser cumulativa al cruzamiento general del cheque.

59 *Contenido obligacional:* la mejor forma de analizar el complejo entramado obligacional que surge del cheque, consiste en diferenciar las relaciones entre el cuentacorrentista librador y el banco librado, entre el librador y el tomador, y entre éste y el banco.

60 (i) *Relación librador-banco librado:* esta relación está dominada por la idea de la comisión, y el cheque no es otra cosa que la materialización como título valor de una instrucción de pago dado por el librador-comisionista al banco-comitente que le presta el servicio de caja.

En consecuencia, existiendo un contrato de cuenta corriente y habiendo suficiente provisión de fondos en la fecha de presentación al cobro, el banco está obligado frente al cuentacorrentista a pagar (y si sólo hay provisión parcial a efectuar un pago parcial) (art. 108.III LCC). Esta obligación no es otra cosa que la expresión concreta del deber general de todo comisionista de ajustarse a las instrucciones de su mandante.

61 La *orden* de pago incorporada a un cheque es, por ley, *irrevocable*: para impedir la práctica viciosa de los libradores, que bajo el régimen del C.Com. se habían acostumbrado a revocar a su libre albedrío cheques ya puestos en circulación, el artículo 138 LCC ha instaurado un régimen de gran severidad. Como regla general, la revocación por el librador de su orden es ineficaz, hasta que no haya transcurrido el plazo de presentación legalmente previsto. Estamos pues ante una orden irrevocable por ley, incurriendo el banco en responsabilidad frente al tenedor si permite la revocación. La anterior regla tiene como excepción «los casos de pérdida o privación ilegal del cheque», en los que el librador (y por extensión cualquier tenedor) puede oponerse al pago (art. 138.III LCC).

¿Qué prueba debe pedir el banco del acontecimiento de estos hechos? ¿Basta una simple alegación, incluso oral? (así CARLÓN: op. cit. p. 818) ¿O hace falta nada menos que un mandamiento judicial de retención? (como con inusitado rigor exige VICENT: op. cit. p. 798). La primera solución propicia abusos, mientras que la segunda, teniendo en cuenta la lentitud de la justicia, conlleva de facto la inaplicabilidad del artículo 138.III LCC. *Aurea mediocritas*: la interpretación razonable de la norma permite la paralización inmediata del pago por simple declaración del librador (*periculum est in mora*), de-

biendo éste además iniciar, en el plazo más breve posible, el procedimiento judicial por extravío o sustracción del cheque que prevé el artículo 154 LCC.

De lo dicho se deriva que el riesgo por un *cheque perdido* descansa en el librador, a no ser que se oponga eficazmente al pago. 62

La situación, sin embargo, es diferente en el caso de *cheque falso* (es decir con firma no puesta por el librador) o *falsificado* (aumentando la cantidad). En estos casos, el riesgo corresponde por ley al banco, a no ser que el librado hubiere actuado con culpa, en especial en la custodia del talonario (art. 156 LCC). Esta norma no hace sino recoger una anterior línea jurisprudencial, creadora de una responsabilidad profesional objetiva: si el cheque resulta falsificado no mediando culpa del librador, ese riesgo debe ser asumido por el banco y no por el cliente, ya que el banco, como profesional, está mejor dotado para evitar estos percances y para asumir la pérdida. En el supuesto de concurrencia de culpas por ambas partes, prevalece la responsabilidad del banco. Sólo si la responsabilidad es achacable en exclusiva al cuentacorrentista —lo que es difícil, ya que sobre el banco pesa la obligación de comprobar la legitimidad aparente del título y de las firmas— podría el banco quedar inmune. 63

(ii) *Relación librador-tomador*: el librador entrega el cheque al tomador para el pago de una deuda, quedando la obligación derivada de la obligación primitiva en suspenso, hasta que el título efectivamente se pague (art. 1.170 C.c.). Aun en el caso de que el tomador firme un recibo o carta de pago sin reserva o cláusula buen fin, prevalece el régimen legal y la entrega del cheque no extingue la obligación subyacente (contra, VICENT op. cit. p. 782). El perjuicio del título a manos del tomador no conlleva la extinción de la obligación subyacente, ya que el perjuicio no afecta a la acción cambiaria contra el librador (art. 146.II LCC, conforme: PAZ-ARES en *Comentario del Código Civil*, Ministerio de Justicia, [1991], II p. 225). 64

Todo tomador tiene el derecho a *transmitir* el cheque, mediante simple tradición si es al portador, o mediante endoso incluso si carece de cláusula a la orden. Únicamente los cheques «no a la orden» no son transmisibles más que a través de una cesión ordinaria (art. 120 LCC). El endoso de los cheques es poco frecuente en la práctica, por conllevar la obligación de timbrar el título, con la excepción del endoso en blanco mediante simple firma del tomador en favor de su propio banco (endoso autorizado por el art. 122.II LCC). De acuerdo con los usos bancarios, tal endoso conlleva una cesión del título en gestión de cobro, respondiendo el tomador frente a su banco del buen fin. 65

Dentro del plazo de presentación (que se cuenta desde la fecha que consta en el título y cuya duración se define en el art. 135 LCC) el tenedor debe *presentar el cheque al cobro* al banco librado. El incumpli- 66

miento del plazo permite la libre revocación por el librador y conlleva la asunción por el tenedor del riesgo que el banco sea declarado insolvente (art. 146.III LCC). Si el banco no paga el cheque, debe hacerse constar en el título (por el propio banco o por la Cámara; también cabe protesto notarial); el incumplimiento de esta carga no afecta a la acción cambiaria contra el librador (pero sí contra los endosantes). Esta acción cambiaria, si es ejercitada por el tomador, queda sujeta a todas las excepciones que surjan del contrato subyacente (y a las demás que prevé el art. 67 LCC).

- 67 Para incrementar el rigor cambiario, la LCC ha creado una *pena civil* para el caso de que el cheque resulte impagado, por no haber tenido el librador suficiente provisión de fondos; la pena civil es igual al 10 % del importe no cubierto, y se acumula a los intereses de demora legalmente establecidos (ver art. 108.III y 149 LCC y lo dicho *supra*).
- 68 (iii) *Relación tenedor-banco librado*: la LCC ha buscado enfáticamente la inexistencia de obligación cambiaria entre el banco librado y el tenedor del cheque; así el artículo 109 LCC prohíbe la aceptación (y la reputa no escrita, si se consignara), el artículo 131.II LCC excluye la posibilidad de aval por el librado y el artículo 110 LCC limita el efecto de la conformidad dada por el banco. Tampoco existe acción de enriquecimiento injusto contra el banco (arts. 153 y 65 LCC).
- 69 Podría parecer pues que es voluntad del legislador que entre tenedor y banco librado no surja vínculo alguno; tal conclusión se ve enturbiada por el artículo 108.II LCC, en virtud del cual el banco que tenga provisión de fondos en el momento de la presentación al cobro de un cheque regularmente emitido, está obligado a su pago. ¿Incurre el banco en responsabilidad frente al tenedor, si habiendo provisión de fondos niega el pago? ¿Tiene el tenedor acción frente al banco?

La contestación debe ser negativa, pues el artículo 108.II LCC regula, en realidad, la relación banco-librador; la obligación de pago, aunque recogida en la ley, nace del contrato de comisión que les une, y el banco la asume únicamente frente al cuentacorrentista, que podrá exigirle daños si incumple, pero no frente al tenedor que no puede accionar frente al banco (conforme: URÍA: *Derecho Mercantil* [1989] p. 865; no muy claro CARLÓN: op. cit. p. 799; contra: SÁNCHEZ CALERO: *Instituciones* [1985] p. 381 que aboga por la existencia de una cesión de la provisión de fondos tácita pospuesta a la presentación del cheque; VICENT op. cit. p. 795 que interpreta el art. 108.II LCC como obligación *ex lege*). El principio general expuesto debe, sin embargo, ser matizado atendiendo a los motivos que hayan llevado al banco a rechazar el pago: si su actuación ha obedecido a causa torpe (por ejemplo al anteponer sus propios intereses como acreedor del librado

a la legítima expectativa del tenedor de cobrar), responderá *ex* artículo 1.902 C.c.

Nótese que la situación es diferente en el caso de pretendida 70
 revocación *contra legem* (en violación del art. 138 LCC) solicitada por el librador. Aquí el banco debe rechazar la pretensión de su cliente y proceder al pago, pues pesa sobre él una clara obligación legal de actuar. Su incumplimiento le hará incurrir en responsabilidad frente al tenedor.

G) CLASES ESPECIALES DE CUENTAS CORRIENTES

Cuentas en divisas y con no residentes: La liberalización total del 71
 control de cambios operada por el RD 1816/1991, conlleva que sea libre la apertura de cuentas corrientes en pesetas (habiendo desaparecido la antigua distinción entre pesetas interiores y convertibles) o en divisas, tanto por residentes en España como por no residentes, en cualquier entidad de depósito autorizada a operar en España. También es libre la apertura de toda clase de cuentas por residentes en España en bancos situados en el extranjero, con la única exigencia de comunicación al Banco de España. Los contratos correspondientes se regirán normalmente por el ordenamiento jurídico del país donde el banco tenga su establecimiento (cfr. art. 10.5 C.c.; para el cheque cfr. art. 162 y ss. LCC).

Cuentas financieras: Las cuentas financieras (reguladas por OM 7 72
 de julio de 1989, modificada por OM 11 de diciembre de 1989) son una modalidad de cuentas corrientes cuyo saldo se invierte diariamente en deuda pública u otros activos financieros en nombre y por cuenta del cliente (que deviene propietario de estos títulos), asegurando el banco su recompra de forma regular y con periodicidad muy breve (incluso diariamente). De esta forma los bancos ofrecen una mayor rentabilidad a los depósitos en cuenta corriente, sin perder el cliente su disponibilidad como depósitos a la vista y las ventajas del servicio de caja.

La OM citada regula los contratos relativos a cuentas financieras en deuda del Estado anotada, estableciendo que los contratos se formalizarán por escrito y que deberán recoger con claridad la clase de deuda del Estado en que quedarán invertidos los fondos, el sistema de información al cliente, la frecuencia de abono de rendimientos, el saldo mínimo que, en su caso, deba mantenerse en cuenta, el compromiso y condiciones de recompra por la entidad de la deuda o los activos y el régimen de disposición por el cliente de los fondos invertidos.

La disposición exige que los modelos de contratos de cuenta financiera en deuda del Estado deben ser remitidos previamente al Banco de España para su aprobación por la DGTPF.

La regulación de las cuentas financieras en deuda del Estado anotada no impide el que los bancos puedan crear cuentas financieras en otros activos financieros, cuyos modelos deben ser igualmente aprobados por el Banco de España y la DGTPF.

- 73 Tampoco deben confundirse las cuentas financieras con las llamadas «supercuentas». Estas pueden ser cuentas financieras o cuentas corrientes ordinarias, en las que el banco simplemente paga unos intereses superiores, siempre que el cliente mantenga unos saldos mínimos previamente establecidos, sin que estos saldos se inviertan en activos financieros por cuenta del cliente, sino que el banco dispone de ellos para financiar sus operaciones corrientes.

H) EXTINCIÓN

- 74 Las *cuentas corrientes de depósito* se pactan normalmente por plazo indefinido. Por lo tanto, como en todos los contratos por tiempo indefinido, debe reconocerse un derecho a cualquiera de las partes a revocarlo en todo momento. En el caso del cuentacorrentista, no será necesario ni preaviso ni justa causa (art. 279 C.Com.); en cambio en el caso del banco, debe exigirse justa causa (incumplimiento de obligaciones, disminución de solvencia, negligencia en el uso de los talonarios; no mantenimiento del saldo mínimo pactado) y preaviso suficiente para que el cliente pueda trasladar el servicio de caja a otra entidad [cfr. art. 10.1. c) 3.º LCU].
- 75 Supuesto específico de extinción es el *abandono del saldo depositado*. Se entiende abandonado el saldo cuando durante un plazo de 20 años no se haya practicado gestión alguna por los interesados que implique el ejercicio de su derecho de propiedad, en cuyo caso el Estado lo hará suyo (art. 29.2 LGP; véase, en cuanto al procedimiento el RDL 24 de enero de 1928, parcialmente en vigor).
- 76 Las *cuentas corrientes de crédito* se pactan por plazo definido, al final del cual el cliente debe devolver al banco el saldo deudor que la cuenta presente. El contrato no se puede resolver por el banco antes de que se consuma el plazo, a no ser que se produzca un incumplimiento (cfr. art. 1.124 C.c.), o que el cliente pierda el derecho a plazo por incurrir en alguno de los supuestos del artículo 1.129 C.c. (supuestos que se pueden extender mediante pacto —*vide infra*). El cuentacorrentista, por su parte, puede cancelar el contrato en cualquier momento sin justa causa ni preaviso, devolviendo el saldo en su contra que la cuenta arroje y haciendo declaración expresa de que desea cancelar la cuenta

(en caso contrario, mantendría abierta la posibilidad de volver a disponer del crédito).

3. Operaciones pasivas

A) INTRODUCCIÓN

A través de las diferentes operaciones pasivas, las entidades de crédito captan fondos del mercado, con la finalidad de financiar sus operaciones activas. La cuenta corriente, que puede ser operación pasiva o activa según los casos, no encaja dentro de esta categoría, pues en ella prevalece la prestación de un servicio de caja por el banco. 1

Además, la cuenta corriente es una operación reservada a las entidades de depósito, mientras que las restantes operaciones pasivas pueden ser realizadas por todas las entidades de crédito (con la limitación que el plazo de los depósitos en las entidades de crédito de ámbito limitado debe ser de al menos un año).

La captación de fondos en divisas, tanto de residentes como de no residentes por la entidades de crédito que sean entidades delegadas como por las restantes, es libre (cfr. RD 1816/1991 y Circular 5/1987 de 13 de marzo). Sin embargo, la mencionada Circular prevé que «teniendo en cuenta la importancia de la actividad en el área internacional y la estructura para vencimientos de activos y pasivos en moneda extranjera, el Banco de España podrá fijar límites al total de fondos pasivos en moneda extranjera obtenidos por cada entidad delegada». 2

B) EL DEPÓSITO DE DINERO

a) *Concepto, regulación, clases*

Concepto: el depósito de dinero es un contrato en virtud del cual las entidades de crédito reciben de sus clientes sumas de dinero, las hacen suyas, y las utilizan para financiar sus operaciones activas, con la obligación de restituir el principal y de pagar intereses. Constituye la operación paradigmática de captación de fondos (cfr. la definición de entidad de crédito del art. 39.3 LDIEC). La esencia del contrato radica en la entrega por el cliente a la entidad de crédito de una cantidad de dinero (entrega que no constituye obligación, sino presupuesto del contrato, y que se puede formalizar en un título valor, en una libreta o en un contrato), y en la apropiación por la entidad de los fondos, trocándose el derecho de propiedad sobre el dinero que el 3

depositante ostentaba en un derecho de crédito a exigir la devolución de la cantidad entregada en la fecha pactada (fecha que puede quedar a discreción del depositante: depósito a la vista).

- 4 *Regulación jurídica:* el depósito bancario de dinero es un depósito irregular, pues la entidad de crédito hace suyos y está autorizada a utilizar los fondos depositados. La existencia de esta autorización, implícita en todo contrato de depósito bancario de dinero, implica por sí sola que no debe aplicarse la regulación legal del depósito, sino la de la comisión (en las cuentas corrientes) y las del préstamo (en los restantes casos) (cfr. art. 309 C.Com. y 1.768 C.c.).

En consecuencia, el depósito se rige en primer lugar por las normas del préstamo mercantil, y subsidiariamente por las del préstamo civil [cfr. art. 310 C.Com., que establece esta prelación; la referencia a Estatutos sólo es aplicable al Banco de España —ver Cap. VI.2.A) *supra*]. También será por supuesto de aplicación, en su caso, el artículo 10 LCU.

(El TS, en su S. 2 de julio de 1985 —*La Ley* 5679— ha declarado que el depósito bancario se caracteriza «por su notoria pobreza de esquemas legales» y que la doctrina mercantilista no «se caracteriza por la riqueza de sus construcciones, que oscilan entre las que le atribuye la naturaleza del depósito irregular y aquellas otras que estiman se trata de una figura negocial autónoma ..., sin olvidar aquella otra que ... estima que habida cuenta de la posición del C.c. ... nos hallamos en presencia de un préstamo»; la discusión, en todo caso, es totalmente estéril, pues los preceptos positivos son claros y a ellos es necesario ajustarse; intentar argumentar que los depósitos a la vista tienen naturaleza de contratos *sui generis*, mientras que los depósitos a plazo la tienen de préstamo, o reconducir el depósito a plazo a contrato mercantil *sui generis*, como hace la STS 28 de mayo de 1990, *La Ley* 10988, carece de todo sentido: ambos contratos se rigen por las normas sobre el préstamo mercantil, por así expresarlo indubitadamente los arts. 309 y 310 C.Com.).

- 5 La anterior conclusión tiene dos importantes consecuencias:
- por un lado que el dinero depositado no puede ser separado de la masa en caso de suspensión de pagos o quiebra de la entidad de crédito, debiendo el depositante insinuarse en la masa (cfr. art. 909.3 C.Com.);
 - y por otro que el artículo 1.200 C.c. y la prohibición de compensación en el contrato de depósito no son aplicables al depósito bancario.

Esta última consecuencia se impone no sólo por aplicación de los artículos 309 y 310 C.Com. y 1.768 C.c., que no dejan resquicio a la duda, sino también por la *ratio* del artículo 1.200 C.c.: se basa ésta en

la *fides* que impregnó tradicionalmente la prestación de custodia, exigencia que carece de todo sentido en un depósito irregular, en el que no existe propiamente obligación de custodia sino de devolución (de acuerdo GARRIGUES: op. cit. p. 370; VICENT: op. cit. p. 433; contra, sin embargo SSTS 21 de abril de 1988, RA 3269 y 27 de marzo de 1990; CCJC 602, con comentario muy crítico de JORDANO FRAGA; en esta última S. el TS ha concluido erróneamente que en «el depósito de una cantidad en una cuenta especial» es imposible la compensación por el propio banco, argumentando que no aparece probada la autorización dada por el depositante para disponer de los fondos; en realidad esta autorización está implícita en todo depósito bancario, sin necesidad de pacto, según se desprende del art. 39.3 LDIEC).

Clases: los depósitos bancarios se pueden clasificar según la disponibilidad de los fondos en a la vista (el cliente goza en cualquier momento del derecho a pedir la restitución) y a plazo; según su formalización, pueden serlo en libreta, certificado de depósito, pagaré o contrato privado; y según su finalidad pueden ser libres o vinculados (el cliente debe utilizar los fondos para cierta finalidad, por ejemplo la adquisición de una vivienda). 6

b) *Formalización*

Libreta de ahorro: la forma más tradicional de formalizar depósitos bancarios, a la vista o a plazo («imposiciones a plazo fijo»), es a través de libretas de ahorro. Se trata de un documento nominativo no transferible, en posesión del depositante, en el que la entidad de crédito anota los movimientos de debe y haber que se produzcan. La entidad de crédito, por su parte, también mantiene en sus propios libros un registro fiel de todas las operaciones que se produzcan. La retirada de fondos se hace mediante presentación de la cartilla (siendo de aplicación el art. 1.164 C.c.) y ésta prueba las operaciones con la misma fuerza que la contabilidad del banco. 7

Las libretas no constituyen títulos valores (así correctamente SSTS 27 de diciembre de 1985 *La Ley* 6167, STS 18 de julio de 1989 RA 5713; 28 de noviembre de 1989 RA 7915); por este motivo, y al tratarse de puros derechos de crédito, la mencionada jurisprudencia ha negado la posibilidad de crear sobre ellas prendas, por constituir prendas irregulares no aceptadas en nuestro derecho; (sobre el tema con razón muy crítico: EIZAGUIRRE: «Las imposiciones a plazo como objeto de garantía» en *RDBB*, 25, p. 179; en la práctica, la solución adoptada consiste en valorizar el depósito mediante la emisión de un certificado de depósito o pagaré, cuya pignorabilidad no ofrece dudas).

- 8 *Certificados de depósito*: los certificados nacieron en la práctica norteamericana para facilitar la movilización de depósitos a plazo. En España fueron introducidos por la OM 24 de abril de 1969, que reguló los aspectos de derecho administrativo, al amparo del principio de libertad de creación de títulos valores. En efecto en nuestro derecho la creación de nuevos tipos títulos valores nominativos, al portador o a la orden no precisa de autorización legal (conforme: FERNÁNDEZ DEL POZO: *El fortalecimiento de recursos propios*, [1992] p. 90). La OM citada fue a su vez derogada por la OM 2 de marzo de 1987, por lo que su emisión es libre sin limitación en cuanto a plazo, importe o tipo de interés (contra sin justificación VICENT p. 436, que continua aplicando la citada OM).
- 9 Las principales características de estos títulos son las siguientes:
- 10 — son títulos valores *emitidos en forma aislada* como efectos de comercio y no como valores (contra GARRIGUES: op. cit. p. 371 que los entiende emitidos en serie, lo que no se ajusta a la realidad); no les es de aplicación la LMV (por no estar agrupados en emisiones —art. 2 LMV y art. 2.1.c) RD 291/1992 de 27 de marzo que exige que los títulos procedan de «operaciones comerciales»— para no privar de sentido al precepto, hay que entender que el Decreto conceptúa el depósito como operación comercial), ni son obligaciones (por no emitirse en serie —art. 282 LSA), no siéndoles de aplicación el régimen jurídico de éstas (acuerdo de Junta General, escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil, etc.); su transmisión no exige intervención de fedatario o entidad de valores;
- 11 — son títulos *transferibles* por endoso, incluyan o no la mención «a la orden»; únicamente no serían endosables, sino únicamente cedibles, si incluyeran la expresión «no a la orden» (aplicación analógica de las normas sobre pagarés cambiarios —arts. 36 y 14 LCC); no se pueden, en cambio, emitir al portador (por la prohibición contenida en el art. 179 C.Com.); el endoso no produce efectos de garantía, sino meramente de legitimación; es decir el endosante no responde del pago del título por el banco (no es posible una aplicación analógica extensiva del art. 18 LCC; conforme VICENT op. cit. p. 435; contra Lojendio OSBORNE: «El efecto de garantía del endoso de los títulos a la orden» en *RDBB*, 1983, p. 246); el endoso no debe comunicarse al banco, a no ser que el título —en todo caso con carácter facultativo— disponga lo contrario; nada se opone a que el título se endose al propio banco emisor, y que éste bien lo cancele o bien lo vuelva a poner en circulación;
- 12 — los certificados pueden incorporar una obligación de devolución única a una fecha de vencimiento pactada («cupón cero»), en cuyo caso se emiten por un valor inferior al nominal («al tirón»), o bien pueden incorporar pagos periódicos de intereses («cupones») y una

obligación de devolución del principal a vencimiento, en cuyo caso se emiten a su valor nominal; los pagos de intereses se pagan contra presentación del título y estampillado del cupón correspondiente, y el principal contra entrega del valor («título de rescate»).

Su *impago* permite el ejercicio de acción ejecutiva contra la entidad de crédito (art. 1.429.5.º LEC —se trata de títulos nominativos legítimamente emitidos). 13

En la práctica, la utilización de certificados ha caído en desuso, al haberse sustituido su uso por pagarés y cuentas financieras. 14

Pagarés: los depósitos bancarios frecuentemente se formalizan en pagarés cambiarios emitidos o endosados por la entidad de crédito. La fórmula utilizada consiste en que el banco reciba una suma inferior al nominal del título, constituyendo la diferencia (el «tirón») los intereses, que se pagarán al vencimiento. Los pagarés pueden ser títulos emitidos de forma aislada, en cuyo caso no están sujetos a la LMV [cfr. art. 2.1.c) RD 291/1992 que exige además que provengan de «operaciones comerciales», concepto que por la argumentación expuesta en el número 10 *supra* incluye los depósitos bancarios], ni constituyen obligaciones, asemejándose su régimen legal y su función a los certificados de depósito cupón cero. [Las entidades de crédito también pueden emitir pagarés y obligaciones en serie agrupados en emisiones como instrumento de financiación al igual que cualquier otro empresario, estos pagarés pueden gozar de una excepción general de los requisitos de emisión, si su plazo no sobrepasa los 12 meses y se negocian exclusivamente con la clientela bancaria (art. 6.b) RD 291/1992); ver también Cap. IX *infra*]. 15

c) Obligaciones de las partes

De la entidad de crédito: la entidad de crédito asume en el contrato de depósito una doble obligación: 16

(i) *Devolver el principal* recibido, bien a simple demanda del depositante, bien en la fecha de vencimiento pactado. La cantidad a devolver estará cifrada en la misma divisa en que la hubiera recibido, corriendo el riesgo de cambio de cuenta del depositante (ver art. 312 C.Com.). Nótese que la existencia de préstamos o depósitos sin plazo marcado de vencimiento no repugna a nuestro ordenamiento, que en el artículo 313 C.Com. prevé en tales casos un preaviso de 30 días; la mera mención que el depósito es «a la vista» implica una renuncia a este período de gracia por el banco depositario. 17

El retraso en el pago del principal hace surgir una obligación a cargo del banco de pagar el interés de demora pactado (pacto que en la práctica es infrecuente) y en su defecto el legal (art. 316 C.Com.).

La recepción del principal por el depositante sin reservarse expresamente el derecho a los intereses pactados, extingue la obligación del deudor respecto a los mismos (art. 318 C.Com.). Esta regla, sin embargo, no es de aplicación si el cliente es consumidor [cfr. art. 10.1.c).8.º LCU].

En el caso de suspensión de pagos o quiebra de un banco, caja o cooperativa (pero no de las restantes entidades de crédito), el Fondo de garantía respectivo garantiza hasta un importe máximo de 1.500.000 Ptas. por depositante (ver *in extenso* Cap. III *supra*).

- 18 (ii) *Pagar intereses*: desde la OM 3 de marzo de 1987, se ha unificado en esta materia la normativa administrativa y mercantil (art. 315 C.Com.), siendo el tipo de interés el que libremente establezcan las partes. En contrapartida, la normativa administrativa exige para mayor claridad y homogeneidad en la publicidad, en los contratos y en las liquidaciones que se envíen a los depositantes, la indicación del TAE (ver *in extenso* Cap. IV.5 *supra*; sobre modificación del tipo de interés por la entidad de crédito ver lo dicho *supra* al hablar de la cuenta corriente).
- 19 *Obligaciones del depositante*: siendo el préstamo un contrato real (cfr. art. 1.740 C.c.), el depositante normalmente no tiene obligaciones, constituyendo la entrega de los fondos un presupuesto del contrato. Nada se opone, sin embargo, a que las partes en el ejercicio de su voluntad configuren el depósito como contrato consensual, con una obligación periódica del depositante de entregar fondos a título de depósito a la entidad de crédito.

d) *Extinción*

- 20 En el *depósito a la vista*, contrato de duración indefinida, el depositante puede extinguir la relación en cualquier momento, retirando los fondos y manifestando su intención de dar por extinguido el contrato que le une con la entidad. El banco, por el contrario, no puede cancelar la relación sin justa causa y preaviso suficiente [cfr. art. 10.1.c).3.º LCU].
- 21 En el *depósito a plazo*, ni el cliente ni la entidad de crédito pueden violar el pacto alcanzado, y exigir o devolver el depósito anticipadamente (salvo mutuo acuerdo). El plazo se ha establecido en beneficio de ambas partes, y por lo tanto ninguna de ellas puede unilateralmente imponer a la otra una renuncia. En especial, la entidad de crédito no puede repagar el depósito anticipadamente (p.e. si los intereses han bajado), en contra de la voluntad del cliente.

El incumplimiento de sus obligaciones por el banco permiten al cliente la resolución del depósito con indemnización de daños

(art. 1.124 C.c.), y la disminución de solvencia de la entidad conlleva la pérdida del beneficio del plazo con posibilidad de exigir de inmediato el principal (art. 1.129 C.c.).

c) *El depósito interbancario*

Además de la financiación vía depósitos, una fuente fundamental de financiación para las entidades de crédito es el *mercado interbancario*. Es éste un mercado organizado bajo la supervisión del Banco de España del que forman parte las entidades de crédito autorizadas discrecionalmente por el Banco de España (norma 2ª Circular 14/1992 de 26 de junio) y al que acuden diariamente para ofrecer y demandar depósitos a otras entidades de crédito. Es un mercado esencialmente telefónico regulado por la Circular 5/1990 de 28 de marzo del Banco de España, sobre el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. Las operaciones se suelen realizar a través de brokers o intermediarios que cobran una comisión por sus servicios, y a pesar de su importante cuantía, se formalizan oralmente, siendo confirmadas *a posteriori* por escrito. La existencia de la confirmación escrita, junto con la declaración de testigos, son prueba suficiente de la existencia del contrato de depósito interbancario (cfr. art. 51 *in fine* C.Com.). 22

Las entidades de crédito con excedentes de tesorería son prestamistas natos del mercado interbancario. Estas entidades, que captan depósitos de sus clientes a bajo coste, los prestan posteriormente a tipos superiores a otras entidades. De esta forma obtienen una ganancia segura con un riesgo inferior que el que les supondría prestar ese dinero a clientes finales.

Por el contrario, las entidades con un menor volumen de depósitos, aquéllas que tienen restricciones operativas (como los bancos de nueva creación) y las que necesitan tesorería por razones coyunturales, acuden al mercado interbancario para obtener los recursos necesarios para poder hacer operaciones activas.

Los depósitos interbancarios pueden ser transferibles (conocidos como DIT's) o no transferibles. Los segundos únicamente pueden ser cancelados anticipadamente por acuerdo entre ambas entidades, mientras que los primeros pueden ser cedidos libremente a cualquier otra entidad de crédito miembro del mercado telefónico (pero no a otras personas)(cfr. norma 1ª Circular 14/1992).

El *tipo de interés* al que se prestan dinero las entidades entre sí se ha convertido en el tipo de interés de referencia para muchas operaciones financieras. Este tipo de interés es generalmente conocido como *MIBOR* (Madrid Interbank Offered Rate, adaptación del término 23

LIBOR-London Interbank Offered Rate) y se define como el tipo al que se están ofreciendo depósitos a un determinado plazo en el mercado interbancario español. Existe un MIBOR para distintos plazos (un día, una semana, un mes, un año, etc.) en función del vencimiento de la operación. Es frecuente que las entidades de crédito a su vez presten dinero a sus clientes finales al MIBOR más un diferencial, que constituye su ganancia. El diferencial es mayor cuanto más grande sea la prima de riesgo que conlleva el crédito en cuestión. Dado que el MIBOR es un tipo de interés variable por definición, las partes ajustan el tipo de interés de cada período (en principio cada trimestre) en función de su evolución [cfr. *in extenso* Cap. VI.4.B) *infra*].

- 24 Existe igualmente un *mercado interbancario internacional*, centrado originalmente en Londres, pero en el que hoy participan entidades de todos los países (incluyendo entidades españolas). Este mercado funciona por pautas muy similares a las del mercado interbancario español, con la particularidad que no está sometido a la tutela de ninguna entidad supervisora, sino que se autorregula a través de sus usos y prácticas. El tipo de interés que rige en el mercado y que varía según la divisa y el plazo del depósito, se conoce como tipo LIBOR.

C) LA CESIÓN DE CRÉDITOS

a) *Función económica*

- 25 Cada vez es más frecuente que las entidades de crédito cedan a sus clientes créditos que tienen en sus balances. Es el fenómeno conocido como «*desintermediación*» [cfr. Cap. I.1.B) *supra*]. La venta de estos créditos persigue un doble objetivo. Para la entidad desprenderse de un activo liberando recursos que puede utilizar en otras operaciones más rentables. Para el cliente realizar una inversión por la que previsiblemente va a obtener una remuneración superior a la que conseguiría en otros activos financieros, asumiendo a cambio el riesgo del impago.

En ocasiones la cesión se realiza con pacto de recompra, es decir, la entidad cede el crédito al cliente pero se compromete a recomprarlo al cabo de un tiempo. La diferencia entre el precio de adquisición y el precio de recompra constituye la remuneración del cliente. En realidad la cesión de créditos con pacto de recompra no es sino un depósito a plazo (o un préstamo), especialmente garantizado por el crédito cedido. Para la entidad es una forma más de captación de recursos del público (y así se recoge expresamente en el concepto de entidad de crédito, cfr. art. 39.3 LDIEC). Para el cliente es una forma de obtener una rentabilidad generalmente superior sin mayor riesgo ya que la entidad se compromete a recomprar el crédito adquirido.

En sus comienzos, las entidades de crédito limitaron severamente los derechos de los cesionarios, de forma que éstos necesariamente tenían que canalizar toda acción contra el acreditado a través del banco (esta práctica llevó a PANTALEÓN: «Cesión de Crédito» en *ADC* [1988] p. 1103 a la conclusión que la cesión quedaba desvirtuada, convirtiéndose en un préstamo aleatorio, y a la sorprendente aplicación analógica nada menos que del art. 731 C.Com., regulador del préstamo a la gruesa y del art. 72.3 Ley del Contrato de Seguro). Estas prácticas de la banca fueron cortadas por la Circular 2/1987 de 6 de febrero, que calificó como depósitos bancarios todas las cesiones de activos donde no se transmitiera íntegramente la deuda con todos sus riesgos y derechos. En la actualidad el tema está tratado en la Norma 15.^a Circular 4/1991 de 14 de junio, que establece una serie de requisitos para que una cesión pueda ser considerada como tal, y el banco pueda darla de baja en su contabilidad. De no cumplirse todos los requisitos la cesión a efectos administrativos y contables se considerará como captación de fondos por el banco (debiendo por lo tanto cubrirse coeficiente de caja y de inversión).

Los requisitos exigidos por el Banco de España (Norma 15.^a2 Circular 4/1991) son fundamentalmente los siguientes:

- *Contenido contractual*: la cesión debe abarcar todos los derechos de los que disponga el cedente, principales y accesorios (intereses moratorios, vencimiento anticipado, modificación de circunstancias ...); el cesionario además debe estar facultado para volver a ceder libremente el crédito a un tercero; se permite que, mediante mandato revocable, el banco se encargue del cobro y en su caso de la reclamación incluso en vía judicial del crédito; también está permitido —aunque la Circular no lo diga— que el cedente se reserve una parte del interés que el crédito devengue.
- *Plazo*: toda cesión debe hacerse hasta el vencimiento del crédito, sin que quepa compromiso (ni opción) de recompra por el banco.
- *Formalización*: necesariamente debe hacerse por escrito (no siendo necesario documento público).
- *Garantía del cedente*: debe especificarse en el contrato que la entidad cedente no asume responsabilidad alguna por impago del acreditado (lo que es innecesario, según el art. 348 C.Com.) y que la renegociación del activo cedido afectará al cesionario (lo que jurídicamente no ofrece duda —el Banco de España desea proteger al inversor para que advierta que está asumiendo riesgo acreditado); se prohíbe expresamente que el cedente garantice en modo alguno el crédito cedido (ya que entonces en términos económicos estaríamos ante un depósito) o anticipe fondos por cuenta del acreditado.

- 28 Las cesiones de crédito pueden ser a vencimiento, o con pacto de recompra, estructura menos atractiva para las entidades, ya que a efectos de contabilización y coeficientes se equipara a depósitos. Por ello se han desarrollado contratos de apertura de crédito, en los que toda fecha de pago de intereses coincide con una fecha de pago de principal, cabiendo una nueva disposición simultánea, cuyos fondos se deben utilizar para repagar el principal de la anterior disposición («*créditos revolving*»). Esta estructura tiene la ventaja para los bancos que les permite la cesión de participaciones a vencimiento (que será a corto plazo), sin pacto de recompra. Para el acreditado tiene la desventaja que en cada fecha de pago de intereses asume el riesgo crediticio que el banco no desembolse (por quiebra o suspensión de pagos) la nueva disposición solicitada.
- 29 Las cesiones de un crédito pueden ser *totales o parciales*; en este último caso, la entidad acreditante cede partes del crédito que ha concedido a varios inversores; esta situación da lugar a una comunidad de bienes (cfr. art. 392 C.c., que expresamente prevé la comunidad en el caso de derechos), que se regirá por las decisiones que adopte la mayoría de principal (cfr. art. 398 C.c.), y en la que cada partícipe tendrá derecho a exigir por separado el pago de su crédito (salvo que se hubiera pactado lo contrario).

b) *Régimen jurídico*

- 30 El derecho español facilita la *cesión de créditos*, pues toda entidad de crédito está autorizada a ceder a cualquier inversor el derecho a percibir el principal y los intereses derivados de una operación activa, sin consentimiento del deudor (art. 347 C.Com. y 1.112 C.c.). Tampoco constituye un requisito de validez que se comunique al prestatario la cesión; pero el pago hecho a la entidad de crédito será liberatorio para el deudor hasta que la cesión se le comunique (art. 347.II C.Com.). Únicamente si existiera una prohibición expresa de cesión, ésta devendría nula (cfr. art. 1.112 C.c.). Salvo pacto en contrario, el derecho a percibir el principal conlleva el derecho a exigir y percibir su pago anticipado, y el derecho a percibir los intereses el de cobrar los de demora (art. 1.528 C.c.).

(Supuesto diferente de la cesión de créditos, es la de cesión de la posición contractual en un contrato de apertura de crédito, cuando el prestatario aún no ha dispuesto parcial o totalmente del principal; en este caso es imprescindible el consentimiento del acreditado.)

- 31 Las cesiones de crédito no exigen una *forma* especial. En efecto: dado el carácter mercantil del crédito cedido, deben aplicarse preferentemente los artículos 347 y 348 C.Com., y en general la regulación sobre contratos mercantiles, y únicamente de forma subsidiaria las

reglas del Código Civil (conforme: FLAQUER: «Las cesiones de crédito bancarias» en *RDBB*, [1990] p. 357). Esto tiene especial importancia en materia de forma: dado que los créditos cedidos se hallan invariablemente documentados en forma pública, la aplicación de los artículos 1.280.6 y 1.526 C.c. llevaría a la exigencia de forma pública para la cesión (contra, erróneamente: PANTALEÓN: op. cit. p. 1099); estos artículos, sin embargo, no son de aplicación, por prevalecer el principio de libertad de forma del artículo 51 C.Com.

En la práctica es frecuente que la cesión se formalice en un documento conocido como «certificado de cesión», que en general no se configura como título valor, sino como contrato (más matizadamente FLAQUER, op. cit. p. 362; cfr. *in extenso* FERNÁNDEZ-ARMESTO: «Los créditos-subasta» en *RDBB*, [1987] p. 384).

La *notificación al deudor* de la cesión no constituye un requisito para su validez. A pesar de que la dicción del artículo 347 C.Com. no es totalmente clara a este respecto, el TS ha mantenido con firmeza la doctrina que la consumación del contrato de cesión mercantil no puede depender de una notificación cuya finalidad está limitada taxativamente en Derecho (STS 23 de junio de 1983, RA 3682). La única virtualidad de la notificación será pues que, una vez efectuada, no se reputará pago legítimo ni liberará el acreditado el pago realizado al cedente (art. 347.II C.Com.). 32

Responsabilidad del cedente: todo cedente responde frente a su cesionario de la legitimidad del crédito, pero no de la solvencia del deudor, pudiendo las partes modificar por pacto el régimen legal (art. 348 C.Com.). Frente al cesionario, el acreditado al que se reclame el pago puede utilizar las mismas excepciones (p.e. compensación, usura, etc.) de las que dispusiere frente al banco cedente. 33

4. Operaciones activas

A) INTRODUCCIÓN

Dentro de las operaciones activas pueden distinguirse dos grandes bloques: por un lado aquéllas en las que los bancos invierten los fondos que han captado, y por otro aquellas operaciones en las que asume riesgo del cliente. Entre las primeras están la concesión de crédito, el descuento y el «leasing», entre las segundas el crédito documentario/garantía abstracta, y toda una cambiante variedad de permutas financieras. 1

La *colocación de fondos en divisas* está regulada por la Circular 5/1987, que autoriza a las entidades delegadas a prestar y realizar 2

operaciones tanto con residentes como con no-residentes «con arreglo a buenas prácticas bancarias», siendo libres los tipos de interés aplicables.

B) CONCESIÓN DE CRÉDITO

a) *Concepto, clases, regulación*

- 3 *Concepto:* El contrato de concesión de crédito es el paradigma dentro de las operaciones activas; por él la entidad de crédito entrega, o se compromete a entregar en una fecha posterior una suma de dinero, y el acreditado a devolverla al vencimiento, y a pagar intereses y comisiones.

De la definición del contrato se deduce ya con claridad que en él se unifican dos grandes clases: el contrato real de préstamo (único regulado en nuestro Derecho positivo), cuya perfección exige la entrega del principal, y el consensual de apertura de crédito, que conlleva la puesta a disposición de unos fondos de los que el acreditado puede disponer en un momento posterior al otorgamiento del contrato. Ambas especies forman, sin embargo, una unidad, cuya causa común radica en el otorgamiento de crédito pecuniario por la entidad al cliente, unidad que está ampliamente aceptada en la práctica (hasta el punto que, *pars pro toto*, el concepto préstamo se utiliza, incluso en la normativa administrativa, para abarcar tanto el préstamo contrato real, como la apertura de crédito). Si se tiene además en cuenta que el régimen jurídico de préstamo y apertura de crédito no presenta diferencia alguna (aplicándose las normas sustantivas del préstamo por analogía a la apertura), se resalta aún más la conveniencia de acuñar un concepto que englobe a ambas categorías («contrato de concesión de crédito») y de estudiarlas unitariamente.

- 4 *Clases:* Aparte de la clasificación, de carácter fundamentalmente jurídico, entre préstamo y apertura de crédito, la extraordinaria riqueza de necesidades de financiación, ha hecho surgir una gran variedad de concesiones de crédito:

- desde el punto de vista de las entidades acreditantes, pueden distinguirse créditos unilaterales y créditos sindicados, en los que un grupo conjuntamente acredita los fondos, surgiendo la figura del agente como organizador de la operación;
- desde el punto de vista del acreditado, éste puede ser bien un consumidor (que goza de amplia protección) o bien un empresario (que, por actuar dentro del ámbito de su giro o tráfico, no precisa de ella) (véase *in extenso* Cap. IV.5 *supra*);

- desde el punto de vista del objeto, el préstamo puede estar cifrado en pesetas, en divisas o incluso permitir, a discreción del acreditado, el cambio de divisa («cláusula multidivisa»)(ver Cap. V *supra*);
- desde el punto de vista del destino del principal, se pueden distinguir créditos libres (en los cuales el acreditado utiliza los fondos para cualquier finalidad) y créditos vinculados (en los que los fondos necesariamente se deben destinar a la adquisición de un bien, a la construcción de un edificio o cualquier otro fin pactado);
- desde el punto de vista de la disposición, ésta puede tener lugar en la propia fecha de otorgamiento del contrato («préstamo»), o en una o varias fechas posteriores («apertura de crédito»); dentro de éstas aún se pueden distinguir aquellas operaciones en las que las disposiciones deberán necesariamente producirse en ciertas fechas preestablecidas, de aquellas otras («línea de crédito») en las que el acreditado, a su discreción, y dentro del período de disposición pactado, puede, pero no está obligado, a disponer del principal; en ocasiones, el acreditado incluso tiene el derecho a volver a disponer de los fondos que haya amortizado anticipadamente antes del vencimiento final de la línea («línea de crédito revolving»);
- desde el punto de vista de la forma, los créditos se pueden formalizar en documento privado, en documento público (póliza, escritura pública), en pagarés o en obligaciones (sobre estos últimos, cfr. Cap. IX.9 y 10 *infra*);
- finalmente, los créditos pueden o no estar garantizados, bien personalmente (fianza, carta de patrocinio) bien mediante derecho real (prenda de valores admitidos a negociación en un mercado oficial o de otros bienes, prenda sin desplazamiento, hipoteca mobiliaria o inmobiliaria, derechos reales de garantía de la LVPBM).

La concesión de crédito en cuenta corriente no constituye propiamente un contrato de concesión de crédito, sino una comisión con anticipación de fondos por el banco-comisionista, pues prevalece la finalidad de proporcionar un servicio de caja, sobre la estrictamente crediticia. 5

Regulación: Siguiendo la tradición romana, nuestros códigos únicamente regulan (y eso de forma fragmentaria) una clase de contrato de crédito: el contrato real de préstamo, en el cual el banco entrega el principal en la fecha de otorgamiento. Las reglas dictadas en esta sede se pueden inducir sin problema y aplicar a todo contrato de crédito. 6

Se plantea la duda si toda concesión de crédito realizada por una entidad de crédito debe considerarse como *acto de comercio*, con independencia de cuál sea la finalidad a la que el acreditado destine los fondos. El artículo 311 C.Com. exige para que un préstamo (y por 7

extensión un crédito) pueda considerarse mercantil la concurrencia cumulativa de dos circunstancias:

- en primer lugar, que uno al menos de los contratantes fuera comerciante, lo que se cumplirá invariablemente en los créditos financieros, pues toda entidad de crédito (incluyendo cajas y cooperativas —ver Cap. III *supra*) goza del estatuto de comerciante;
- en segundo lugar, que los fondos prestados se destinen a actos de comercio, requisito que se cumplirá cuando el acreditado sea empresario, pero no cuando lo sea un consumidor.

¿Quiere esto decir que los préstamos otorgados por entidades de crédito a consumidores no son mercantiles? La contestación parece ser negativa, pues el artículo 175.7 C.Com. menciona, entre las operaciones permitidas a las «compañías de crédito», los préstamos de toda clase y esta mención es suficiente para producir la mercantilidad de la operación, por estar «especificada» en el C.Com. (tal como exige el art. 2.I). Así se ha decantado la jurisprudencia (STS 9 de mayo de 1944, RA 665, RDGRN 1 de febrero de 1980), y la doctrina mayoritaria (por todos: GARRIGUES: *Contratos bancarios* [1975] p. 224; contra, criticando no sin cierta razón el pie forzado: VICENT CHULIÀ: *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, II, [1990], p. 257). Aunque la solución no satisfaga técnicamente (pues da prevalencia a la regla general del art. 175 sobre la más especial del art. 311 C.Com.), es la única razonable a la vista del artículo 320 C.Com., que reputa siempre mercantil el préstamo garantizado con valores. Sería totalmente incongruente que un préstamo a consumidor simple fuera civil, y que por el hecho de añadirsele una garantía pignoratícia de valores deviniera mercantil.

Las principales consecuencias de la consideración de todo crédito como acto de comercio radica en la prevalencia de la regulación del C.Com. sobre la del C.c. (diferencias que son muy pequeñas), en la posibilidad de intervención de corredor colegiado de comercio (art. 93 C.Com.), y en la (sorprendente) preferencia en caso de quiebra de toda obligación mercantil sobre las civiles (art. 913.5.º y 6.º C.Com., norma anacrónica, destinada a desaparecer).

- 8 Cuestión tampoco clara es la aplicación imperativa de la *LVPBM* a los créditos (otorgados tanto por entidades de financiación como por otras entidades) para financiar la adquisición de bienes muebles, que regula no sólo las compraventas a plazo, sino también tanto el préstamo a vendedor, como al comprador (art. 3). La naturaleza imperativa o dispositiva de la ley es tema de intensa polémica. La falta de concreción de la norma en este punto se debe a que, en el momento de su promulgación, su ámbito de aplicación era doble:

- por el lado administrativo, la LVPBM instauró la prohibición que las entidades de financiación (únicas que en 1965 se dedicaban profesionalmente al crédito al consumo) y los comerciantes otorgaran financiaciones fuera del ámbito de la ley, imponiendo sanciones si se incumplía esta prohibición (art. 20 LVPBM); era pues obligatorio que toda financiación se ajustara a los requisitos de naturaleza del bien, desembolso inicial mínimo, número máximo de plazos, tipos de interés máximo fijados administrativamente (en el D. 1193/1966 de 12 de marzo), etc.; así quedaban pues excluidos de su ámbito —y por lo tanto prohibidos!— los contratos que no reunieran los requisitos legalmente exigidos;
- por el lado sustantivo, la LVPBM reguló estos contratos —únicos que estaban autorizados— sin preocuparse de establecer con claridad si sus normas eran imperativas o dispositivas, aunque su finalidad (expresada por Pío Cabanillas en su discurso ante las Cortes, defendiendo la ley) y la literalidad del artículo 2.º parecen indicar que la intención del legislador era crear una norma de obligado cumplimiento, sin posibilidad de derogación por pacto.

En los 30 años desde su promulgación, ha desaparecido la prohibición administrativa de financiar compras que no reúnan los requisitos de objeto, desembolso inicial y, número máximo de plazos que la LVPBM exige (no existe p.e. impedimento legal para que una entidad de crédito financie la adquisición del 100 % de un bien de equipo a un plazo de 5 años, lo que choca con las prohibiciones del D. 1193/1966). Estos contratos, por mandato expreso de la propia ley, no pueden nunca quedar sujetos a su regulación, (cfr. art. 4 y 20 LVPBM, art. 1 D. 1193/1966). No es pues que con respecto a estos contratos la LVPBM tenga o no carácter imperativo, es que caen fuera de su ámbito. El ámbito de aplicación de una Ley de carácter sustantivo como la LVPBM depende pues del cumplimiento de requisitos puramente circunstanciales (en la financiación de vehículos, p.e., de que el precio sobrepase o no 4 millones de pesetas).

Si a lo anterior añadimos que el Registro de venta a plazos acepta la inscripción de operaciones que no reúnen los requisitos exigidos por el D. 1193/1966 —¡aunque queden fuera del ámbito de la ley!— la situación es de tal confusión, que se impone la conclusión que en el presente estado de desarrollo legislativo, la LVPBM no se puede aplicar indiscriminadamente con carácter imperativo, pudiendo las entidades de crédito acogerse a su régimen para tener acceso al Registro y a las garantías que ello conlleva, pero no aplicándose en otras circunstancias, (conforme, pero con argumentación diferente BERCOVITZ, R.: «Las Ventas a Plazo de Bienes Muebles» en *ADC* [1966] p. 142 y ss; contra la doctrina mayoritaria; por todos VICENT: op. cit. p. 163; la jurisprudencia no se ha decantado con claridad; buen ejem-

plo de esto es la confusa STS 12 de diciembre de 1991, *La Ley* 12411 con comentario de EMBID).

b) *Elementos subjetivos: director, sindicato, agente*

- 10 Las entidades de crédito de ámbito operativo general (bancos, cajas, cooperativas) están facultadas para realizar todo tipo de operaciones de concesión de crédito; dentro de las de ámbito operativo limitado, las entidades de financiación e hipotecarias pueden conceder créditos (dentro de los límites estrictos que su propia normativa les impone — ver Cap. III *supra*), mientras que a las entidades de arrendamiento financiero y a las SMMD's les están vedadas.
- 11 En las grandes operaciones crediticias, es frecuente que la entidad acreditante no sea una institución actuando de forma aislada, sino que varias entidades se unan para formar un *sindicato* o consorcio. Esta forma de actuar permite a los acreditados la obtención de grandes cifras de dinero mediante una única operación, mientras que a los bancos les facilita una adecuada dispersión del riesgo.
- 12 Es frecuente que el acreditado encargue la organización de la operación a una entidad (conocida como «director» o «jefe de fila»). El *director* actúa en nombre propio pero por cuenta del acreditado, dentro de un contrato de comisión, consistiendo su cometido en la creación de un *sindicato bancario*, en el que él mismo también participará, que esté dispuesto a conceder un crédito al acreditado en las condiciones convenidas. Según lo que se haya pactado, la misión del director se concretará bien en un simple compromiso de actuación diligente, o bien en la promesa de un resultado. En el primer caso, el director sólo se compromete a procurar de buena fe y con la diligencia de un ordenado banquero («best effort») la organización del *sindicato*; en el segundo, está obligado a facilitar personalmente el crédito, si no logra convencer a otras entidades que estén dispuestas a hacerlo (estamos pues ante una comisión con «star del credere»; cfr. AURIOLAS: *Créditos sindicados con interés variable*, [1987], p. 123).
- 13 La figura del *sindicato bancario* es una fórmula de colaboración empresarial basada en un vínculo contractual, sin personalidad jurídica. Recuerda al *sindicato de obligacionistas*, pero carece de los elementos asociativos típicos de éste (cfr. art. 283.2 LSA que lo define como «asociación de defensa», correspondiendo su «representación» al Comisario —art. 303.1 LSA). En realidad, la naturaleza y con ello la regulación del *sindicato* debe buscarse en la comunidad de bienes, que el artículo 392 C.c. permite expresamente se constituya sobre un derecho, en este caso el crédito concedido al acreditado. De los artícu-

los que el C.c. dedica a la comunidad se pueden deducir con facilidad los principios rectores del sindicato:

- rige en primer lugar la voluntad de las partes, plasmada con frecuencia en un contrato de sindicación, independiente del de concesión de crédito, (con la finalidad de evitar que el acreditado pueda excepcionar en base a él), lo que es congruente con el artículo 392.II C.c.;
- las obligaciones de los bancos entre sí son siempre mancomunadas, no sólo por pactarse invariablemente así, sino también por aplicación del artículo 1.137 C.c.; en consecuencia el incumplimiento de una entidad no implicará responsabilidad de las demás, ni permitirá al acreditado el uso de la *exceptio non adimpleti contractus* frente a las restantes;
- los derechos de las entidades de crédito son por naturaleza créditos dinerarios, perfectamente divisibles, «reputándose créditos distintos unos de otros» (art. 1.138 C.c.); en consecuencia, todo banco puede exigir individualmente y por sí solo, sin precisar del consentimiento del sindicato, el derecho de crédito del que dispone frente al acreditado (incluso en caso de resolución anticipada o pérdida del beneficio del plazo); la anterior regla únicamente no encuentra aplicación si se hubiera pactado lo contrario (cfr. art. 1.138 C.c. en cuyo caso surgiría un *litis consorcio* activo necesario), o si el ejercicio del derecho «perjudique el interés de la comunidad» (art. 394 C.c. —cosa que puede ocurrir si la entidad lo ejercita abusivamente);
- todos los pagos realizados por el acreditado deben necesariamente distribuirse entre las entidades acreditantes en proporción al importe de la participación en el principal (cfr. art. 393.I C.c.); en el supuesto que el acreditado pagara a uno de los partícipes, pero no a los restantes, el que haya recibido los fondos está obligado por ley a redistribuirlos entre todos (así se pacta expresamente en los contratos, hasta el punto de constituir un uso del comercio, y así se deduce sin dificultad del propio art. 393.I C.c.); el mismo principio rige para los gastos (p.e. judiciales);
- todas las decisiones del sindicato deberán tomarse por mayoría de participación de cuotas, no de cabezas (art. 398 C.c. —cabiendo pacto en contra); en caso de no alcanzarse mayoría (es decir, votos que representen más de la mitad del principal), o de ser el acuerdo gravemente perjudicial para alguno de los comuneros, cabe impugnación judicial, pudiendo el juez llegar a sustituir al agente (art. 398.III C.c.);
- por la propia naturaleza de la operación, la *actio de comunis dividundo* no resulta aplicable (art. 401 C.c.).

- 14 En los sindicatos bancarios es normal que las entidades designen a una de ellas (o en ocasiones a un banco que no es acreditante) como *agente* del consorcio. En tal caso el agente realiza una serie de funciones por cuenta de los bancos del sindicato, entre las que destacan:

- la centralización de todos los cobros y pagos;
- el cálculo del tipo de interés en los créditos a interés variable;
- la convocatoria y en general el funcionamiento administrativo del sindicato.

Su incardinación jurídica debe realizarse dentro de la figura del comisionista, designado colectivamente por el sindicato en el contrato de crédito (no por el acreditado). En ocasiones, cuando el agente es simultáneamente entidad acreditante, nos encontramos ante un mandato *in rem propriam* y ante un potencial conflicto de intereses (AURIOLLES: op. cit. p. 161, AMESTI: «El banco agente en los contratos de crédito sindicado» en *RDBB* [1992], p.145). Este conflicto se debe solucionar, evitando el agente toda actuación *motu proprio* y ajustándose estrictamente a las instrucciones de sus mandantes (entre los que se encontrará el propio agente, que tendrá plenos derechos de voto).

La comisión es siempre indirecta, actuando el agente en nombre propio pero por cuenta ajena. Para que pueda actuar en nombre y representación de los miembros del sindicato es preciso un poder expreso, independiente de la designación como agente (contra AURIOLLES: op. cit. p. 16, que parece entender que toda designación conlleva un poder implícito incluso para iniciar una acción judicial; más en la línea aquí defendida LÓPEZ ANTÓN: *Créditos a interés variable* [1985] p. 131 y 475).

- 15 La *designación* del agente, hecha por los sindicatos en el contrato de sindicación suele pactarse como irrevocable; la ausencia de pacto es un claro indicativo que las partes desean posibilitar la revocación (esto es frecuente en financiaciones de proyecto a largo plazo; contra AMESTI: op. cit. p. 153, que entiende erróneamente que la irrevocabilidad es consustancial a la operación de crédito sindicado). Aunque el acto de irrevocabilidad pone de revés la regla general del artículo 279 C.Com., nada se opone a su validez. En estos casos, el juez puede revocar la designación nombrando un nuevo «administrador», siempre que la actuación del agente perjudique a uno o varios miembros del sindicato (*ex art. 398.III C.c.*). Se suele prever contractualmente la renuncia del agente y su sustitución por decisión de la mayoría.
- 16 El agente incurrirá en *responsabilidad* frente a sus comitentes si en su cometido actuara con malicia, abandono o sin ajustarse a las instrucciones recibidas de la mayoría (art. 256 C.Com.). Esta responsabilidad, por ser principio consustancial al contrato de comisión, no puede ser reducida por pacto. Además, son de cuenta del comisionista

los riesgos del numerario que tenga en su poder por razón de la comisión (art. 257 C.Com.), lo que conlleva que las entidades de crédito y el acreditado cumplen con sus obligaciones entregando los fondos al agente (que es persona autorizada para recibir el pago en nombre del destinatario final —art. 1.162 C.c.). Es aplicable al agente la obligación de mantener puntualmente informados a sus comitentes (ex art. 260 C.Com.), pero no la de verificar la cobranza del crédito, reservada a la comisión de venta (art. 273 C.Com.).

c) *Elementos formales*

El contrato de concesión de crédito no exige ningún requisito formal, rigiendo pues el principio de libertad del artículo 51 C.Com. Únicamente la cláusula de devengo de intereses exige su formalización por escrito (art. 314 C.Com. —más riguroso que el art. 1.755 C.c.); el incumplimiento de esta obligación conlleva la gratuidad del contrato de crédito, no su nulidad. 17

En la práctica es frecuente que las entidades de crédito exijan que el contrato se formalice en *póliza intervenida* por Corredor Colegiado de Comercio o en *escritura pública*, por las ventajas jurídicas que la formalización pública conlleva (ventajas que no existen en otros ordenamientos de nuestro entorno): 18

(i) *Prelación en caso de quiebra*: dentro de la anárquica y arcaica regulación de la quiebra, uno de los aspectos más singulares y más claramente llamados a desaparecer en la reforma del Derecho concursal, es la prelación en la quiebra de los acreedores escriturarios (es decir, de aquellos cuyas obligaciones dimanen de escrituras públicas o contratos mercantiles o valores intervenidos por fedatario mercantil —art. 913.4 C.Com.). La justificación de esta norma, quizá de origen fiscal, se pierde en la noche de los tiempos y hoy parece una clara violación de la justicia material. Para más inri, dentro de esta clase de acreedores no se cobra a prorrata, sino «por orden de fecha de sus títulos» (art. 916 C.Com.). Por fecha de título habrá que entender la de formalización del documento, sea cual sea la de disposición de los fondos o la de certificación del saldo (conforme: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: «Los préstamos y créditos sindicados con interés variable» en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* [1990] p. 505; la jurisprudencia, sin embargo, dista de ser pacífica; a favor de la postura aquí defendida STS 30 de octubre de 1978, RA 4058; contra S. 21 de septiembre de 1984, RA 4301 y 4 de julio de 1989, *La Ley* 10262). 19

(ii) *Acción ejecutiva*: los contratos de crédito formalizados en escritura o póliza intervenida tienen la ventaja adicional de constituir títu- 20

los ejecutivos (art. 1.429.1 y 6 LEC) y poder ser exigidos a través de los trámites, algo más breves y más rigurosos, del juicio ejecutivo. La exigencia en vía ejecutiva de los contratos de concesión de crédito ha dado lugar a un doble orden de problemas:

21 Por un lado, la ejecución de créditos cifrados en *divisa*, problema que se ha pretendido solucionar a través de una desafortunada reforma del artículo 1.435.2 LEC (por Ley 34/1984 de 6 de agosto). Esta norma sólo permite la ejecución si se han cumplido los requisitos de control de cambios (lo que supone una inoportuna intromisión de requisitos administrativos en el derecho sustantivo) y si la divisa está admitida a cotización oficial por el Banco de España (lo que conlleva una injustificada discriminación contra las divisas de ciertos Estados; ver *in extenso* Cap. V.2 *supra*).

22 Por otro lado, la exigencia de que sólo se puede despachar ejecución por «cantidad líquida» plantea la dificultad de fijar su cuantía en contratos con sucesivas disposiciones o tipo de interés variable. La misma reforma de 1984 incorporó a la LEC (art. 1.435.II) una regulación antes contenida en normas reglamentarias, para facilitar la fijación del saldo líquido en las concesiones de crédito. La norma ha sido y es polémica, hasta el punto que se ha puesto en duda su constitucionalidad (constitucionalidad que ha sido refrendada por la STC 10 de febrero de 1992). La norma exige los siguientes requisitos:

- que la operación consista en un contrato mercantil otorgado por una entidad de crédito, pudiendo ser ésta española o extranjera (así JORQUERA: «Los préstamos y créditos en divisas» en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* [1990] p. 414);
- que en el contrato se haya pactado que en caso de ejecución la cantidad líquida exigible será la especificada en certificación expedida por la entidad de crédito.

En caso de impago, la entidad debe emitir a través de apoderado la certificación, que no deberá ser una simple declaración, sino que deberá contener al menos los elementos que permitan esclarecer cómo se ha calculado el saldo final (fecha de las disposiciones, tipo de interés aplicado, fecha de cargo de intereses ...). A continuación, aquélla debe incorporarse a «documento fehaciente» expedido por notario o corredor, en el que éste certifique:

- que el certificado fue válidamente emitido por el representante legal de la entidad;
- y «haberse practicado la liquidación en forma pactada por las partes en el título ejecutivo y que el saldo coincida con el que aparece en la cuenta abierta al deudor».

Es decir, el fedatario tiene que hacer constar (¡bajo su responsabilidad!) que la liquidación se ha practicado en la forma pactada, lo que exige una mínima actividad comprobatoria, revisando si todas las partidas corresponden a lo pactado y si las sumas son correctas (como ya exigió DE LA OLIVA: «El nuevo artículo 1.435 de la LEC» en *Rev. Der. Proc.*, [1986] p. 25, desautorizando la interpretación del Consejo Superior Bancario y del Consejo General de los Colegios de Corredores de Comercio; en igual sentido, con jurisprudencia de AAPP, DÍAZ RUIZ: «Reseña de Sentencias de Audiencias en juicios ejecutivos de pólizas bancarias» en *RDBB*, [1991], p. 405). El saldo que la liquidación arroje tendrá en todo caso que ser probado en el transcurso del juicio, pues no se presume ni veraz ni probado (STC 10 de febrero de 1992, FJ 12).

d) *Obligaciones de la entidad de crédito*

En el préstamo, contrato unilateral por excelencia, la entidad de crédito no asume obligación alguna. En la apertura de crédito la obligación consiste en poner a disposición del acreditado, y entregar a petición de éste, los fondos comprometidos. 23

El incumplimiento de esta obligación por la entidad permite al acreditado exigir su cumplimiento, o pedir la resolución del contrato, en ambos casos con indemnización de daños y perjuicios. Estos incluirán los intereses moratorios, calculados al tipo de interés pactado o legal; en la práctica es frecuente que sólo se pacte un tipo de interés moratorio para el acreditado, pero no para la entidad; en tal caso, si el acreditado es consumidor, el justo equilibrio de las contraprestaciones exige que se beneficie del mismo tipo de interés en caso de incumplimiento por el banco [*ex art. 10.1.c) LCU*]. 24

Sobre la *interdicción de la arbitrariedad en el otorgamiento y mantenimiento del crédito* y en la obtención de garantías, cfr. Cap. IV.4 *supra*. 25

e) *Obligaciones del acreditado*

i) *Informar leal y verazmente*

El acreditado debe informar leal y verazmente a la entidad acreditante tanto antes como durante la vida del crédito sobre su situación patrimonial (reflejada en la contabilidad) y sobre su solvencia. A estos efectos los contratos con frecuencia incluyen extensas declaraciones y obligaciones expresas de entregar periódicamente información. La importancia de esta obligación para los acreditantes es fácil de comprender: los bancos únicamente están dispuestos a conceder el crédito 26

sobre la base de que los datos facilitados por el acreditado son ciertos; su voluntad está modulada y condicionada por la veracidad de la información, hasta el punto que su cumplimiento defectuoso, siempre que sea grave o doloso, permite la resolución del contrato (conforme: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, op. cit. p. 513).

ii) *Utilizar los fondos para el fin pactado*

- 27 Recuérdese que, salvo pacto en contrario, el acreditado no está obligado a disponer de los fondos. Pero si lo hace debe destinarlos al fin pactado.

A la entidad acreditante no le es indiferente si el acreditado, en contra de lo pactado, destina los fondos a una finalidad no prevista, ya que esto puede afectar a la propia solvencia del deudor y a su futura actividad. Por ello, el incumplimiento de esta obligación puede dar lugar a la resolución del contrato (como ha reconocido el TS en la S. 16 de octubre de 1989 RA 6927, en la que dos buques habían sido destinados a finalidad diferente de la pactada, lo que legitimó la resolución del préstamo hipotecario).

iii) *Pagar intereses*

- 28 Desde que la OM 17 de enero de 1981 liberalizó los tipos de interés, derecho administrativo y sustantivo marchan en esta materia de forma acompasada: en efecto el artículo 315 C.Com. permite el pacto de interés «sin tasa ni limitación de ninguna especie», con tal que se haga por escrito. El interés puede consistir en una suma fija, aunque lo normal es que se fije como un porcentaje por año. En este caso se debe calcular día a día sobre el principal pendiente de devolución (pactándose con frecuencia un año ficticio de 360 días, lo que constituye una práctica viciosa, pues en las operaciones pasivas invariablemente se utiliza un año de 365 días); aunque el devengo sea día a día, el pago se realiza (por adelantado o *a posteriori*) en los periodos pactados.

- 29 El cálculo de los intereses se hace siempre mediante la fórmula del interés simple. La utilización de *interés compuesto* ($I = K(1+i)^n$) está prohibida por el artículo 317 C.Com., que constituye norma imperativa. No obstante lo anterior, si se han pactado intereses periódicos, y éstos resultan impagados, tales intereses se pueden capitalizar, devengando nuevos intereses (ésta es la interpretación correcta del oscuro art. 317 C.Com.; por supuesto que los periodos de intereses no pueden pactarse tan cortos que *de facto* se caiga en interés compuesto). Interpuesta la demanda, sin embargo, ya no se permiten nuevas capitalizaciones de intereses (art. 319 C.Com.).

El tipo de interés puede ser *fijo o variable* (sobre este último véase lo dicho en el Cap. IV.5 *supra* en sede de normativa sobre transparencia bancaria). Dentro de los variables a su vez deben distinguirse los de mercado (MIBOR, LIBOR, etc.) y los fijados unilateralmente por las partes (sobre el mercado de depósitos, cfr. *supra*). 30

Con respecto a los *tipos de mercado*, su licitud en derecho español nunca ha ofrecido duda (*ex art. 1.448 C.c.* que permite la fijación del precio por referencia al que rija en un mercado). En estos casos, el tipo exigido por los bancos se concreta en el coste de los fondos en el mercado, más un margen, que representa la prima de riesgo. Es típico de estos contratos el que su duración se divida en sucesivos periodos de interés (cuya duración, no superior al año, en ocasiones queda al arbitrio del deudor), a cuyo final se pagan los intereses y se recalcula el tipo, sirviendo de base el que rija en el mercado para depósitos de igual duración al nuevo periodo que comienza. 31

La licitud de los segundos (*tipo preferencial*, en la nomenclatura de la OM 12 de diciembre de 1989, *prime rate* en los EE.UU.) plantea mayores dudas. Se trata de tipos que las entidades de crédito fijan y modifican unilateralmente, según las oscilaciones de los mercados, a los que se da publicidad y que utilizan como referencia para todas sus operaciones (añadiendo un margen para sopesar el riesgo de cada acreditado). 32

La normativa administrativa española (OM 12 de diciembre de 1989 y Circ. 8/1990) prohíben a las entidades de crédito españolas la utilización de tipos «publicados o practicados por la propia entidad o por otras de su grupo»; es decir, se prohíbe la utilización del propio preferencial, pero no el de otras entidades que no sean de su grupo (posibilidad que encaja dentro del art. 1.447 C.c.: señalamiento del precio por arbitrio de tercero). La prohibición administrativa de utilización del propio preferencial quiere poner coto a la utilización abusiva de este tipo de referencia por las entidades españolas.

Es sin embargo más discutible, en sede de derecho sustantivo, que el artículo 1.256 C.c. (que prohíbe que el cumplimiento de los contratos pueda dejarse al arbitrio de uno de los contratantes) prohíba radicalmente este tipo de prácticas. En efecto, esta norma no veda la constitución de un contrato conteniendo una cláusula de intereses de este tipo, sino el ejercicio arbitrario por la entidad de la facultad de fijarlo. En mercados transparentes y competitivos, y siempre que el mismo precio de referencia se aplique a todos los clientes, no tiene por qué darse un arbitrio *quanti velis* (ésta es la solución del derecho comparado: el parágrafo 315 BGB permite la fijación de la prestación por una parte «según juicio equitativo», y en el art. 1.474 C.c. italiano, a falta de determinación expresa del precio se aplica el «normalmente practicado por el vendedor»).

- 33 La modificación del tipo de interés no constituye una novación del contrato, ni precisa de consentimiento por parte del acreditado —es un simple acto de ejecución en un contrato de duración en el que se ha pactado la fijación del precio por referencia a un mercado o al arbitrio de una persona. La fijación del tipo no debe formalizarse en documento público, sin que ello afecte a la posibilidad de reclamar los intereses a través del juicio ejecutivo, si el contrato es escriturario o está intervenido. El sistema de determinación del saldo líquido del artículo 1.435.II LEC fue creado precisamente para posibilitar la ejecución de obligaciones de este tipo.
- 34 *Usura*: la Ley de Usura de 23 de julio de 1908 sigue en vigor, es constitucional, y tiene aplicación práctica incluso en el ámbito de las entidades de crédito (en el que el control administrativo dificulta actuaciones incorrectas; véase sin embargo SAT Sevilla 16 de octubre de 1985, *La Ley* 6117, con comentario de TAPIA en *RDBB*, 1987, p. 145, que condenó a una financiera que otorgó un préstamo a un tipo del 21,6 % *flat*, equivalente a un 31 % bancario). Esta ley declara nulos aquellos contratos en los que el tipo de interés sea notablemente superior al de mercado y desproporcionado para el riesgo asumido, o leonino por la situación angustiosa del acreditado, o en los que el acreditado declare recibir mayor cantidad de la entregada (p. e. por quedar ésta retenida en una cuenta en la entidad acreditante). La declaración de nulidad implica la restitución del principal, sin tener que pagar interés alguno, debiendo aquélla discutirse en juicio declarativo, que suspende la tramitación del juicio ejecutivo (arts. 12 y 13 Ley de Usura).
- 35 *Incumplimiento de la obligación de pago de intereses*: dado el carácter accesorio de la obligación de pago de intereses, su incumplimiento no permite la resolución del contrato, a no ser que se haya pactado expresamente (VICENT: op. cit. p. 257).

iv) *Devolver el principal*

- 36 Constituye ésta la *obligación principal* del acreditado, que se concreta en el deber de restituir una cantidad igual a la recibida, en los plazos pactados. El C.Com. permite préstamos por tiempo indeterminado, en cuyo caso el acreedor puede exigir el pago en cualquier momento, transcurridos treinta días desde la fecha desde que hubiera hecho un requerimiento notarial (art. 313 C.Com.). Esta cláusula, sin embargo, no cabe en los créditos a consumidores [art. 10.1.c).2.º LCU]. Tampoco son posibles, en nuestro derecho, préstamos en los que acreditante y acreditado carezcan de la posibilidad de rescate —se violaría el principio general del derecho que repudia las vinculaciones perpetuas (FERNÁNDEZ DEL POZO: *El fortalecimiento de los recursos propios*, [1992], p. 227).

El principal debe ser devuelto en la misma *divisa* en que se recibió (ver art. 312 C.Com.; sobre su significado, y en general sobre la problemática de las obligaciones cifradas en divisas, ver también Cap. V *supra*). Cabe sin embargo pacto en contrario («cláusula multi-divisa»); en su forma más habitual, el acreditado tiene derecho, en cada fecha de pago de intereses, a solicitar el cambio de la divisa en la que el crédito está cifrado, lo que conlleva también un cambio en el tipo de interés aplicable. En estos casos, el principal debe ser repagado precisamente en la divisa en la que esté cifrado a la fecha de vencimiento (cfr. también Cap. V.3 *supra*). 37

Si se ha pactado, no cabe duda que el acreditado puede *devolver anticipadamente* el principal del préstamo (normalmente el ejercicio de este derecho se limita a fechas de pago de intereses, sobre todo en operaciones a tipo de interés variable basado sobre el interbancario, para poder así sincronizar la operación de pasivo; en ocasiones se exige una prima de amortización). En ausencia de pacto, el artículo 1.127 C.c., que considera el plazo establecido tanto en beneficio del deudor como del acreedor, parece impedir el derecho del acreditado a amortizar anticipadamente en contra de la voluntad del banco (el banco puede estar interesado en no recibir el principal, p.e. si los tipos de interés han bajado). La anterior conclusión debe matizarse en un doble sentido: si el acreditado es consumidor, prohibirle el pago anticipado constituye una condición abusiva de crédito, contraria al artículo 10.1.a). 4.º LCU; y en otros casos, si el acreditado está dispuesto a asumir el daño emergente que el prepago pueda causar al banco, la negativa de éste a recibir el principal constituiría un abuso de derecho (art. 7 C.c.; conforme, aunque con argumentación diferente AURIOLAS: op. cit. p. 179). 38

El *incumplimiento* de la obligación principal de pago que incumbe al acreditado genera la obligación de pago de intereses moratorios (cuya cuantía invariablemente se pacta, soliendo ser significativamente superiores a los ordinarios, y en ocasiones rayando en lo usurario), y permite indudablemente el ejercicio de la resolución por la entidad de crédito *ex* artículo 1.124 C.c. El pago de intereses moratorios excluye la posibilidad de una indemnización superior por otros daños y perjuicios (contra, sin embargo, VICENT: op. cit. p. 257). Los intereses moratorios, si son superiores a los legales, prevalecen hasta que se extinga la deuda (no sólo hasta que se dicte sentencia —SAP 30 de enero de 1985 con comentario de VEGA en *RDBB*, 1986, p. 865). 39

f) *Vencimiento anticipado del crédito*

El vencimiento anticipado del crédito es un área de máxima fricción jurídica, en la que chocan frontalmente el interés de la entidad 40

de crédito de recuperar de inmediato el capital en riesgo ante el menor indicio de crisis del acreditado, y el de éste a posponer al máximo los plazos de amortización.

Aunque en la práctica sea frecuente que se estipulen conjuntamente, para un análisis más preciso es necesario distinguir tres supuestos diferentes de vencimiento anticipado del crédito: (i) resolución por incumplimiento, (ii) pérdida del beneficio del plazo, (iii) condición resolutoria explícita. Su acaecimiento conlleva en todo caso una imposibilidad de realizar nuevas disposiciones (*exceptio non adimpleti contractus* y art. 1.467 C.c. aplicado por analogía) y la obligación de devolver de inmediato el principal y todos los intereses devengados.

- 41 (i) *Resolución por incumplimiento*: la resolución por incumplimiento se ajusta al régimen general que, en base al artículo 1.124 C.c., ha desarrollado la jurisprudencia. Desde las SSTS 5 de julio de 1941 (RA 899) y 12 de abril de 1945 (RA 458) es imprescindible que la obligación incumplida sea principal y que exista «una voluntad deliberadamente rebelde al cumplimiento de lo convenido o un hecho obstativo que de modo absoluto, definitivo o irreformable impida el cumplimiento». Por esta razón el incumplimiento no deliberado de obligaciones no fundamentales (como el envío de información periódica, no da derecho a la resolución, sino únicamente a la exigencia del cumplimiento. Sin embargo, no hay inconveniente en equiparar al incumplimiento la ocultación grave de información, o la entrega de información no correcta al banco, con la finalidad de obtener o mantener torticeramente el crédito (*Krediterschleichung*).
- 42 (ii) *Pérdida del beneficio del plazo*: cuando, después de contraído el crédito, el deudor resulte insolvente, pierde el beneficio del plazo, salvo que garantice la deuda (art. 1.129.1 C.c.). El concepto «insolvente» no se utiliza aquí en el sentido concursal (por todos LASARTE en *Comentario del Código Civil*, Ministerio de Justicia, II [1991] p. 108), no existiendo por lo tanto inconveniente para que, por pacto entre las partes, se estipulen en qué concretas situaciones debe entenderse que existe insolvencia. En este supuesto sí que tiene cabida el establecimiento de ratios de solvencia, siempre que realmente sean indicativas de una verdadera situación de crisis empresarial.
- 43 (iii) *Condición resolutoria expresa*: finalmente, no existe inconveniente alguno a que el otorgamiento del crédito se condicione resolutoria-mente al acaecimiento de hechos futuros e inciertos, con tal que estos no dependan exclusivamente de la voluntad del acreditante (p.e. el crédito se podría condicionar resolutoria-mente a que un tercero dejara de ser accionista del acreditado) (art. 1.113 C.c.).
- 44 Sea cual sea el instrumento que se utilice para provocar el vencimiento anticipado del crédito, con la consecuencia traumática para el acreditado de tener que amortizar inesperadamente la totalidad del

principal, la decisión tiene que estar basada en hechos objetivamente constatados (incumplimiento, insolvencia, condición resolutoria no potestativa) y no puede consistir en una mera decisión discrecional del acreditante; esta conclusión se impone con claridad en base al artículo 10.1.c). 2.º LCU, siempre que el acreditado sea consumidor; pero aun si no lo es, la prohibición se puede deducir sin problemas del artículo 1.256 C.c. (así ya GARRIGUES: op. cit. p. 220, aun en el caso de que, con aparente simetría, se otorgara idéntico derecho al cliente; la regla no afecta a los créditos por tiempo indeterminado, posibles entre comerciantes *ex art. 313 C.Com.*).

C) EL DESCUENTO

a) *Concepto, regulación, clases*

El descuento es la forma tradicional usada por las empresas españolas para obtener capitales a corto plazo, y a su vez la forma típica de las entidades de crédito de invertir depósitos a la vista. Para aquéllas ofrece la doble ventaja de permitir la movilización del crédito comercial, surgido de la venta de sus productos, y de trasladar la gestión de cobro al banco. Para éstas permite la inversión de fondos a corto plazo y conlleva un incremento de garantía (ya que dispone de acción contra su cliente y contra el deudor del crédito descontado). «*Last but not least*» el descuento permite al banco hacerse una idea cabal del nivel de actividad del descontatario, y controlar su liquidez y solvencia. Finalmente el redescuento de valores descontados fue, pero ya no es, un instrumento tradicional mediante el cual los bancos podían obtener liquidez del Banco de España, y éste controlar las masas dinerarias. 45

En el descuento la entidad de crédito se obliga a anticipar el importe de un crédito dinerario no vencido que el descontatario ostenta frente a un tercero; en consecuencia el banco debe entregar el valor actual de dicho crédito (descontado el tirón o *interussurium*), y el descontatario transferir (mediante endoso o cesión) el crédito al banco. Al vencimiento del crédito el banco debe encargarse de su gestión de cobro, y de no resultar pagado, la entidad podrá dirigirse o bien contra el deudor o bien contra el descontatario, exigiendo el nominal (cfr. STS 14 de abril de 1980, RA 1415, que recoge la definición del art. 1.858 C.c. italiano, coincidente en lo sustancial con la descripción dada; cfr. también la extensa monografía de GARCÍA-PIÑA: *El contrato bancario de descuento*, [1990] p. 87).

El contrato de descuento únicamente puede ser realizado por las entidades de crédito de ámbito general y por las entidades financieras, 46

estando vedado a las restantes entidades de crédito y a las personas que no lo sean.

- 47 *Clases:* la primera clasificación (que es pareja a la clasificación dentro del contrato de crédito bancario entre préstamo y apertura de crédito) debe establecerse entre descuento individualizado y línea de descuento (o crédito de descuento). En el primer caso el banco adquiere un crédito singular (o una remesa singular, que englobe varios créditos), mientras que en el segundo asume un compromiso de descontar los créditos que el descontatario le ceda, durante un período de tiempo, y hasta un límite máximo de riesgo. Las líneas de descuento se pueden formalizar en documentos escritos, incluso intervenidos, pero también es frecuente que se mantengan a nivel de pactos orales (con la dificultad de prueba para el cliente que conlleva el art. 51 C.Com.).
- 48 Por la forma en que se presentan los créditos cedidos, se puede distinguir *descuento de títulos valores y de créditos simples*. Entre los primeros, destacan los de letras de cambio, aceptadas o no, en las que el descontatario normalmente asumirá la figura de librador, aunque cualquier otro título valor que incorpore una deuda dineraria no vencida puede ser objeto de descuento (pagarés, cupones, cheques, certificaciones de obra ...). La posibilidad de que el objeto del descuento consista en créditos simples no incorporados a títulos valores no ofrece dudas en nuestro derecho (así URÍA: *Derecho mercantil*, [1989] p. 727).
- 49 Otra distinción posible es entre el descuento operación activa, y el *redescuento*, operación pasiva mediante la cual el banco cede el título o crédito a otro banco, con la finalidad de obtener liquidez. Históricamente el redescuento era la fórmula normal que adoptaban los préstamos interbancarios y de regulación de las masas monetarias por el Banco de España. La LOB (art. 15) y el Reglamento del Banco de España (art. 65 y ss.) aún regulan el redescuento en el Banco de España, aunque la normativa está en total desuso. El redescuento de efectos comerciales entre bancos también carece de relevancia, sustituido por el mercado interbancario y las operaciones sobre deuda pública, que cubren similares funciones con mucha mayor eficacia.
- 50 Finalmente es tradicional la distinción entre *descuento comercial y descuento financiero*. En el primero, el descontatario ha creado, en el marco de su actuación comercial, un crédito frente a un cliente, y lo cede por su valor actual al banco. De girarse letra de cambio, el descontatario es el librador, el cliente el librado (aceptante o no) y el banco el tomador.

Descuento financiero es un concepto acuñado en la práctica bancaria para referirse a operaciones en las que el banco anticipa el valor de títulos valores no comerciales. Así, el banco puede «descontar» un

pagaré firmado por el cliente, o una letra de cambio librada por éste a su propio cargo, siendo en ambos casos el banco tomador. En todos estos supuestos no nos encontramos ante un descuento, sino ante la formalización mediante título valor de un préstamo (cuyo principal es igual al valor entregado, y cuyos intereses, pagaderos al vencimiento, equivalen al tirón).

Más compleja es la situación de las denominadas letras de favor, en las que el descontatario es librador, y un tercero acepta «de favor», en realidad para garantizar al librador, sin que exista relación de provisión de fondos entre ambos. Estas letras pueden fácilmente degenerar en lo ilícito, si se pretende hacer creer al banco que existen relaciones comerciales entre librador y aceptante (dando lugar a las «letras de peloteo» y en su forma más sofisticada a las «cabalgatas de letras», figuras dolosas e incluso delictivas frecuentes en la práctica). En los casos en que se informe al banco que la firma del tercero es de favor y que la causa que subyace es la de garantizar al descontatario, la operación es lícita, planteándose la duda si se trata realmente de un descuento, o más bien de una concesión de crédito con fianza formalizada cambiariamente (por la primera solución parece decantarse GARCÍA-PITA: op. cit. p. 377 y ss.; la discusión carece de relevancia práctica, pues no existe diferencia entre el régimen jurídico del préstamo y del descuento).

Regulación jurídica: el contrato de descuento se halla mencionado en el artículo 178 C.Com., norma de derecho público bancario que prohibía a los bancos operaciones a más de noventa días, y descontar letras, pagarés u otros valores sin la garantía de dos firmas. La primera restricción fue suprimida por DL 7/1960 de 10 de agosto, mientras que la segunda no ha sido formalmente derogada, debiendo entenderse que lo ha sido tácitamente por la LOB y toda la legislación bancaria posterior (hecho que muestra una vez más la pésima técnica de nuestro sistema legislativo bancario). 51

El contrato de descuento es siempre de naturaleza mercantil, y en ausencia de regulación específica se rige por las normas mercantiles y civiles para el préstamo, y también por la LCC y los artículos 347-348 C.Com. en materia de endoso y transmisión del crédito.

Dado que el descontatario por regla general será un empresario, la aplicación de la LCU será poco frecuente [sobre el concepto de consumidor, ver Cap. IV.5 B) *supra*].

b) *Elementos formales*

El contrato de descuento no exige ningún requisito formal, rigiendo pues el principio de libertad de forma. El mismo principio se aplica 52

también a la cesión de crédito en el seno de un descuento de crédito simple (prevaleciendo el art. 51 C.Com. sobre el 1.526 C.c.). En la práctica es frecuente que las remesas de créditos que se presenten conjuntamente al banco se reseñen en un formulario, que constituye una oferta a la entidad para que los descuenta. En los casos de líneas de descuento comprometidas por la entidad, el contrato se suele intervenir por Corredor de Comercio.

c) *Obligaciones de la entidad de crédito*

- 53 Siendo el contrato de descuento un contrato consensual, la principal obligación del banco es *entregar el valor actual* del o de los créditos descontados, en la forma pactada. Esta obligación tiene especial trascendencia en las líneas de descuento, en el que la entidad está obligada, durante el período de vigencia del contrato, a entregar el valor de todos los créditos que el descontatario le ofrezca hasta el límite establecido, siempre que éstos reúnan los requisitos pactados.
- 54 En segundo lugar, todo contrato de descuento conlleva un compromiso del banco de realizar diligentemente la *gestión de cobro*. Este deber de la entidad de crédito constituye el sinalagma a la obligación del cliente de pagar el crédito, siempre que el tercero deudor no lo haga («cláusula salvo buen fin»). Si el banco incumple su obligación de gestionar diligentemente el cobro del crédito cedido, decae la obligación del descontatario de cubrir su impago (cfr. STS 20 de febrero de 1985 RA 734). La obligación de diligente gestión de cobro exige lo siguiente:
- en títulos cambiarios, la presentación al pago en el día de su vencimiento o en uno de los dos hábiles siguientes, en el lugar de pago, o a través de Cámara (art. 43 LCC), y la obtención de la declaración equivalente al protesto (o el protesto) en los cinco días hábiles siguientes al vencimiento (art. 51 LCC) evitando que los títulos se perjudiquen; si el título tiene cláusula «sin gastos» o «sin protesto», el banco queda eximido de esta segunda diligencia (art. 56 LCC);
 - en títulos no cambiarios y en créditos ordinarios, el banco debe intentar el cobro en la fecha de vencimiento y en el lugar de pago indicado.

Nótese que la obligación del banco se agota en intentar el cobro; ante el impago del crédito, la entidad no tiene la obligación (pero sí el derecho) de dirigirse contra el tercero deudor. Se abre pues una opción para el banco: o bien se dirige contra el descontatario, exigiéndole el valor del crédito contra retrocesión del mismo, o bien acciona contra el deudor, requiriéndole el pago. Ambas acciones no son com-

patibles, pero el inicio de una no excluye posteriormente su abandono y el comienzo de la otra (salvo que el crédito hubiera prescrito).

d) *Obligaciones del descontatario*

En el contrato de descuento existe un especial *deber de lealtad y veracidad*, que pesa sobre el descontatario al suministrar al banco datos relativos a los créditos que transfiere. En especial este deber conlleva una garantía implícita de que los créditos existen, de que se originaron en operaciones comerciales auténticas, y de que no hay indicios que presagien que el deudor se negará a pagar el crédito a vencimiento. El deber tiene su fundamento en la exigencia de actuación de buena fe, de especial trascendencia en los contratos mercantiles según se desprende del artículo 57 C.Com. El incumplimiento de este deber puede dar incluso lugar a responsabilidad penal (cfr. STS Sala 2.ª, 12 de diciembre de 1986 RA 7907). 55

La principal obligación del cliente radica en *ceder al banco la propiedad del crédito descontado* —en los títulos al portador (o endosados en blanco) por simple tradición, en los endosables, mediante endoso y en los demás casos mediante cesión de créditos. El banco adquiere pues la legítima propiedad sobre el crédito descontado (como reconoce la STS 21 de marzo de 1988, RA 2220); esto tiene especial importancia en situaciones concursales del descontatario, ya que en estos casos (y salvo supuestos de retroacción) el banco no quedará inmerso en la masa concursal, en la medida en que sea capaz de cobrar el crédito frente al tercero deudor (pudiéndose insinuar en todo caso *sub conditione* en el concurso para reflejar la cláusula «salvo buen fin» —GARCÍA-PITA: op. cit. p. 856). 56

El cliente también está obligado a *pagar intereses y comisiones* (de apertura, disponibilidad, gestión de cobro, devolución de impagados debiendo referirse siempre a servicios realmente prestados); vale aquí lo dicho en sede del contrato de crédito, con solo resaltar que los intereses son siempre de tipo fijo, se calculan sobre el nominal del crédito cedido (no sobre el valor actual entregado) y se pagan por diferencia entre el valor nominal del crédito descontado y la cantidad entregada al descontatario («tirón» o *interussurium*). Los intereses se deben devengar desde la fecha de entrega del valor actual por el banco, hasta la de vencimiento del crédito, estableciendo la Circular 8/1990 del Banco de España que deben mediar al menos 15 días entre ambos, considerándose en caso contrario que estamos ante una gestión de cobranza [nor. VIII.4.d)]. 57

Un problema específico de la operación de descuento es la exigencia que las entidades suelen imponer a los descontatarios de mantener un remanente en cuenta corriente, contra el cual se pueden cargar los

créditos que tengan mal fin. La práctica es legal (habiéndose derogado la Nor. 7 Circ. 13/1981), pero su impacto debe reconocerse en el TAE que se comuniqué al cliente, y su existencia debe recogerse en la documentación, so pena de incurrir en uno de los supuestos de la Ley de Usura (suposición de recibir mayor cantidad que la verdaderamente alegada — art. 1.II).

- 58 Finalmente el cliente *responde del buen fin* de los créditos cedidos. Esta obligación surge, no de la Ley, sino de un uso de comercio, recogido por la STS 15 de junio de 1962 (RA 2811) y después por múltiples pronunciamientos idénticos, sin necesidad de pacto expreso (aunque por supuesto se puede excluir o moderar por pacto).

Implica que, si a la fecha de vencimiento el tercero deudor no paga, el banco tiene una acción causal (independiente de la acción cambiaria que pudiera corresponderle) para exigir al descontatario el nominal del crédito descontado. Este pago debe efectuarse a requerimiento del banco (ya que éste tiene la opción de dirigirse contra el deudor), devengándose intereses desde esa fecha al tipo moratorio pactado o previsto en la ley. El cumplimiento de la obligación está condicionado a que el banco haya realizado diligentemente su deber de presentación al cobro y de evitar, en el caso de que títulos cambiarios, que éstos se perjudiquen. El incumplimiento de este deber y sobre todo el perjuicio del título cambiario permiten al descontatario apartarse de su obligación (*ex art. 1.170 C.c.*; la jurisprudencia a este efecto es reiterada; véase p.e. STS 23 de marzo de 1979 RA 917 y 14 de abril de 1980, RA 1415).

La solución jurisprudencial no parece equitativa en el caso —muy frecuente en la práctica— que el descontatario sea librador y el banco tomador de una letra; en este supuesto, no se ve qué daño le causa al descontatario el perjuicio, pues mantiene intacta su acción directa contra el aceptante (cfr. PAZ ARES: *Comentario del Código Civil*, II, [1991] p. 225), y por lo tanto parece desproporcionado que se sancione al banco por su negligencia con la pérdida de su acción causal contra el descontatario; lo apropiado sería que se le obligara simplemente a indemnizar los daños y perjuicios efectivamente sufridos por el descontatario.

- 59 En materia de *incumplimiento y de vencimiento anticipado* es aplicable lo dicho en relación a la concesión de crédito bancario *supra*. El vencimiento anticipado afectará a la obligación del descontatario de responder del buen fin de los créditos descontados, y conllevará su obligación de readquirirlos de inmediato, al valor que, en esa fecha tengan, aplicando el tipo de descuento original. En las líneas de descuento el banco quedará en todo caso liberado del compromiso de descontar nuevas remesas.

D) ARRENDAMIENTO FINANCIERO

a) *Naturaleza jurídica*

Pocos negocios jurídicos habrán dado lugar a mayores discusiones en cuanto a su naturaleza y regulación que el contrato de arrendamiento financiero (en el campo del derecho bancario, comparte la «pole position» al respecto con el crédito documentario). Ello se debe en gran parte a un desconocimiento de la realidad financiera que subyace. Aclarar pues ésta es tarea ineludible antes de progresar en el análisis jurídico. 60

Realidad financiera: las operaciones de arrendamiento financiero (conocido en la práctica también como «leasing», expresión poco afortunada, pues literalmente traducida sólo quiere decir arrendamiento) pueden ser realizadas tanto por bancos, cajas y cooperativas, como por las entidades de crédito de ámbito operativo limitado denominadas «entidades de arrendamiento financiero», entidades todas ellas que las consideran como operaciones puramente financieras, en las que financian el 100 % del precio de un bien mueble o inmueble. 61

Financieramente, el precio (p.e. 100 pesetas) pagado al vendedor se considera el principal de la operación, que debe ser recuperado, junto con intereses, a través del pago de cuotas (mensuales, trimestrales, anuales) y del precio de ejercicio («valor residual») de la opción de compra (p.e. 10 pesetas) a satisfacer por el cliente a vencimiento. Cada una de dichas cuotas se tiene que dividir (por ley, DA 7.3 LDIEC) en dos partes:

- una, que permite la restitución del principal; se tiene que cumplir, pues, que la suma de todas estas cuotas, más el valor residual de la opción (10 pesetas) permitan la devolución del precio inicial (100 pesetas): la cuantía de las cuotas se puede pactar libremente entre las partes; sería pues perfectamente válido en nuestro caso que, si la operación es a tres años, las devoluciones fueran de 20 pesetas, 30 pesetas y 40 pesetas cada año; únicamente se exige, por razones fiscales, que las devoluciones anuales de principal no de crezcan a lo largo de la vida del contrato (DA 7.4 LDIEC);
- otra, que recoge los intereses que el principal devenga, y que se calcula aplicando un tipo de interés pactado sobre las cuotas de principal pendientes de devolución más el valor residual; el tipo puede ser fijo, aunque en las operaciones a medio y largo plazo, es muy frecuente que sea variable (p.e. MIBOR), incluyéndose en el contrato una fórmula matemática para calcular su importe.

La propia naturaleza del contrato exige que en el leasing el usuario satisfaga íntegramente todas las rentas, pues en caso contrario la en-

tividad de crédito no recuperará todo el principal debido. No cabe pues que, a lo largo de la vida del contrato, el usuario se pretenda eximir del pago de las restantes cuotas, devolviendo la posesión del bien a la contraparte.

Las cuotas totales no tienen por qué ser iguales (en nuestro caso, no lo serían, sino que aumentarían considerablemente en los años dos y tres), aunque en la práctica es frecuente que el cliente desee pagar una cuota fija a lo largo de la vida de la operación. Esto se puede lograr mediante un simple cálculo financiero, de forma que en las primeras cuotas la parte de devolución de principal sea muy pequeña, y vaya aumentando a lo largo del tiempo (reduciéndose inversamente la de intereses).

- 62 *Ventajas fiscales:* desde el punto de vista del cliente, el leasing ofrece una primera ventaja consistente en que le permite financiar el 100 % del precio de la cosa. Pero esta ventaja también se puede alcanzar con otros tipos de financiación. El éxito del arrendamiento financiero se fundamenta en gran parte en que ofrece ventajas fiscales. El leasing florece o se marchita según el régimen fiscal aplicable. En España se ha popularizado, porque permite la amortización acelerada del bien adquirido. En nuestro ejemplo, si el bien se hubiera financiado con un préstamo, el cliente lo habría tenido que amortizar según las reglas generales, digamos en un plazo de 7 años. Al financiarlo en leasing, y permitirse la deducción como gasto no sólo de la cuota de intereses, sino también de la cuota de principal (excepto la parte correspondiente a bienes no amortizables, como solares —DA 7.6 LDIEC), el usuario logra «amortizar» (es decir, tomar fiscalmente como gasto) 90 % del valor del bien en tres años (el 10 % de valor residual se amortizará en los plazos normales).

Para alcanzar la finalidad fiscal descrita, es preciso que la operación adopte forma de arrendamiento con opción de compra (DA 7.1 LDIEC). La exigencia de una opción es molesta para todos. Para la entidad de crédito, porque lo último que quiere es verse propietaria del bien, por no ejercitar el usuario la opción (pues su negocio no es especular cuál será el valor del bien al finalizar el arrendamiento); por ello, las entidades de crédito normalmente obligan al arrendatario a que se comprometa *ab initio* a ejercitar la opción de compra al vencer el contrato (existen también razones fiscales que favorecen esta solución). Para los usuarios, porque el valor residual correspondiente a la opción no es objeto de «amortización acelerada» y por lo tanto les conviene que sea lo más bajo posible. En la práctica se ven invariablemente valores de opción muy bajos (1 % en muebles, el precio del terreno en inmuebles), que son puramente nominales (¡o ficticios!), y que no guardan relación alguna con el valor anticipado de mercado del bien en el momento de ejercicio.

Naturaleza jurídica: el arrendamiento financiero da lugar a un complejo entramado de relaciones entre usuario y entidad de crédito: 63

- en primer lugar, la entidad financiera debe adquirir el bien mueble o inmueble, «según las especificaciones del futuro usuario» (DA 7.1 LDIEC); esta relación constituye una comisión (ya que tiene por objeto una compraventa mercantil —art. 244 en relación con el art. 325 C.Com.), en virtud de la cual la entidad financiera adquiere la propiedad del bien, en nombre propio pero por cuenta ajena;
- en segundo lugar, la compañía de leasing «cede el uso del bien», del que es propietaria, al usuario, contra abono por éste de cuotas (que se descomponen en la devolución del principal y en el pago de intereses), concediéndole necesariamente una opción de compra a término, siendo la duración mínima dos años para muebles y diez para inmuebles (DA 7.2 LDIEC).

La configuración jurídica de la segunda parte de esta estructura ha dado lugar a profundas divergencias: ¿nos encontramos ante un contrato atípico y complejo, pero reconducible a los esquemas del arrendamiento y la opción, o ante una venta con pacto de reserva de dominio (*rectius*: de un préstamo a comprador, con derecho real de garantía sobre el bien)? Nótese que las consecuencias jurídicas de decantarse por una u otra solución son de una trascendencia enorme: en el primer caso, la entidad crediticia sería verdadero propietario, que gozaría del privilegio de separarse de la suspensión de pagos o quiebra del usuario *ex iure dominii* (arts. 22 LSP y 908 y 909 C.Com.), el bien no podría ser embargado por acreedores del usuario y en caso de resolución del leasing, la entidad de crédito lo haría suyo; en el segundo caso, la entidad sería un acreedor con derecho real de garantía, que sólo gozaría de protección en la medida en que tal derecho estuviera inscrito en algún registro público, y que en caso de resolución del contrato, debería cobrar sus deudas a través de la enajenación en pública subasta del bien (al estar prohibido en nuestro derecho el pacto comisorio). 64

La *jurisprudencia* —y en especial la importante STS 28 de mayo de 1980, con comentario de EMBID en *La Ley*, 2645— ha dado contestación clara a la cuestión y ha sentado las siguientes conclusiones: 65

En principio, leasing y compraventa de bienes a plazo (*rectius*: financiación a comprador a plazos de bienes) son operaciones diferentes, que no se confunden, constituyendo el leasing un verdadero contrato de arrendamiento con opción de compra (en este sentido, también las SSTS 18 de noviembre de 1983 RA 6487 y 26 de junio de 1989 RA 4786).

Sin embargo, la semejanza entre arrendamiento financiero y compraventa a plazos con reserva de dominio facilita la utilización de la primera para ocultar una verdadera venta, a fin de obtener las ventajas financieras, fiscales y jurídicas de aquélla. En estos casos se debe atender a la real intención de las partes, pues la calificación de los contratos ha de descansar en el contenido obligacional convenido y no en la denominación dada.

Como criterios para discernir si estamos ante un verdadero arrendamiento financiero, o ante una operación simulada, en la que la verdadera voluntad de las partes es la de otorgar y recibir financiación con garantía real sobre el bien, pueden servir los siguientes:

- en primer lugar, es imprescindible que las cuotas a pagar por el usuario puedan ser realmente consideradas como contraprestación por la cesión del uso de la cosa; esto exige que las cuotas no estén indicadas a tipos de interés variable, que no varíen injustificadamente a lo largo de la vida del contrato, y que no puedan ser incrementadas a voluntad del usuario (fórmula que implica, en términos financieros, un derecho a prepagar el principal);
- en segundo lugar, la opción debe ser real, lo que exige el que el valor residual guarde relación con el valor anticipado del bien al extinguirse el contrato, y que el usuario no se comprometa a pagarlo (¡firmando incluso una letra de cambio!) *ab initio* (la STS 28 de mayo de 1990 manejó exclusivamente este criterio y llegó a la conclusión que en bienes muebles un valor residual del 1,62 % era insuficiente, mientras que uno de 20 % —el que se dió en la STS 10 de abril de 1981— sí lo hubiera sido).

66 Recordando la descripción al principio de este capítulo de la realidad bancaria de cómo se desarrolla el leasing, se llega sin dificultad a la conclusión que la mayoría de las operaciones que se formalizan, no reúnen los requisitos exigibles para ser consideradas como auténticos arrendamientos financieros con opción, debiendo reconducirse a ventas con reserva de dominio, o más correctamente, a negocios en los que el vendedor original transfiere a la entidad de leasing la propiedad formal del bien, contra pago de su precio, siendo el adquirente y propietario real el usuario, a quien la entidad de crédito financia y de quien recupera el precio, junto con los intereses correspondientes, a través de las cuotas periódicas. Estamos pues nítidamente ante una *fiducia cum creditore*.

La propiedad puramente formal de la entidad se resalta aún más si se tiene en cuenta el total desinterés que los contratos muestran con relación al bien presuntamente arrendado. En todos los contratos las entidades no asumen responsabilidad alguna ni por falta de entrega, vicios, reparaciones, pérdida, expropiación, o cualquier otra vicisitud de la cosa, lo que indica que su relación con ella no es verdaderamente

a título de dueño sino que se asemeja a la de acreedor con derecho real de garantía.

El aspecto fiduciario pervade la institución desde sus comienzos: recuérdese que la entidad financiera adquiere el bien «según las especificaciones del futuro usuario» (art. 7.1 LDIEC), es decir, en el seno de una relación de mandato, en la que actúa en nombre propio pero por cuenta ajena —estructura ordinaria de la otra forma de fiducia que conoce nuestro Derecho (la *fiducia cum amico*).

Buena prueba de ello es que contablemente —y no se olvide que la contabilidad debe ser reflejo fiel de la situación patrimonial real de la empresa— los bienes adquiridos en arrendamiento, «cuando por las condiciones económicas no existan dudas razonables que se va a ejercitar la opción de compra» se deben recoger, según exige el Plan General de Contabilidad, en el activo por su valor de adquisición, la financiación en el pasivo por el principal más los intereses, y la carga de intereses además como activo ficticio a distribuir en varios ejercicios [cfr. norma de valoración 5.ª f) Plan General de Contabilidad RD 1643/1990 de 20 de diciembre].

La mayoría de los contratos de arrendamiento financiero constituyen pues *fiduciae cum creditore*, ventas en garantía, debiendo aplicarse las soluciones que nuestro derecho ha adoptado para estos supuestos (a similar conclusión llega CABANILLAS: «La configuración del arrendamiento financiero (leasing) por la Ley de 29 de julio de 1988 ...» en *ADC*, [1991] p. 983; contra ROJO AJURIA: *Leasing mobiliario* [1987] p. 175; dubitativo, BROSETA: *Manual de Derecho Mercantil*, [1985] p. 411). 67

Nótese, sin embargo, que nada se opone a que las entidades de crédito celebren verdaderos contratos de arrendamiento financiero con opción de compra, siempre que las cuotas constituyan el *quid pro quo* de la cesión del uso, y la opción no quede desnaturalizada, y que será misión del intérprete, en cada caso, la calificación precisa del negocio. En la práctica, las operaciones de auténtico arrendamiento con opción son muy poco frecuentes. Por ello en el posterior análisis se partirá de la premisa que nos encontramos ante una *fiducia cum creditore*, ante una financiación garantizada con la atribución formal de la propiedad al acreedor, en la que además confluyen elementos de la *fiducia cum amico*.

Consecuencias jurídicas de la fiducia cum creditore: a estos efectos deben estudiarse por separado la relación entre entidad y usuario y la relación entre aquélla y terceros. 68

En la *relación entidad de crédito-usuario*, prevalece la voluntad real de las partes sobre lo declarado, voluntad real que pretende crear un 69

derecho real de garantía sobre el bien en favor del acreedor, pero no que éste devenga verdadero propietario jurídico y económico del bien.

En consecuencia:

- la propiedad real del bien corresponde al usuario, que la detenta a través de un fiduciario; la entidad de leasing no puede disponer de él ni gravarlo;
- en caso de quiebra de la entidad, el usuario dispondrá de un derecho de separación *ex iure domini*, debiendo pagar el principal que en ese momento se halle pendiente de pago (art. 908 C.Com.);
- en caso de resolución o extinción por cualquier otra causa del contrato, la propiedad del bien debe revertir al usuario, siempre que éste pague el principal vivo en ese momento;
- el incumplimiento por el usuario de sus obligaciones de pago no da derecho a la entidad a apropiarse sin más del bien; implicaría esto un pacto comisorio, contrario a una prohibición que constituye principio general de nuestro derecho, y que se deriva con claridad de los artículos 1.858, 1.872 y 1.884 C.c., (CABANILLAS: op. cit. p. 384). En estos casos, la entidad de leasing deberá vender el bien preferentemente en pública subasta (cfr. art. 1.884 C.c.) o al menos en condiciones de absoluta transparencia e imparcialidad. El precio obtenido será aplicado al pago de las cantidades debidas (principal, intereses, intereses moratorios —no a la suma de todas las cuotas impagadas más todas las pendientes hasta el vencimiento) y cualquier sobrante debe entregarse al usuario.

70 Diferente es el tratamiento que debe aplicarse a la *relación jurídica entre la entidad financiera y terceros*. Aquí la solución debe depender de que el derecho real de garantía haya tenido acceso a un registro público, ya que de no haberlo tenido «es inoponible a terceros, en virtud del principio de relatividad de los contratos explicitado en el artículo 1.257 C.c.» (STS 28 de mayo de 1990). La posibilidad de inscripción dependerá de que nos encontremos ante un bien mueble o inmueble. En el segundo caso, la inscripción en el Registro de la Propiedad no ofrece dudas. En el primero, se ofrecen dos posibilidades:

- En el Registro de la Ley de Venta a Plazos de Bienes Muebles, se podría inscribir el contrato calificándolo como préstamo a comprador de bien mueble; el problema de esta solución es que no está prevista la inscripción de este tipo de contratos (véase texto del «Formulario B, de financiación a comprador de bienes muebles», que sería de uso obligatorio —art. 10 Ordenanza del Reg. VAPBM y Res. DGRN 21 de abril de 1972; jurídicamente la inscripción

parece sin embargo posible— véase art. 3 Ordenanza, que regula los suspuestos no inscribibles).

- En el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, en el que se pueden inscribir no sólo esta clase de derechos reales sino también los títulos «de adquisición de bienes muebles susceptibles de hipoteca cuyo precio se hubiera aplazado y garantizado con pacto de reserva o de resolución de dominio, siempre que consten en escritura pública» (art. 13 Regl. LHMPD). En virtud de esta regla, los contratos de leasing sobre bienes muebles hipotecables —categoría muy amplia, que abarca prácticamente todos los bienes que pueden ser objeto de arrendamiento financiero (art. 12 LHMPD)— que se formalicen en escritura pública, pueden tener acceso a este Registro, y con ello devendrán oponibles a terceros.

Las consecuencias jurídicas de la inscripción registral de los contratos de arrendamiento financiero radica en el otorgamiento de eficacia frente a terceros a la propiedad formal de la entidad de crédito. 71

En consecuencia la entidad de crédito podrá acudir a la vía de la tercería de dominio, para combatir cualquier embargo trabado sobre el bien por deudas del usuario (cfr. STS 28 de mayo de 1990).

Además gozará de una situación de privilegio en la quiebra o suspensión de pagos del usuario. En efecto, sin inscripción la entidad de crédito debe ser considerada como acreedor concursal ordinario (sujeto al convenio en la suspensión, acreedor escriturario o por operación mercantil en la quiebra, siendo el crédito igual al principal pendiente de amortización, no a la suma de las cuotas hasta el vencimiento final). La inscripción registral, por el contrario, permite al acreedor hacer valer su derecho real de garantía: gozará de derecho de abstención en la suspensión de pagos, y de derecho de separación en la quiebra, pudiendo enajenar la cosa (en pública subasta o por otro procedimiento que garantice la transparencia); el sobrante pasará a la masa, y lo que falte se considerará como crédito concursal (cfr. art. 914 y 919 C.Com.; arts. 15 y 22 LSP; art. 10 LHMPD; art. 19 LVPBM, de los que puede inducirse sin dificultad el régimen común a todos los acreedores con derecho real inscrito en nuestro ordenamiento).

b) Regulación jurídica

La regulación jurídica específica del arrendamiento financiero se encuentra recogida en la DA 7 LDIEC, norma de carácter adminis- 72

trativo y fiscal, que no se adentra en la regulación sustantiva del contrato.

- 73 Por regla general la *LCU* no es aplicable a las operaciones de leasing. La DA 7.1 LDIEC exige que los bienes adquiridos queden afectados por el usuario únicamente a sus «explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, artesanales de servicio o profesionales». El usuario será pues normalmente un empresario que adquiera bienes para integrarlos en su actividad empresarial, no tendrá la consideración de destinatario final y no se beneficiará de protección como consumidor [cfr. art. 1.3 LCU; ver *in extenso* Cap. IV.5 B) *supra*]. Si es de aplicación, en cambio, la Ley de Usura de 1908 (VICENT: op. cit. p. 276) y la normativa sobre transparencia bancaria [cfr. Cap. IV.5.C) *supra*].
- 74 En los arrendamientos financieros inmobiliarios, no son de aplicación ni la *LAU* ni la *LAR*, pues por su finalidad no deben regir en una relación compleja y financiera como la que subyace en el leasing (las SSTs 28 de septiembre de 1972 [RA 3808], 12 de mayo de 1975 [RA 2446] defienden la exclusión de la LAU en supuestos de arrendamiento complejos; por la no aplicación se decanta también AMORÓS: «El leasing inmobiliario y su inscripción registral» en *Ponencias y comunicaciones presentadas al VI Congreso internacional de Derecho registral*, I, [1985] p. 908).
- 75 Si parece, por el contrario que deberá encontrar aplicación en los arrendamientos financieros inmobiliarios inscritos el procedimiento de *desahucio* (art. 1.561 y ss. LEC), en los casos previstos en el artículo 1.569 C.c. (vencimiento del plazo, falta de pago, incumplimiento de obligaciones). El juicio de *desahucio* tiene por objeto, exclusivamente, la declaración de la extinción del contrato y la reintegración de la posesión a la entidad financiera, no pudiéndose pedir a través de él el pago de las sumas adeudadas. El cobro de éstas se deberá alcanzar, una vez recuperada la posesión del inmueble, precisamente mediante su venta por la compañía de leasing, preferentemente mediante subasta pública, a través de la cual se recuperarán las cantidades impagadas y el principal vivo, correspondiendo el sobrante al usuario (o si no lo hubiera, existiendo acción para reclamar la diferencia).
- 76 El arrendamiento financiero mobiliario constituye siempre un *acto de comercio*. Tal conclusión se alcanza sólo con pensar que únicamente puede ser realizado por bancos y ciertas otras entidades de crédito, cuyas actividades se hallan mencionadas en el artículo 175 C.Com. Aunque entre éstas no encontremos naturalmente los arrendamientos financieros (operación surgida 80 años después de promulgado el venerable C.Com.), el criterio de analogía del artículo 2.II C.Com. permite sin dificultad darles cobijo en el concepto de actos de comer-

cio (cfr. SAT Sevilla 5 de octubre de 1987, *La Ley* 10489, que otorga fuerza ejecutiva a una póliza de leasing intervenida).

c) *Elementos personales y formales*

La actividad del arrendamiento financiero está reservada a bancos, cajas de ahorros, incluida la CECA, cooperativas de crédito y sociedades de arrendamiento financiero (DA 7.10 LDIEC). En las grandes operaciones de leasing, en especial inmobiliario, es frecuente que las entidades actúen conjuntamente en forma de operaciones sindicadas, estableciéndose una comunidad de propietarios (formales) entre ellas. A estos sindicatos es de aplicación lo dicho en sede de concesión de créditos bancarios. 77

El usuario financiero será necesariamente un empresario, agricultor, pescador o profesional que afecte los bienes a su actividad propia (DA 7.1 LDLEC; cabe arrendamiento financiero de viviendas, si el usuario a su vez las va a arrendar —Res. Dirección General Política Financiera 9 de febrero de 1987, citada por CABANILLAS, op. cit. p. 976). No cabe pues en nuestro derecho financiación de consumo por medio de arrendamientos financieros, quedando el leasing reservado a la financiación de bienes de uso empresarial. La financiación de consumo se tiene que realizar necesariamente a través de la figura del préstamo o del descuento (en su caso aplicando la LVPBM). 78

Siendo operaciones análogas a las concesiones de crédito, lo dicho en relación a la *forma* de estas últimas es aplicable a los arrendamientos financieros. Para la fijación de saldo líquido exigible en el procedimiento ejecutivo se puede aplicar el procedimiento del artículo 1.435 LEC (ya que éste se refiere genéricamente a «contratos mercantiles» y el arrendamiento financiero lo es). 79

d) *Obligaciones de la entidad de crédito*

Al iniciarse la operación, se desarrolla en primer lugar una comisión mercantil (cfr. art. 244 en relación con el 325 C.Com.) indirecta en virtud de la cual la entidad de crédito 80

— adquirirá en nombre propio pero por cuenta ajena la propiedad formal del bien objeto de leasing (*fiducia cum amico*), debiendo atenerse estrictamente a las instrucciones del usuario, incurriendo en responsabilidad si actuara dolosa o negligentemente, o se apartara de las órdenes recibidas (cfr. art. 254 C.Com.; nótese que esta forma de actuar es un requisito legal para que nos encontremos ante un arrendamiento financiero —art. 7.1 LDIEC);

— deberá pagar al vendedor el precio del bien, actuando nuevamente en nombre propio pero por cuenta ajena, precio que constituye el principal de la financiación que concede al usuario y que será devuelto a través del pago de las cuotas, reteniendo la entidad financiera la propiedad (formal) del bien en garantía del buen fin de la operación (*fiducia cum creditore*).

La posesión y la propiedad material del bien pasarán directamente del vendedor al usuario (efecto traslativo directo típico de la representación indirecta).

81 *Durante la vida del arrendamiento financiero*, la detentación fiduciaria de la propiedad supone para la entidad de crédito una serie de cargas y obligaciones:

- en primer lugar, la compañía de leasing deberá abstenerse de enajenar o gravar la propiedad formal que ostenta, y evitar que un tercero la pueda embargar;
- en segundo lugar, deberá respetar la pacífica posesión del bien por el usuario, no pudiendo alcanzar la posesión más que por cesión voluntaria o mediante sentencia judicial (obtenida, en su caso, a través del procedimiento de desahucio);
- en tercer lugar, el incumplimiento de sus obligaciones por el usuario no permite a la compañía de leasing hacer suya la propiedad material del bien y apropiárselo definitivamente; la prohibición en nuestro derecho del pacto comisorio constituye una barrera infranqueable a tal pretensión; además, podría implicar, sobre todo en las operaciones inmobiliarias, un enriquecimiento injusto para la entidad, que haría suyas, sin causa que lo justifique, el incremento del valor de los inmuebles y las mejoras que hubiera realizado el arrendatario.

82 *Al vencimiento de la operación*, la entidad de leasing debe cumplir los términos y condiciones de la opción, y contra pago del valor residual, debe transferir la propiedad formal al usuario.

e) *Obligaciones del usuario*

83 La principal obligación del usuario consiste en *pagar las cuotas*, y si —como es normal— se ha comprometido *ab initio* a ejercitar la opción de compra, a pagar el valor residual a vencimiento. Dado que estas obligaciones no representan otra cosa que la devolución del principal de la financiación y de los intereses, vale en general lo dicho al hablar del contrato de concesión de crédito, con sólo resaltar que

- el contrato debe diferenciar claramente para cada cuota la parte que corresponde a la recuperación del coste del bien, y la parte que

- corresponde a intereses (DA 7.1 LDIEC), con lo que el cálculo del principal vivo en cada momento no plantea dificultad alguna;
- el importe anual de la parte de las cuotas que corresponde a principal deberá permanecer igual o tener carácter creciente a lo largo del período contractual;
 - es obligatorio indicar el TAE tanto en el contrato como en las liquidaciones (cfr. Norm. VIII Circ. 8/1990);
 - el usuario no se puede apartar del cumplimiento del contrato, entregando a la entidad financiera la posesión del bien, y negándose a pagar las cuotas pendientes; se debe esto a que las cuotas no son la remuneración por una cesión de uso, sino por una concesión de crédito, y la negativa a pagar las cuotas pendientes representa el impago de la parte de principal que representan; por ello, aun cuando el usuario devuelva a la entidad de crédito el bien, deberá en todo caso restituirle el principal vivo y las cuotas vencidas y no pagadas, más los intereses moratorios correspondientes (pero no la suma de todas las cuotas pendientes, ya que en éstas se incluyen también intereses por el aplazamiento).

Tema de especial importancia es el del *incumplimiento* de la obligación de pago por usuario. En tal caso, el acreedor podrá por supuesto exigir el cumplimiento de lo debido, junto con los intereses moratorios pactados. Por virtud del artículo 1.124 C.c. la sociedad de leasing también podrá exigir la resolución del contrato, quedando facultada para exigir la entrega de la posesión de la cosa (lo que se podrá hacer bien a través de un procedimiento ordinario, bien por la vía del juicio de desahucio, pero exigirá en todo caso declaración judicial si el deudor no se allana), con la finalidad de venderla a continuación bien en pública subasta, bien a través de otro procedimiento de indubitada transparencia, sin que, en virtud de la prohibición del pacto comisorio quepa apropiación directa por la entidad (conforme; CABANILLAS: op. cit. p. 1015; conforme *de lege ferenda*: ROJO AJURIA: op. cit. p. 278 que en el interin admite «esa anómala derogación de hecho» del procedimiento de ejecución, aconsejando a los potenciales acreedores que «excluyan a los bienes dados en leasing ... de sus expectativas de cobro»; no se puede compartir esta opinión, ya que el pacto comisorio y los procedimientos de ejecución están sustraídos a la voluntad de las partes, sobre todo cuando se defraudan legítimos derechos de terceros). Del precio que se obtenga con la venta del bien, se satisfarán las cuotas impagadas, junto con los intereses moratorios sobre éstas, más el principal pendiente de amortización.

En los contratos se pacta con frecuencia que todas las cuotas íntegras hasta el vencimiento originalmente pactado vencerán anticipadamente. Tal pacto es radicalmente nulo, por leonino, pudiendo incurrir fácilmente en el «Tatbestand» del artículo 1 Ley de Usura.

Piénsese que la cláusula equivalente en el préstamo sería que vencido éste anticipadamente, hubiera que devolver no sólo el principal, sino también todos los intereses que se hubieren de devengar hasta el vencimiento final. Aun en el supuesto que el pago se intentara camuflar como cláusula penal (art. 56 C.Com.), el juez estaría obligado a suprimirla (art. 1.154 C.c.), y reducir lo que el deudor deba devolver a lo que en justicia procede: cuotas impagadas, intereses moratorios (en los cuales ya se incorpora un elemento punitivo y resarcidor), principal pendiente de vencimiento, más otros daños y perjuicios claramente atribuibles al incumplimiento.

Si el precio obtenido al vender el bien excede de las cantidades debidas, el exceso se deberá restituir al deudor; en caso contrario la entidad le podrá exigir —en su caso ejecutivamente— la diferencia.

- 85 Igual solución se debe aplicar en los supuestos de extinción del contrato por haberse convenido una condición resolutoria explícita, o por haber perdido el usuario el beneficio del plazo (cfr. lo dicho al respecto en sede del contrato de crédito bancario).
- 86 La segunda obligación que recae sobre el usuario es la de *asumir todos los riesgos con relación a la cosa*. Así es normal que se pacten las siguientes estipulaciones, cuya finalidad es inmunizar totalmente al acreedor de toda vicisitud que pueda acaecer y afectar al bien cedido:
- 87 (i) *Cláusula de exoneración de responsabilidad de la entidad de crédito por no entrega o entrega defectuosa del bien, o por vicios ocultos o evicción de éste*: esta cláusula es inválida, sin la menor duda, si el perjuicio es consecuencia de la negligencia o del dolo de la compañía de leasing, o de no haberse ajustado a las instrucciones del usuario en el cumplimiento del mandato (DA 7.1 LDIEC; art. 256 C.Com.).

En los demás casos, su validez queda condicionada a que la entidad de leasing ceda al usuario todas las acciones y derechos de los que ésta disponga frente al vendedor (incluyendo la acción para exigir la resolución de la compraventa, en los casos en que legalmente sea posible). La entidad deberá facilitar al usuario toda la documentación y otorgar cuantos documentos sean precisos para facilitar la subrogación (cfr. art. 503.2.º LEC y STS 23 de abril de 1991, con comentario de GARCÍA SOLE, *La Ley* 2880, p. 1). El incumplimiento o la falta de colaboración harán a la compañía responsable de los daños que cause.

Como consecuencia de la subrogación el usuario podrá accionar directamente contra el vendedor, exigiendo una indemnización o una reducción del precio, o bien solicitando la resolución del contrato de compraventa (para lo que es imprescindible que demande conjuntamente a entidad de crédito y al vendedor, por existir un *litis consorcio* pasivo necesario; así STS 26 de junio de 1989 RA 4785). La resolución del contrato de compraventa llevará unida la del contrato de

leasing, pues ambos están inexorablemente unidos, y no cabe leasing si no hay cesión del bien que constituye su objeto, por falta de causa (cfr. art. 1.274 C.c.), sin que quepa pacto en contra. En estos casos, el usuario deberá restituir a la entidad financiera el total importe de principal pendiente de amortización (no la totalidad de las cuotas pendientes, ya que éstas incluyen los intereses hasta vencimiento, que no resultan debidos si el pago se anticipa).

(ii) *Cláusula por la que el usuario debe soportar el riesgo del deterioro o del perecimiento de la cosa:* en el contrato de arrendamiento el riesgo de la pérdida fortuita de la cosa corresponde al propietario, quedando el arrendatario liberado de la obligación de pagar las rentas (cfr. art. 1.182 C.c.). Esta solución es inaceptable en un contrato de leasing, pues no se ajusta a los intereses en juego (lo que muestra una vez más que no estamos en realidad ante un arrendamiento): los plazos pendientes incluyen una parte de devolución del principal. Por ello invariablemente se pacta en los contratos que el riesgo de deterioro o perecimiento de la cosa sea asumido por el usuario; con frecuencia se cubre el riesgo con un seguro, en el cual el cliente es tomador y la compañía beneficiario. Acaecido el siniestro, el usuario (como propietario material del bien, no la entidad financiera) debe tener la opción de utilizar los fondos del seguro para reconstruir el objeto (continuando en tal caso los pagos de las cuotas durante el período de reconstrucción) o bien resolver el leasing —por haber perecido su objeto— restituyendo a la contraparte el principal pendiente de amortización. Por afectar al equilibrio básico de las prestaciones de ambas partes, y al núcleo negocial no cabe pacto en contra (cfr. soluciones alternativas en CABANILLAS: op. cit. p. 1011). 88

f) *Extinción*

El contrato de arrendamiento financiero normalmente se extingue, en la fecha de vencimiento pactado, mediante el *ejercicio de la opción* por el usuario contra pago del valor residual, unificándose de esta forma propiedad material y formal sobre el bien. Invariablemente el compromiso de ejercitar tal opción se habrá asumido *ab initio*. Si el usuario excepcionalmente no ejercita la opción cabe una doble alternativa: 89

- el contrato de arrendamiento se puede prorrogar por el período que las partes pacten; en tal caso financieramente estaremos ante un nuevo préstamo, cuyo principal será igual al valor residual que se debería haber pagado (las nuevas cuotas serían pues sensiblemente inferiores a las originales, lo que nuevamente prueba que no existe *quid pro quo* entre pago de cuota y cesión de uso);

— el contrato de leasing se puede extinguir, devolviendo el usuario la posesión del bien a la entidad bancaria, y ésta o bien lo enajena, o bien vuelve a cederlo en uso a un tercero (posibilidad expresamente prevista en la DA 7.1.II LDIEC).

- 90 El incumplimiento de obligaciones principales, la pérdida del beneficio del plazo o el acaecimiento de condiciones resolutorias conlleva el vencimiento anticipado del arrendamiento financiero. Las causas son análogas a las descritas al analizar el contrato de concesión de crédito; las consecuencias son en los tres casos las descritas en el apartado precedente al hacer referencia al incumplimiento del pago de las cuotas.

E) LA ASUNCIÓN ABSTRACTA DE OBLIGACIONES: CRÉDITO DOCUMENTARIO Y GARANTÍA BANCARIA

a) *Concepto; naturaleza*

- 91 La gran solvencia de la que gozan las entidades financieras, la aureola de crédito que es sinónimo de su propia denominación, ha propiciado que los bancos no sólo presten fondos a sus clientes, sino que garanticen las obligaciones de éstos frente a terceros. Estas garantías pueden asumir las formas más diversas: desde aceptar letras libradas por clientes («bankers' acceptances») hasta afianzar solidariamente obligaciones (p.e. las asumidas por sus clientes frente a la Administración tributaria). Este tipo de garantías, muy frecuentes en la práctica, y sujetas a las reglas generales del derecho, en el ámbito del comercio internacional se mostraron insuficientes, por estar sujetas a las vicisitudes del negocio subyacente y a los avatares en ocasiones caprichosos del derecho local. Para colmar esta necesidad, surgió la asunción abstracta de obligaciones por los bancos, primero en su modalidad de crédito documentario —asunción con finalidad de pago— y después de garantía bancaria abstracta o a primer requerimiento.

Conviene clarificar *ab initio* que cuando se habla de asunción abstracta de obligaciones por el banco, no se está pensando en que existan obligaciones sin causa, imposibles en Derecho español, por chocar frontalmente contra el artículo 1.261 C.c. Lo que se quiere decir es que se trata de obligaciones «funcionalmente abstractas», concepto reservado a los «Erfüllungsgeschäfte» o negocios ejecutivos, que garantizan, formalizan o concretan un negocio subyacente («Grundgeschäft» —el ejemplo paradigmático es la letra de cambio). Los negocios ejecutivos son abstractos cuando las excepciones dimanantes del negocio subyacente (p.e. vicios, nulidad, incumplimiento ...) no pueden ser esgrimidas en el marco del negocio ejecutivo. Esta acepción ha sido plenamente acogida por la STS 14 de noviembre de 1989 (RA 7878) al establecer con gran precisión que «... la obligación [del

garante] es de carácter abstracto, en el sentido (no de que se prescinda a la causa) sino de ser independiente del contrato inicial».

El *crédito documentario* ha sido tradicionalmente un medio de pago de obligaciones, y en especial del precio en las compraventas internacionales. La situación fáctica típica era la siguiente: ordenante (comprador) y beneficiario (vendedor) perfeccionan un contrato (normalmente de compraventa), en virtud del cual aquél debe pagar una suma dineraria a éste (el precio), y en el cual se conviene el pago mediante crédito documentario. El ordenante a continuación se dirige a su banco y le instruye para que éste realice el pago en favor del beneficiario, contra entrega por este último de determinados documentos que demuestren al menos *prima facie* el cumplimiento por el beneficiario (vendedor) del contrato subyacente (p.e. conocimiento de embarque de las mercancías). Al instruir al banco sobre la clase y las características de estos documentos, el ordenante tiene en sus manos la posibilidad de exigir pruebas del fiel cumplimiento por el beneficiario de la obligación subyacente (p.e. exigiendo un certificado de calidad). El banco envía la denominada carta de crédito al beneficiario (directamente o a través de un corresponsal, y en su caso tras haber pedido una provisión de fondos al ordenante), en la que se obliga de forma (funcionalmente) abstracta a pagar, contra entrega de los documentos señalados por el ordenante. Posteriormente el banco recibe los documentos del beneficiario, paga el importe debido, y a continuación, los entrega al ordenante y se reembolsa de éste.

92

Aparte del crédito documentario tradicional, con función solutoria, existen también —en número cada vez mayor— *créditos documentarios con función de garantía* («stand by letters of credit»; el art. 1 RUU expresamente prevé que las Reglas son de aplicación a este tipo de operaciones). Normalmente estos instrumentos cubren los daños y perjuicios que se le pueden irrogar al beneficiario por un incumplimiento de las obligaciones que frente a él ha asumido el ordenante (p.e. en el seno de un contrato de construcción, en el que el ordenante es el constructor, y el beneficiario el propietario). Pueden utilizarse por supuesto también para garantizar cualesquiera otras obligaciones dinerarias. El documento que desencadena el pago puede ser de muy variada naturaleza, desde un laudo arbitral, pasando por un informe de un perito, hasta una simple declaración del beneficiario.

93

En este último caso se habla también de *garantía bancaria a primer requerimiento*, de *garantía abstracta* o de *garantía independiente*. No existe diferencia substantiva alguna entre crédito documentario y garantía bancaria —son dos clases de un género común: en ambos casos, el banco asume por cuenta del ordenante una obligación abstracta de pagar, contra entrega por el beneficiario de un documento. En el crédito documentario tradicional, la función que se busca es pagar una obligación, en el «stand by letter of credit» y en la garantía banca-

94

ria garantizar una deuda— pero esta diversidad de funciones no afecta a la unidad jurídica de las institución (cfr. FERNÁNDEZ-ARMESTO: *Los créditos documentarios irrevocables* [1984] p. 37 con bibliografía adicional, ECHENIQUE: «Las garantías bancarias internacionales» en *RDBB*, 1982, p. 147; sin decantarse CERDÁ: *Garantía independiente* [1991] p. 77). Ya en 1977 Lord Denning, con su habitual perspicacia, había llegado a la conclusión que una garantía de cumplimiento («performance guarantee») es una institución similar («stands on a similar footing») a un crédito documentario (Edward Owing Engineering Ltd. v Barclays Bank International). Quizá influido por este precedente, la STS 14 de noviembre de 1989 (RA 7878), al analizar una garantía abstracta emitida por una entidad de seguro (en forma de seguro de caución), llegó a la conclusión que «se parece a lo que, con el nombre ciertamente equívoco, se viene denominando apertura de crédito documentario». Recuérdese también que la estructura del crédito documentario es igualmente aplicable a las tarjetas de crédito [ver Cap. VI.2.F).c) *supra*].

95 *Naturaleza jurídica*: La asunción abstracta de obligaciones por un banco en el crédito documentario y en la garantía abstracta se desdobra en dos contratos diferentes, que plasman las relaciones surgidas entre ordenante, beneficiario y banco:

- entre ordenante y banco se establece un contrato de comisión indirecta, en virtud del cual la entidad financiera se compromete a prestar un servicio en nombre propio pero por cuenta de su mandante: asumir una obligación abstracta y en su caso pagar al beneficiario contra entrega de documentos o de un simple requerimiento escrito;
- entre banco y beneficiario se establece un verdadero contrato unilateral, formalizado en el documento que el banco le envía, en virtud del cual el banco asume una deuda ajena cumulativamente con el deudor, de forma abstracta y condicional; en el crédito documentario la condición es la entrega de documentos, en la garantía de un simple requerimiento; este segundo contrato guarda una cierta relación con la fianza, pero se diferencia fundamentalmente de ella al ser un contrato principal y no accesorio (la nulidad del contrato de comisión o del contrato subyacente no conlleva su nulidad) y abstracto (las excepciones que surjan de ambos contratos no pueden ser esgrimidos en la relación banco-beneficiario).

[La postura tradicional que reconducía el crédito documentario a una delegación —iniciada por ULMER y ASQUINI en los años 20 y seguida aún por GARRIGUES (*Contratos bancarios*, [1975] p. 610) —ha sido abandonada, pues todo intento de encardinar estas instituciones en figuras tradicionales del Derecho civil están abocadas al fracaso; así la de CREMADES en *La Ley*, 1103 [1985] p. 3, que encardina el crédito

documentario en la fianza mercantil y en la estipulación en favor de tercero, figuras que no explican la abstracción. Más matizada es la postura de CARRASCO: *Fianza, accesoriedad y contrato de garantía* [1992] p. 256, que reconduce el contrato de garantía a una fianza con renuncia por el fiador a la oposición de excepciones, siempre que la garantía contenga una referencia al contrato subyacente; en caso contrario, acepta la posibilidad de existencia de una verdadera garantía autónoma].

Nótese pues que la obligación que asume el banco es estrictamente formal —contra entrega por el beneficiario de los documentos correctos, la entidad crediticia se compromete irrevocable e incondicionalmente a pagar, sea cual sea la realidad subyacente (nulidad, cumplimiento o incumplimiento del contrato subyacente o del de comisión). El beneficiario logra pues cobrar, y será el ordenante el que tendrá la carga de reclamar —judicialmente o a través de un arbitraje— la restitución de lo pagado. Crédito documentario y garantía abstracta logran pues una *inversión de la carga de pleitear*, que se transfiere del acreedor al deudor («¡Primero pagar, después pleitear!» dice gráficamente VON WESTPHALEN: *Die Bankgarantie im internationalen Handelsverkehr*, [1990] p. 27).

b) *Regulación; distinción fianza-garantía bancaria*

La *relación jurídica ordenante-banco*, y entre éste y su banco correspondiente, constituyen comisiones, a las que les son de aplicación los artículos 244 y ss. C.Com. 97

No existe, por el contrario, la posibilidad de aplicar normas legales específicas a la *relación entre banco y beneficiario*. Ni las normas que el C.Com. dedica a las cartas órdenes de crédito (art. 567-572) ni a la fianza (art. 439-442) son aplicables. Al faltar normas específicas, y tratarse de un acto de comercio (art. 175.8 en relación con art. 2 C.Com.), se regirá en primer lugar por las disposiciones generales del C.Com. (art. 51-63), en segundo lugar, por los usos del comercio y a falta de ambas reglas por el derecho común (con la salvedad enunciada en el art. 50 C.Com.). 98

Distinción fianza-garantía bancaria: la no aplicación de las normas sobre la fianza plantea el grave problema de discernir, en el caso concreto, si una determinada garantía, otorgada por un banco, constituye una garantía bancaria abstracta o una fianza. Nótese que ésta es una cuestión de inmensa importancia, pues si estamos ante una fianza solidaria, el banco podrá (y frente a su ordenante deberá) oponer al beneficiario las excepciones subyacentes (arts. 1.822 y 1.148 C.c.), mientras que en la garantía bancaria tales defensas le están vedadas. La problemática —muy frecuente en la práctica— se 99

planteó de lleno en la STS 2 de octubre de 1990 (RA 7464), en la que el beneficiario probablemente quiso obtener una garantía abstracta, pero el documento se redactó erróneamente y se encontró con la desagradable sorpresa que el banco se negó a pagar excepcionando en base al contrato subyacente. Los errores de redacción consistían en que por un lado el documento se refería a la prestación de una fianza a favor del deudor para responder de las obligaciones derivadas del cumplimiento de determinado contrato, y por otra de «aval a primera demanda». El TS se decantó por entender que existía fianza (lo que parece correcto, pues en la duda prevalece el tipo legalmente regulado; conforme, aunque con argumentación diferente CERDÁ: op. cit. p. 233).

Los siguientes criterios pueden ayudar en la labor hermenéutica de discernir si estamos ante fianza o ante garantía abstracta (sobre la problemática en general, cfr. extensamente VON WESTPHALEN: op. cit. p. 51 y ss.):

- en primer lugar, cualquier referencia a que se afianzan determinadas obligaciones subyacentes es un claro indicio de que la voluntad de las partes es otorgar una fianza y no una garantía;
- toda referencia a que se están garantizando obligaciones que surgen de un cierto contrato, y en general toda referencia al contrato subyacente (excepto en el expositivo) son indicios de que nos encontramos ante una fianza (es típico de las garantías abstractas que las referencias al contrato subyacente se inicien por el banco con la frase «hemos sido informados de la existencia de un contrato de ...»);
- la inclusión de la cláusula «a primera demanda» o «a primer requerimiento» es por el contrario un indicio de que nos encontramos ante una garantía abstracta, pues existe un uso interpretativo en virtud del cual tal cláusula conlleva necesariamente la renuncia a la utilización por el banco de excepciones subyacentes;
- el uso de expresiones como «abstracta» o «con renuncia a utilizar toda clase de excepciones o defensas» refuerzan la existencia de una garantía.

La realidad muestra que es frecuente que se emitan híbridos entre ambas figuras, que en una situación de conflicto dejan al banco en la desairada posición de tener que optar entre las advertencias del ordenante que se niegue a pagar y las reclamaciones del beneficiario de que lo haga. La única solución radica en redactar las garantías con extremo cuidado, y alternativamente utilizar la forma de crédito documento de garantía, que no da lugar a estas dudas.

Comercio Internacional y reformadas sucesivamente (la última vez en 1983), hoy son utilizadas universalmente; dado que no tienen fuerza de ley, ni constituyen tratados internacionales, su vigencia se cimenta en la inclusión, en todo contrato de crédito documentario, de una cláusula expresa de sumisión a ellas. (Es interesante resaltar que unas Reglas Uniformes para garantías abstractas preparadas por la CCI en 1979, no han sido aceptadas por la práctica, precisamente por no resaltar suficientemente el carácter abstracto de la garantía).

Las RUU son pues, al menos inicialmente, condiciones generales de la contratación, preparadas por una asociación internacional de empresarios (así se expresaron las SSTS 14 de abril de 1975, RA 1517 y 30 de marzo de 1976, RA 1475). La STS 27 de octubre de 1984 sin embargo (RA 5076, con comentario de FERNÁNDEZ-ARMESTO en *RDBB*, [1985] p. 897) ha introducido una nota discordante, admitiendo implícita, y quizá no voluntariamente, su conceptualización como Derecho consuetudinario, al discutir un recurso de casación por interpretación errónea del artículo 3 RUU (en su versión anterior), lo que sólo cabe entender si dicha regla se considera uso normativo o costumbre. Esta STS implica, no que en sus orígenes las RUU no fueran condiciones generales de la contratación, sino que ciertas de sus reglas se han convertido en uso, supuesto posible en casos excepcionales de conciencia social generalizada de vinculación (ALONSO UREBA: «En torno al crédito documentario ...» en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, [1990] p. 461). Esta conversión afecta únicamente a aquellos principios generalizados que han permanecido inmutables a través de las reiteradas revisiones de las RUU, y que han alcanzado auténtica raigambre. Entre éstos se encuentran los principios de independencia entre crédito documentario y contrato subyacente (art. 3 RUU), de que todas las partes deben tener en cuenta únicamente documentos y no bienes (art. 4 RUU) y la obligación del banco de pagar contra entrega de documentos correctos (art. 10 RUU). Los restantes artículos constituyen condiciones generales de la contratación (a los que en general no le serán de aplicación la LCU, por no reunir el beneficiario la condición de consumidor —ver *supra* Cap. IV.5).

Aquellos principios generales de las RUU que constituyen un uso normativo —y en especial los de separación entre garantía y contrato subyacente e inoponibilidad de excepciones— se pueden aplicar sin dificultad a las garantías abstractas (VON WESTPHALEN: op. cit. p. 106). 101

c) Clases

Los créditos documentarios pueden ser divididos en dos grandes categorías: *revocables*, en los que el banco en cualquier momento se reserva el derecho a cancelar o modificar en cualquier momento su 102

compromiso frente al beneficiario [art. 9.a) RUU] e *irrevocables*. Los primeros son en la práctica muy poco frecuentes, ya que no cumplen su objetivo fundamental —dar seguridad al tráfico. Sin embargo, la presunción jurídica es la contraria: a falta de indicación expresa, todo crédito documentario se considera revocable [art. 7.c) RUU] (sobre la revocación y sus efectos, cfr. FERNÁNDEZ-ARMESTO: *Los créditos documentarios irrevocables* [1984] p. 39 y ss.).

103 Dentro de los créditos documentarios irrevocables —únicos en que vamos a fijar nuestra atención— se pueden aún distinguir aquéllos en los que además del banco emisor participa un segundo banco. En este caso, el banco secundario actúa como comisionista del banco emisor, y adopta una de las siguientes funciones:

— *banco avisador*: el banco secundario se limita a comunicar al beneficiario la apertura del crédito y a recoger los documentos que el beneficiario le entregue, para hacerlos llegar al emisor, pero sin examinar si se ajustan a lo previsto en la carta de crédito; el banco avisador es un mero nuncio, que no asume ningún compromiso frente al beneficiario (art. 8 RUU; la obligación que establece este artículo, que obliga al banco avisador a tomar un cuidado razonable para comprobar la autenticidad aparente del crédito, surge *ex lege-rectius ex usu*);

— *banco pagador*: en este caso, el banco secundario por un lado notifica el crédito (en esto su misión es idéntica a la del avisador) y por otro, examina, en nombre y por cuenta del banco emisor, los documentos y paga el importe del crédito; el crédito ya no es pues pagadero en las cajas del emisor, sino en las del banco pagador, que actúa como comisionista directo suyo, es decir en nombre y por cuenta del emisor (art. 11 RUU);

— *banco confirmante*: la intervención del banco confirmante consiste en asumir frente al beneficiario una segunda promesa independiente y abstracta de pago, de características idénticas a la asumida por el banco emisor y condicionada a la entrega de los mismos documentos [art. 10.b) RUU]; el banco confirmante actúa en nombre propio, pero por cuenta del emisor, ya que éste último está obligado a resarcirle las cantidades que haya satisfecho al beneficiario; la confirmación no exime al ordenante de su propia promesa.

104 En las *garantías abstractas* la participación de un segundo banco no es usual, siendo siempre pagaderas en las cajas del emisor.

d) *Elementos personales*

Créditos documentarios irrevocables y garantías independientes son en principio operaciones típicamente bancarias (es decir, típicas entidades de crédito de ámbito operativo general). Sin embargo, no están legalmente reservadas a entidades de crédito (cfr. art. 28 LDIEC), y en el tráfico es frecuente que, bajo forma aparente de seguro de caución, sean emitidas por entidades de seguros (como ocurrió en las SSTs 21 de abril de 1989 y 14 de noviembre de 1989). Nada se opone a que sean realizadas por cualquier otro tipo de empresarios (contra CARRASCO: op. cit. p.254). 105

e) *Relación jurídica ordenante-beneficiario*

En la relación jurídica entre ordenante y beneficiario nace la obligación subyacente que se ha de pagar o garantizar, y en ella existirá una estipulación en virtud de la cual el ordenante asume el compromiso de obtener del banco la emisión del crédito o la garantía. En los créditos documentarios de pago el beneficiario se compromete —implícitamente— a intentar el cobro a través de ese mecanismo de pago. 106

El banco es totalmente ajeno al contrato subyacente. Ni puede ni quiere tener participación en la operación comercial: su función es puramente financiera y formal, comprometiendo su solvencia para que el beneficiario tenga garantizado el cobro contra entrega de los documentos pactados.

La plasmación jurídica del principio de independencia es precisamente el carácter abstracto de la obligación del banco, recogida en el artículo 3 RUU, que constituye un uso del comercio aplicable a todos los créditos y garantías (cfr. también art. 1.530 C.c. italiano, que expresamente recoge la principal consecuencia de la abstracción, la inoponibilidad de excepciones subyacentes).

La emisión del crédito o la garantía se hace únicamente a efectos *pro solvendo*, no con efectos *pro soluto*. Esta es la regla general que establece el artículo 1.170 C.c., que se refiere no sólo a letras y pagarés, sino también a otros documentos mercantiles, entre los que hay que incluir la carta de crédito o de garantía que el banco hace llegar al beneficiario. 107

f) *Relación jurídica ordenante-banco emisor*

Entre ordenante y emisor se establece un contrato de *comisión indirecta*, en virtud del cual el banco, atendiendo las instrucciones del 108

ordenante, debe emitir el crédito o la garantía en favor del beneficiario, y el ordenante reembolsarle lo que legítimamente haya pagado (más dispendios y comisión).

- 109 Las obligaciones del ordenante se concretan en las siguientes:
- *dar instrucciones precisas y completas*: (cfr. art. 5 RUU): este derecho/obligación es de gran trascendencia, pues el banco necesariamente deberá ajustarse a las órdenes recibidas, y a través de ellas —y sobre todo, a través de la definición de cuáles son los documentos que el beneficiario ha de entregar— el ordenante puede prevenir un cobro abusivo por el beneficiario;
 - *proveer de fondos al banco*: en ausencia de pacto expreso, el banco no está obligado a cumplir el encargo, aunque haya aceptado el contrato de comisión, si no recibe previamente provisión de fondos (art. 250 C.Com.);
 - *reembolsar al banco las cantidades satisfechas*: una vez que el banco haya pagado al beneficiario, el ordenante debe restituirle al contado lo satisfecho, más los gastos incurridos más los intereses devengados [art. 16.a) RUU y 278 C.Com.], deduciendo la provisión de fondos que pudiera haber realizado; esta obligación está condicionada a que el banco, a su vez, haya cumplido con sus cometidos (*exceptio non adimpleti contractus*) y en especial, que haya pagado en plazo contra documentos formalmente correctos; si el banco incumple, el ordenante puede elegir entre aceptar los documentos o dejarlos de cuenta de la entidad financiera, pero en ambos casos con indemnización de los daños y perjuicios;
 - *pagar al banco la comisión pactada*, incluyendo las devengadas por los bancos secundarios.
- 110 *Obligaciones del banco*: frente a estas obligaciones del ordenante, pesan sobre el banco los siguientes deberes:
- 111 (i) *Atenerse a las instrucciones recibidas*: el principio de subordinación del comisionista a las órdenes del comitente se encuentra recogido de forma muy enfática en los artículos 253, 254 y 256 C.Com.; en cumplimiento de esas instrucciones el banco debe obtener la colaboración de los bancos secundarios, y emitir el crédito o la garantía a favor del beneficiario, precisamente en la forma ordenada por el mandante.
- 112 (ii) *Examinar los documentos*: el banco está obligado frente al ordenante a examinar los documentos que le entregue el beneficiario y a rechazar aquéllos que en su aspecto formal y externo sean incorrectos; de lo contrario, corre riesgo de perder su derecho a ser reembolsado. En su labor el banco debe ajustarse con rigor (principio de *Dokumentenstrenge* o *strict compliance*) a las instrucciones recibidas (cfr. art. 256

C.Com.) y aplicar la diligencia de un ordenando comerciante (art. 15 RUU), lo que exigirá comprobar que el juego de documentos presentados sea completo, que no existan indicios externos de falsificación, que se cumplan las normas que las RUU establecen para las diferentes clases de documentos, y que los documentos sean congruentes entre sí; para los documentos no regulados en las RUU, rige el principio que los bancos los aceptarán tal y como les sean presentados, a no ser que existan instrucciones concretas del ordenante (art. 23 RUU).

Los documentos más usuales en el crédito documentario de pago son la factura, los documentos de transporte y el documento de seguro; en los créditos documentarios de garantía y en las garantías abstractas, un laudo arbitral, un certificado de un experto, o una simple declaración del beneficiario (sobre las características de los documentos en general, cfr. *in extenso* FERNÁNDEZ-ARMESTO: op. cit. p. 164 y ss.).

La obligación del banco de examinar los documentos constituye una obligación principal, cuyo incumplimiento permite al ordenante bien aceptarlos (en cuyo caso el reembolso al banco es obligatorio), bien dejarlos de cuenta de la contraparte, en ambos casos con indemnización de los daños y perjuicios que el incumplimiento haya causado (la segunda opción será siempre la elegida en las garantías, pues los documentos carecen de valor intrínseco). La opción debe ser ejercitada en un plazo razonable, so pena que se entienda que el ordenante ratifica la actuación del banco. 113

Podría parecer que el artículo 17 RUU establece una amplia exoneración del banco por el incumplimiento de su obligación de examen de los documentos (así lo entiende aún GARRIGUES: *Contratos bancarios* [1975] p. 628). Esta interpretación debe desecharse, pues rectamente interpretado el artículo 17 RUU no es más que la concreción del principio general —contenido en el artículo 15 RUU— que el examen de los documentos por el banco se debe limitar a su apariencia formal; en consecuencia el banco siempre responderá si ese examen lo realiza incorrectamente por no aplicar la diligencia de un ordenado comerciante. Esta consecuencia se impone si se tiene en cuenta que constituye un principio general del derecho que mediante condiciones generales la parte que las impone no puede exonerarse del diligente cumplimiento de las obligaciones principales (por todos DE CASTRO: «Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las leyes» en *ADC*, [1961] p. 337).

En los créditos documentarios de pago en los que el banco reciba títulos de tradición que le atribuyan la posesión sobre las mercancías, éste gozará del *privilegio del comisionista*, pudiendo retener documentos y mercancías hasta que el ordenante le haya satisfecho todas las can- 114

tidades debidas, y gozará además de un derecho de preferencia en la quiebra y de un derecho de abstención en la suspensión de pagos del ordenante (art. 276 C.Com.).

g) *Relación jurídica beneficiario-banco emisor*

- 115 El artículo 10.a) RUU se limita a establecer que la emisión de la carta de crédito hace surgir un «compromiso en firme por parte del banco-emisor» frente al beneficiario, pero sin precisar la naturaleza del negocio jurídico que origine tal compromiso. En realidad estamos ante un contrato atípico, innominado y *sui generis*, en virtud del cual el banco promete un pago de forma abstracta y condicionada a la entrega de ciertos documentos.

Dadas las reticencias con las que nuestro ordenamiento acoge los negocios jurídicos unilaterales, lo más apropiado es configurar la relación jurídica como un contrato que surge de una oferta irrevocable, contenida en la carta de crédito o de garantía, que es aceptada por silencio del beneficiario (sobre quien pesa un deber de oponerse si la carta no se ajusta a lo pactado con el ordenante) (contra ALONSO UREBA: op. cit. p 466 que estructura el negocio como unilateral y recepticio, fundamentando su obligatoriedad en la costumbre y los principios generales del Derecho).

- 116 La relación jurídica beneficiario-banco emisor tiene por supuesto que tener una *causa*: el que sea funcionalmente abstracta quiere decir que queda indemne frente a las vicisitudes del negocio subyacente, no que carezca de causa.

La abstracción funcional supone una renuncia del banco a utilizar en el marco el mero negocio ejecutivo toda excepción que surja en el seno del correspondiente negocio subyacente. Al no existir norma legal que establezca la irrenunciabilidad de este derecho, ni contrariar su renuncia el interés en orden público, ni perjudicar a terceros (art. 6.2 C.c.) no hay inconveniente en que se fundamente en un uso del comercio —como sin lugar a dudas existe— o bien en un pacto entre partes, como lo constituyen las RUU.

La abstracción funcional del crédito documentario y de la garantía independiente se hallan claramente aceptados por la jurisprudencia del TS (cfr. SSTs 5 de enero de 1942, RA 1 y 8 de junio de 1957, RA 2196, para el crédito documentario y 21 de abril de 1989 y 14 de noviembre de 1989, para las garantías, en las que el TS expresamente niega la oponibilidad de excepciones subyacentes).

En cuanto a la causa de la relación jurídica, si ésta se busca desde una perspectiva objetiva en la función económico jurídica digna de protección social, no cabe duda que crédito documentario y la garan-

tía abstracta la cumplen. Y si se busca una definición de causa con un entronque más directo en el concepto legal que el C.c. ofrece en el artículo 1.274, la propia entrega de documentos por el beneficiario constituye, en el momento del cumplimiento de la promesa, causa suficiente para la validez de la obligación (estructura que DE CASTRO: *El negocio jurídico* [1985], p. 211 aplica a todas las promesas sujetas a condición potestativa; crítico ALONSO UREBA: op. cit., p. 474).

El banco está obligado a pagar de forma abstracta, siempre que el beneficiario le entregue en tiempo y forma los documentos correctos, a no ser que el banco pueda enervar dicha obligación haciendo uso de alguna *excepción*. ¿En qué casos, siempre extraordinarios, cabe el uso de tales excepciones?

— En primer lugar el banco puede por supuesto alegar sus propios vicios del consentimiento en la relación con el beneficiario, así como la actuación dolosa de éste; también puede alegar la nulidad de la carta de crédito o de la garantía por haberse violado al emitir el documento alguna norma imperativa o prohibitiva que conlleve sanción de nulidad (cfr. art. 6.3 C.c.; en estos casos es frecuente que el banco responda por *culpa in contrahendo*); finalmente el banco también puede alegar compensación, si se reúnen los requisitos del artículo 1.192 C.c. (pero nunca si el derecho de crédito lo ha recibido por cesión del ordenante ya que esto constituiría una conducta abusiva, contraria al principio de abstracción).

— En segundo lugar, el banco no puede excepcionar en base al contrato de comisión que le une con el ordenante, ni en base al subyacente, sea cual sea la vicisitud (inexistencia, nulidad, anulabilidad, revocación, resolución, rescisión, incumplimiento...). Únicamente se puede excluir de esta regla general la ilicitud del contrato subyacente (p. ej., si encubre tráfico de drogas; cfr. art. 1.275 C.c.; CARRASCO: op. út. p. 245 exige que tal ilicitud sea evidente sin necesidad de prueba) o si se ha producido una actuación fraudulenta del beneficiario (*fraus omnia corrumpit* — no basta la simple alegación por el ordenante de fraude, sino que deben existir pruebas manifiestas de su existencia para que el banco pueda negarse a pagar). La alegación de fraude es extraordinariamente conflictiva en la práctica; la función del crédito documentario y de la garantía abstracta y los intereses en juego —las partes válidamente se han puesto de acuerdo en que rija el principio de *Solve et repete*— exigen que esta excepción solo proceda en supuestos extraordinarios (conforme CARRASCO: op. et loc. cit.)

En el caso en el que el banco disponga de excepciones, no sólo estará facultado, sino que frente al ordenante incluso estará obligado a negarse al pago.

117

118

119 Tema de inmensa trascendencia práctica es la posibilidad de *medidas procesales preventivas* del ordenante para evitar el pago en favor del beneficiario, en el caso de que entienda que el beneficiario está pretendiendo un cobro abusivo del crédito o de la garantía. La paralización del pago se puede alcanzar bien a través del embargo preventivo del derecho de crédito que el beneficiario ostenta frente al banco (art. 1.397 y ss. LEC) o bien a través de una medida cautelar, por la que el juez prohíba al beneficiario cobrar (art. 1.428 LEC). En todo el derecho comparado (incluyendo el francés, a partir de una sentencia de la Corte de Casación de 14 de octubre de 1981 —ALONSO UREBA: op. cit. p. 471), la regla general es que el ordenante, aunque reúna los requisitos para obtener una medida preventiva, en el caso concreto de un crédito documentario o una garantía abstracta no puede hacer uso de tales instrumentos, excepto si el beneficiario ha actuado fraudulentamente (en cuyo caso la medida debe decretarse en el seno del proceso penal). Tal conclusión se deriva del hecho que todo crédito y toda garantía incluyen una «inembargabilidad convencional» (ECHENIQUE: «El embargo del crédito documentario» en *Cuadernos de Trabajo de los Asesores Jurídicos de las Cajas de Ahorro*, 12, [1984] p. 8), que se deriva de su propia función y del hecho de que el ordenante y beneficiario han convenido válidamente el principio de *solve et repete*: primero debe cobrar el beneficiario, después se puede reclamar el ordenante.

120 *La movilización del crédito documentario y de la garantía*: el beneficiario del crédito documentario de pago lo puede movilizar por varios métodos: en primer lugar puede ceder el derecho de crédito condicional del que dispone frente al banco (art. 55 RUU) o bien puede transferir el crédito documentario a un segundo beneficiario (art. 46 a 54 RUU). En el primer caso estaremos ante una cesión ordinaria (sujeta a los arts. 347 y 348 C.Com), que no tendrá efecto alguno sobre los documentos a entregar.

En el segundo caso nos encontramos ante una fórmula específica y exclusiva del crédito documentario, extensamente regulada en las RUU, para cuya aplicación es imprescindible que la carta de crédito la prevea expresamente, y en virtud de la cual entra en escena un segundo beneficiario (normalmente el proveedor del primer beneficiario), en favor de quien el banco emite una nueva carta de crédito, que deja en suspenso la carta de crédito original (véase *in extenso* FERNÁNDEZ-ARMESTO, op. cit. p. 305; también ALONSO UREBA: op. cit. p. 477).

Finalmente, el beneficiario también puede pedir la apertura de un crédito documentario subsidiario —es decir la apertura de un nuevo crédito en favor del tercero que el beneficiario designe. El beneficiario se convierte así en ordenante de un nuevo crédito, cuyo objeto es idéntico al del primero, y que está garantizado con una afección de los

derechos de cobro del crédito original (ver FERNÁNDEZ-ARMESTO, op. cit. p. 321).

Los derechos del beneficiario en una garantía bancaria también pueden ser cedidos (art. 1.112 C.c., y art. 55 RUU por analogía). Ahora bien: la solicitud de pago deberá estar firmada por la persona prevista en la propia garantía — normalmente el beneficiario. La cesión de la garantía no afecta a esta exigencia (conforme VON WEST-PHALEN: op. cit. p. 139).

h) *La intervención de un banco secundario*

En los créditos documentarios de pago, instrumento típico del comercio internacional, lo normal es que el banco emisor sea residente en el país del ordenante; para facilitar la mecánica de pago o para incrementar la garantía, es frecuente que se introduzca —de acuerdo con las instrucciones del ordenante— un segundo banco, residente en el país del beneficiario o en un centro financiero internacional. Este banco secundario puede actuar, como ya se ha señalado, bien como banco avisador, bien como banco pagador o bien como banco confirmante (incluso es pensable que intervengan dos o incluso tres bancos secundarios). 121

La *relación jurídica entre banco emisor y banco-secundario* constituye una comisión, en virtud de la cual el banco secundario asume obligaciones análogas a las que frente a él ha adoptado el ordenante. El banco secundario, por su parte, 122

- si es avisador, se limita a actuar como nuncio y a comunicar al beneficiario la emisión, sin asumir responsabilidad alguna;
- si es pagador, realiza como representante del emisor, las funciones de examen de los documentos y de pago del crédito (art. 11 RUU); estamos pues ante un supuesto de representación directa, estableciéndose el vínculo directamente entre el ordenante (que actúa a través de un representante) y el beneficiario, sin que el representante añada su propia garantía ni solvencia;
- si es confirmante, sobrepone y añade una nueva promesa abstracta de pago propia a la hecha por el banco ordenante, teniendo el beneficiario la opción de dirigirse contra cualquiera de los dos bancos.

De acuerdo con el artículo 20 RUU, cuando un banco utiliza los servicios de otro banco para dar cumplimiento a las instrucciones del ordenante, lo hace por cuenta y riesgo de este último, sin asumir ninguna responsabilidad en el caso de que las instrucciones que transmite no sean ejecutadas. La pretendida exoneración de responsabili- 123

dad alcanza incluso el supuesto en el que el banco-emisor haya tomado la iniciativa en la elección del otro banco.

La condición general transcrita es únicamente congruente con nuestro derecho en el caso de banco secundario confirmante, ya que de acuerdo con las reglas generales de la comisión, el comisionista no garantiza el cumplimiento por el tercero con el que contrata (*ex art. 272 C.Com.*).

En los casos de banco avisador o pagador, la pretendida exoneración de responsabilidad por condición general no puede —por las razones ya dichas *supra*— imponerse a la norma del artículo 262 C.Com., en virtud de la cual el banco emisor responderá de su sustituto, si la designación del banco secundario quedó a su elección.

- 124 *Relación jurídica ordenante-banco secundario:* entre ordenante y banco secundario no se establece relación directa, pues la comisión entre ordenante y banco emisor es indirecta (*cfr. art. 246 C.Com.*). Ahora bien, si el segundo banco ha incumplido sus obligaciones, el ordenante dispondrá de acción directa contra él (*ex art. 1.722 C.c.*). En cambio, no parece posible que el banco secundario tenga acción contra el ordenante (*p.e. si el banco emisor no le reembolsa*).

CAPITULO VII EL MERCADO DE VALORES: SUJETOS

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores

A) ANTECEDENTES

La creación de la CNMV constituye una de las principales novedades de la LMV. La CNMV se configura como la institución central del mercado de valores español tras la reforma. La LMV confiere a la CNMV, desde su creación, las atribuciones legales necesarias para desarrollar un papel protagonista en el nuevo mercado. En efecto, como ya hemos tenido ocasión de señalar en el capítulo primero, corresponde a la CNMV la supervisión de los mercados de valores y de los sujetos que intervienen en ellos así como de las instituciones de inversión colectiva [sobre las funciones de la CNMV y las entidades sujetas a supervisión, véanse las letras C) y D) siguientes]. 1

Sin embargo, la creación de una Comisión del Mercado de Valores ya había sido sugerida de diez años antes por la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores. Esta Comisión, presidida por D. Juan Sardá Dexeus, había realizado un informe en 1978 por encargo del entonces Ministro de Economía, D. Enrique Fuentes Quintana. En su informe, la Comisión señalaba que el mercado de valores español debería desempeñar en el futuro un papel más eficaz, importante y activo que en el pasado en la financiación de las empresas españolas y proponía una serie de medidas para conseguirlo. La Comisión entendía que la reforma del mercado de valores español debía quedar básicamente conferida a una institución específica, dotada de amplia autonomía, denominada Comisión del Mercado de Valores, la cual cumpliría la doble misión de proponer las sucesivas reformas en el tiempo y de vigilar su aplicación y desarrollo. Sin embargo, como ha sucedido con otras reformas propuestas por la Comisión Sardá, habría que esperar diez años, hasta la LMV, para que se llevasen a la práctica. 2

La CNMV se ha constituido igualmente siguiendo el ejemplo de otros países de nuestro entorno que cuentan desde hace muchos años con órganos de vigilancia interbursátil. Entre ellos el más destacado es la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos. En Francia existe desde 1967 la Comisión de Operaciones de Bolsa (COB) cuyas facultades han sido reforzadas recientemente por la Ley 531/1989 de 2 de agosto. En Inglaterra la Financial Services Act de 1986 ha creado el Securities and Investment Board (SIB). Por último en Italia existe la Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa 3

(CONSOB) regulada por la Ley 281/1985 de 4 de junio. Todos estos organismos presentan diferencias entre sí en cuanto a su organización, composición y facultades, pero responden a un modelo común que los configura como entidades encargadas de la supervisión, inspección y control de los mercados de valores de sus respectivos países.

B) NATURALEZA JURÍDICA

- 4 La CNMV queda configurada, según establece el artículo 14 de la LMV, como un ente de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. En el ejercicio de sus funciones públicas la CNMV actúa con arreglo a la LPA. En sus adquisiciones patrimoniales y contratación está sujeta, sin excepciones, al Derecho privado. El personal que presta servicio en la CNMV está vinculado a ella por una relación sujeta a las normas del Derecho laboral aunque su selección debe hacerse mediante convocatoria pública y de acuerdo con sistemas basados en los principios de mérito y capacidad.

La CNMV se entiende comprendida en el número 5 del artículo 6 de la LGP. Dicho artículo regula las sociedades estatales y el número 5 se refiere al resto de entes del sector público estatal que se rigen por sus disposiciones particulares. En consecuencia son de aplicación a la CNMV las previsiones de la LGP relativas a materias no reguladas en sus normas específicas.

- 5 El Título II de la LMV regula con precisión la naturaleza y régimen jurídico de la CNMV sobre la base de los siguientes principios:
- Creación por ley con una finalidad de clara utilidad pública (art. 13).
 - Estatuto fijado por ley (art. 14).
 - Sostenimiento con cargo a fondos presupuestarios públicos (art. 14).
 - Posibilidad de dictar actos normativos (Circulares) (art. 15).
 - Control estatal (legislativo, judicial y administrativo) (arts. 15 y 16).

Sin embargo, la atribución de potestades sancionadoras (que son recogidas más detalladamente en el Capítulo II del Título VII de la LMV), convierte a la CNMV en un órgano singular. De hecho el artículo 18 de la LDIEC y el artículo 97 de la LMV, sitúan a la CNMV en idéntico plano dentro del mercado de valores que al Banco de España en el sistema crediticio. Es más, al decir el punto decimoquinto de la exposición de motivos de la LMV que: ... «la Ley con-

templa un régimen sancionador análogo al previsto en la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito y que, sumado a éste, permite alcanzar el objetivo de que todas las actividades financieras queden sujetas a normas homogéneas en la materia...»; y más adelante, ... «se previene un régimen de supervisión e inspección *coordinado entre* el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores», parece clara la voluntad del legislador de *equiparar jerárquicamente* (aunque por cuestiones de control de política monetaria deba de haber una vigilancia continua del Banco de España sobre el desarrollo de las operaciones en los mercados de valores nacionales), a ambas instituciones.

C) FUNCIONES

a) *Genéricas*

La CNMV tiene atribuidas una serie de funciones, que podríamos denominar genéricas, que determinan su ámbito de actuación y que son las siguientes (arts. 13 y 15 LMV): 7

- Supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos.
- Ejercicio de la potestad sancionadora sobre las personas y entidades sujetas a la supervisión de la CNMV y que se señalan más adelante [ver apartado D) siguiente].
- Velar por la transparencia de los diversos mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.
- Asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a las Comunidades Autónomas en materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de estos o por iniciativa propia, y elevar a dichos órganos propuestas sobre las disposiciones relacionadas con el mercado de valores que estime necesarias.
- Elaborar y hacer público un informe anual que refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.
- Dictar disposiciones, bajo la denominación de Circulares, que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Ordenes Ministeriales del Ministerio de Economía y Hacienda siempre que dichas disposiciones le habiliten de forma expresa.

b) *Específicas*

- 8 Adicionalmente, la CNMV tiene asignadas en la LMV y disposiciones que la desarrollan numerosas funciones, que podríamos denominar específicas, y que tendremos ocasión de estudiar en cada caso. Entre otras funciones específicas cabe destacar las siguientes:
- Registrar una copia de la escritura pública de los valores representados mediante anotaciones en cuenta (art. 6 LMV).
 - Verificar las emisiones de valores negociables y registro del correspondiente folleto informativo (art. 26 LMV).
 - Verificar la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales (art. 32 LMV).
 - Acordar la suspensión y exclusión de la negociación en los mercados secundarios oficiales en los términos de los artículos 33 y 34 LMV.
 - Aprobar los estatutos y el nombramiento de los miembros del consejo de administración y del director general de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales (art. 48 LMV, art. 8 del RD 726/1989 de 23 de junio y art. 9 del RD 1814/1991 de 20 de diciembre).
 - Suspender la aplicación o dejar sin efecto las decisiones de las sociedades rectoras cuando estime que infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de precios o la protección de los inversores (art. 15 del RD 726/1989 de 23 de junio y art. 13 del RD 1814/1991 de 20 de diciembre).
 - Acordar la inclusión de valores a negociación en el sistema de interconexión bursátil (art. 49 LMV).
 - Registrar las comunicaciones de participaciones significativas remitidas a la CNMV (art. 53 LMV).
 - Aprobar las ofertas públicas de adquisición y venta de valores y registrar los correspondientes folletos informativos (arts. 60 y 61 LMV).
 - Proponer al Ministro de Economía y Hacienda la autorización de creación de sociedades y agencias de valores y registrarlas tras su constitución e inscripción en el Registro Mercantil (art. 62 LMV). Llevar un registro de las actividades que se propongan realizar las sociedades y agencias de valores (art. 14 RD 276/1989 de 22 de marzo).

- Recabar cuantas informaciones estime necesarias sobre materias relacionadas con el mercado de valores (art. 85 LMV).
- Informar con carácter previo a la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda para la constitución de instituciones de inversión colectiva (DA 6.4 LMV).
- Autorizar con carácter de tales los gestores y depositarios de instituciones de inversión colectiva (DA 6.4. LMV).
- Registrar las instituciones de inversión colectiva, gestores y depositarios así como los folletos informativos, memorias anuales e informes trimestrales (DA 6.4 y 5 LMV).

D) ENTIDADES SUJETAS A LA SUPERVISIÓN DE LA CNMV

Según el artículo 84 de la LMV, quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido por la LMV (véase la pregunta 12 del capítulo octavo siguiente), a cargo de la CNMV: 9

- Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores (bolsas y otros mercados distintos del de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado cuya supervisión corresponde al Banco de España).
- El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- Las sociedades y agencias de valores y quienes ostenten la condición de miembro de algún mercado secundario oficial.
- Las personas físicas y jurídicas siguientes en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores:
- Los emisores de valores.
- Las entidades y personas autorizadas por el artículo 76 de la LMV para realizar actividades relacionadas con el mercado de valores (véase el apartado 5 de este capítulo).
- Las restantes personas físicas y jurídicas en cuanto puedan verse afectadas por la LMV y sus disposiciones complementarias.

Adicionalmente, por virtud de lo dispuesto en la disposición adicional séptima de LMV quedan igualmente bajo la supervisión de la CNMV las siguientes entidades cuya supervisión correspondía antes a la DGTPF: 10

- Las instituciones de inversión colectiva.

- Las sociedades gestoras y depositarios de instituciones de inversión colectiva.
 - Las sociedades gestoras de carteras.
- 11 La Ley 13/1992 de 1 de junio de recursos propios y supervisión en base consolidada en las entidades financieras ha extendido el régimen de supervisión de la CNMV a las siguientes personas y entidades:
- Las entidades que sin ser entidades de valores formen parte de los grupos consolidables de sociedades o agencias de valores contemplados en el artículo 86 LMV, pero únicamente a los efectos del cumplimiento en base consolidada de los requerimientos de recursos propios y de las limitaciones que se puedan establecer sobre las inversiones, operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados.
 - Las entidades que formen parte de los grupos consolidables de los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, con los mismos límites que los grupos consolidables de sociedades o agencias de valores antes citados.
 - Las personas físicas que por sí solas o actuando sistemáticamente en concierto con otras, controlen varias entidades de valores, y las sociedades holding cuya actividad principal sea la tenencia de una o varias entidades de valores.
- 12 Por último la Ley 19/1992 de 7 de julio sobre Fondos de Titulización Hipotecaria (a los que nos referiremos más adelante) establece (art. 6.3) que las sociedades gestoras y los Fondos de Titulización Hipotecaria que administren quedaran sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV.

E) ORGANOS DE LA CNMV

- 13 *Composición:* La CNMV está regida por un Consejo compuesto por:
- Un Presidente y un Vicepresidente nombrados por el Gobierno a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda.
 - El Director General del Tesoro y el Subgobernador del Banco de España.
 - Tres Consejeros nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda.
- 14 *Incompatibilidades:* El Presidente, el Vicepresidente y los Consejeros de la CNMV están sujetos al régimen de incompatibilidades de los

altos cargos de la Administración. Su mandato es por cuatro años al término de los cuales pueden ser renovados por una sola vez. Al cesar en el cargo y durante los dos años posteriores no pueden ejercer actividad alguna relacionada con el mercado de valores (arts. 17 a 21 LMV).

En cuanto a las operaciones que, a título particular, pueden hacer los Consejeros de la CNMV en bolsa u otros mercados de valores, la LMV no contiene ninguna disposición. Sin embargo, por razón de su cargo, es conveniente que limiten sus inversiones privadas, dado que existe un potencial conflicto de intereses entre su posición como inversores y como responsables de la supervisión del mercado. De ahí que la CNMV tenga establecidas normas internas que regulan las inversiones de su personal.

Cese: Por otra parte, al igual que sucede con el Gobernador y el Subgobernador del Banco de España, el Presidente y el Vicepresidente de la CNMV, una vez nombrados por el Gobierno, no pueden ser libremente separados de su cargo. El cese únicamente puede producirse por las causas previstas en el artículo 20 de la LMV, es decir, expiración del término de su mandato, renuncia aceptada por el Gobierno, separación acordada por el Gobierno por incumplimiento grave de sus obligaciones, incapacidad para el ejercicio de sus funciones, incompatibilidad sobrevenida o condena por delito doloso, previa instrucción de expediente por el Ministerio de Economía y Hacienda. Las mismas causas de cese son aplicables a los Consejeros nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda con la única particularidad que en este caso corresponde a aquél aceptar la renuncia o acordar el cese. Estas restricciones para cesar a los miembros del Consejo de la CNMV constituyen una prueba más del deseo del legislador de equiparar la CNMV con el Banco de España en sus respectivos ámbitos de actuación dotando igualmente a la CNMV de plena autonomía para el desarrollo de las mismas (sobre la autonomía del Banco de España véase el capítulo tercero anterior). 15

F) SECRETO PROFESIONAL

La LMV (art. 90) ha establecido un estricto deber de secreto profesional que alcanza a la CNMV y a sus empleados, aún cuando hayan dejado de prestar servicios en la misma, que cubre todos los datos e informaciones reservadas que hayan recibido en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección (sobre el alcance, contenido y limitaciones de este deber de secreto véase el capítulo VIII.2 *infra*). 16

G) EL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV

- 17 Como órgano de asesoramiento de la CNMV funciona el Comité Consultivo que debe informar a la CNMV sobre cuantas cuestiones le sean planteadas y necesariamente sobre (art. 23 LMV):
- Las Circulares que pretenda dictar la CNMV.
 - Las actuaciones de la CNMV en relación con la fianza colectiva exigida por el artículo 75 de la LMV a las sociedades y agencias miembros de alguna bolsa (ver Capítulo XI).
 - La imposición de sanciones muy graves.
 - La autorización de las sociedades y agencias de valores, así como la revocación de la misma.
- 18 El Comité Consultivo está presidido por el Vicepresidente de la CNMV, que no dispone de voto, y está integrado por un máximo de diez personas en representación de los miembros de las bolsas (4 vocales), de los emisores (3 vocales) y de los inversores (3 vocales), más otra designada por cada una de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia en la que esté localizada una bolsa de valores (ver: art. 22 LMV, RD 341/1989 de 7 de abril y Circular 2/1990 de 28 de febrero de la CNMV sobre elección de vocales del Comité Consultivo).

En coherencia con su carácter de órgano consultivo, el Comité debe informar de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias directamente relacionadas con los mercados de valores que le sean remitidas por el Gobierno o por el Ministerio de Economía y Hacienda.

2. Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales

A) CONSIDERACIONES GENERALES

- 1 La LMV, en su artículo primero, señala que tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión.

La LMV no es por tanto una ley de bolsas. Su ámbito de aplicación es más amplio y comprende la totalidad del mercado de valores al que por primera vez en España se le da una configuración global,

distinguiéndose un mercado primario o de emisión y los mercados secundarios o de negociación.

A su vez, los mercados secundarios pueden clasificarse en mercados oficiales y no oficiales (caso del mercado AIAF de Renta Fija al que nos referiremos en el Capítulo X). Según el artículo 31 de la LMV, tendrán la consideración de mercados secundarios oficiales:

- Las bolsas de valores.
- El mercado de deuda pública en anotaciones.
- Aquellos otros de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta que se creen con la autorización del Gobierno. Este es el caso de los mercados de opciones y futuros regulados por Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre.

La supervisión y vigilancia de los mercados de valores y de los sujetos que intervienen en ellos se encomienda, como hemos visto, a la CNMV, con la excepción del mercado de deuda pública en anotaciones cuya supervisión corresponde al Banco de España. Sin perjuicio de lo anterior, cada uno de los mercados secundarios está regido por una sociedad rectora en la que participan los miembros del correspondiente mercado, salvo en el caso del mercado de deuda pública en anotaciones cuyo órgano rector es la Central de Anotaciones del Banco de España, que carece de personalidad jurídica y a la que nos referiremos en el Capítulo X *infra*, centrándonos ahora en el estudio de la naturaleza y funciones de las sociedades rectoras de las bolsas, de la Sociedad de Bolsas, encargada del sistema de interconexión bursátil y de las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros.

B) LAS SOCIEDADES RECTORA DE LAS BOLSAS DE VALORES

a) *Naturaleza y organización*

Cada una de las bolsas de valores existentes en España (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) está regida y administrada por una sociedad rectora, que es la responsable de su organización y funcionamiento internos y titular de los medios necesarios para ello. Existen, por tanto, cuatro sociedades rectoras de bolsas de valores. Tales sociedades tienen como únicos accionistas a las sociedades y agencias de valores miembros de la bolsa en cuestión, en proporción al nivel mínimo de recursos propios legalmente exigible para cada una de ellas.

- 5 Las sociedades rectoras de las bolsas se configuran en la LMV (art. 48) y disposiciones de desarrollo (RD 726/1989 de 23 de junio) como entes *independientes* de la Administración Pública, en una línea incluso más independiente de cualquier categorización «para-administrativa» que la de los colegios profesionales. En el caso de las sociedades rectoras de las bolsas de valores su capital fundacional es constituido mediante aportaciones exclusivamente privadas (art. 48.III LMV); sus órganos directivos no tienen el rango de funcionarios de la Administración Pública, ni reciben aportación alguna de los Presupuestos Generales del Estado para su mantenimiento, quedando claro que las ampliaciones y reducciones de capital se regirán por lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas (art. 48.IV y V LMV). Parece claro que del espíritu del Real Decreto 726/1989 de 23 de junio, se deduce que su funcionamiento y finalidades constituyen un estadio más desarrollado, desde la óptica «ius privatista», que el de las corporaciones de base privada, siéndoles por ello también aplicables el contenido de las sentencias del Tribunal Constitucional 76/1983 de 5 de agosto, 23/1984 de 20 de febrero, 123/1987 de 15 de julio y 20/1988 de 18 de febrero, relativas a los colegios profesionales. Por ello, ni sus contratos son en ningún caso contratos administrativos, ni sus actos son administrativos, ni sus bienes públicos, ni sus empleados funcionarios.
- 6 Las sociedades rectoras tampoco tienen la condición de miembro de la correspondiente bolsa de valores y no pueden realizar actividad alguna de intermediación financiera, ni las actividades comprendidas en el artículo 71 de la LMV. Ello no obstante, no se consideran incursas en esa prohibición las operaciones financieras, activas o pasivas, vinculadas a la normal gestión de su patrimonio o las estrictamente indispensables para el mejor desarrollo de las funciones que les son propias.
- 7 Las sociedades rectoras deben contar con un consejo de administración compuesto por no menos de cinco personas y con un director general. El nombramiento de los miembros del consejo y del director general debe ser aprobado por la CNMV o, en su caso, por la Comunidad Autónoma con competencia en la materia. Los estatutos de cada una de las sociedades rectoras y sus posteriores modificaciones están asimismo sujetos a la aprobación de la CNMV o de la Comunidad Autónoma con competencia en la materia.
- 8 Con el objeto de posibilitar la entrada y salida de miembros, las sociedades rectoras de las bolsas de valores deberán ampliar o reducir su capital en la cuantía necesaria durante los dos meses siguientes a la aprobación de su balance anual, salvo que se opte por hacer efectiva la participación mediante la compra o venta por la sociedad o por sus accionistas de las correspondientes acciones. En todos los casos, el

precio de las acciones será el valor teórico que resulte del último balance aprobado.

b) *Funciones*

Entre las funciones que tienen atribuidas las sociedades rectoras de las bolsas cabe citar las siguientes: 9

- *Admisión de los valores a negociación*: previa verificación por la CNMV del cumplimiento de lo previsto en el artículo 32 de la LMV y de las disposiciones que lo desarrollen.
- *Funciones de supervisión*: las sociedades rectoras de las bolsas deben velar por la corrección y transparencia de los procesos de formación de los precios, por la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y demás actividades propias de sus respectivas bolsas de valores, así como en general, por su buen desarrollo. En cumplimiento de este deber pondrán en inmediato conocimiento de la CNMV y, en su caso, de la correspondiente Comunidad Autónoma, cuantos hechos o actuaciones puedan entrañar infracciones de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación de los mercados de valores.
- *Funciones de vigilancia relativas a las operaciones a crédito y a plazo*: las sociedades rectoras de las bolsas deben vigilar que los miembros de su respectiva bolsa cumplan estrictamente la obligación de exigir a sus clientes, conforme a las disposiciones vigentes, el cumplimiento de garantías y el régimen de coberturas aplicables a las operaciones a crédito y a plazo (véase el Capítulo XI *infra*).
- *Funciones de recepción y difusión de información*: las sociedades rectoras tienen la función de recibir y hacer públicos los estados financieros anuales individuales y consolidados, con los correspondientes informes de auditoría, los balances y cuentas de resultados provisionales trimestrales y la restante información que haya de suministrarse y hacerse pública por las entidades que tengan valores admitidos a negociación en bolsa (véase el Capítulo VIII). Igualmente tienen obligación de recibir y hacer públicos los estados financieros de los miembros de sus respectivas bolsas de valores y de establecer los sistemas precisos para que alcancen efectiva difusión cuantos datos o informaciones deben ser hechos públicos así como publicar todos los días en que se celebre sesión el boletín de cotización correspondiente.
- *Funciones de dirección y administración*: en su condición de administradora de la bolsa cada sociedad rectora será responsable de la

organización de los servicios y titular de los medios precisos para su funcionamiento.

— *Funciones consultivas*: las sociedades rectoras de las bolsas de valores tienen igualmente la facultad de asesorar a la CNMV y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, a solicitud de ésta o mediante la elevación de mociones, en todas las materias relacionadas con su ámbito de actividad y, en general, con el mercado de valores.

- 10 Hay que señalar no obstante que, a pesar de la amplia enumeración de facultades que legalmente tienen atribuidas, en la práctica las sociedades rectoras de las bolsas han visto recortadas sustancialmente sus funciones si las comparamos con las antiguas Juntas Sindicales. En efecto, la creación de la CNMV como órgano especializado de supervisión; la constitución de la Sociedad de Bolsas responsable del mercado de interconexión bursátil, y la creación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, al que nos referiremos en el apartado siguiente, han reducido el ámbito de actuación directa de las sociedades rectoras a los valores contratados en corro en su propia bolsa; solo indirectamente, a través de sus participaciones en el capital de la Sociedad de Bolsas, del Servicio de Compensación y Liquidación y de las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros, siguen jugando, un papel relevante en el mercado de valores español.
- 11 Por otra parte, para permitir a las sociedades rectoras de las bolsas (que no olvidemos son sociedades privadas) el cumplimiento de las facultades que tienen encomendadas por la legislación vigente que acabamos de exponer, el artículo 15 del Real Decreto 726/1989 establece que los miembros de las bolsas, las entidades que tengan en ellas valores admitidos a negociación y las demás personas o entidades que se relacionen con las bolsas de valores están obligadas a cumplir cuantas decisiones adopten las sociedades rectoras, dentro del marco de la legislación vigente, en ejercicio de sus funciones de dirección y administración. Estas decisiones estarán, sin embargo, sujetas al control judicial en aplicación del principio de tutela efectiva de los jueces y tribunales consagrado por el artículo 24 CE, a través del procedimiento ordinario pues sus decisiones no constituyen actos administrativos. Adicionalmente, dado que las sociedades rectoras de las bolsas son sociedades anónimas, los acuerdos adoptados por su junta general y su consejo de administración serán impugnables conforme a lo dispuesto en la LSA pudiendo igualmente exigirse responsabilidad a los administradores en los términos de dicha ley.
- 12 Asimismo, el RD 726/1989 impone a la CNMV el deber de velar por la correcta aplicación por las sociedades rectoras de la legislación vigente, pudiendo a tal fin suspender, dejar sin efecto o requerir la

modificación de los correspondientes acuerdos o decisiones cuando estime que infringen la legislación del mercado de valores o perjudiquen la corrección o transparencia del proceso de formación de los precios o la protección de los inversores. La actuación de la CNMV puede producirse de oficio o a instancia de parte interesada. La negativa de la CNMV a suspender, modificar o dejar sin efecto acuerdos de las sociedades rectoras pondrá fin a la vía administrativa y será recurrible en vía contencioso-administrativa (art. 17 LMV) previa interposición del recurso de reposición ante la propia CNMV tal y como establece el artículo 52 de la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa.

c) *Régimen económico*

En cuanto a su régimen económico, el capital de las sociedades rectoras será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social. Los recursos ajenos no pueden superar en ningún momento el valor contable de los recursos propios. Hasta que el valor contable del patrimonio de la sociedad rectora alcance un importe equivalente al doble de la cifra de capital social no podrá repartir dividendos. Las cuentas anuales deberán someterse a auditoría. 13

Las sociedades rectoras pueden exigir retribución por los bienes o servicios que presten y el abono de cantidades por realización de operaciones, por la admisión y permanencia en la negociación y por la publicación y difusión de informaciones relativas al mercado. El presupuesto de las sociedades rectoras debe cubrir con sus ingresos ordinarios la totalidad de sus gastos. Si excepcionalmente ello no fuera posible, las sociedades rectoras podrán exigir a sus miembros los ingresos extraordinarios que permitan asegurar el equilibrio.

C) LA SOCIEDAD DE BOLSAS

Las bolsas de valores han establecido, de acuerdo con la LMV (art. 49), un sistema de interconexión bursátil, de ámbito estatal, integrado a través de una red informática, en el que se negocian aquellos valores que acuerde la CNMV, de entre los que estén previamente admitidos a negociación en, al menos, dos bolsas de valores, a solicitud de la entidad emisora y previo informe favorable de la Sociedad de Bolsas. Este sistema es el que se conoce generalmente como «mercado continuo» 14

La dirección y administración del sistema de interconexión bursátil está a cargo de la Sociedad de Bolsas, sociedad anónima constituida por las sociedades rectoras de las bolsas de valores. El capital de la

Sociedad de Bolsas está distribuido por partes iguales entre las sociedades rectoras de las bolsas de valores, y representado por medio de acciones nominativas.

- 15 *Funciones:* A la Sociedad de Bolsas corresponde dirigir y ordenar la contratación a través del sistema de interconexión bursátil y las actividades que en él se desarrollan, su supervisión, la organización de sus servicios y la titularidad de los medios precisos para su funcionamiento. En particular, ejerce respecto del mencionado sistema las funciones generales de supervisión, de dirección y administración y de recepción y difusión de información atribuidas a las sociedades rectoras (art. 50 LMV) y está sujeta a los mismos controles que éstas.
- 16 El *consejo de administración* de la Sociedad de Bolsas está formado por un representante designado por cada una de las sociedades rectoras de las bolsas y un miembro más, que actuará como presidente, elegido por la mayoría de aquellas. Los estatutos de la Sociedad de Bolsas, sus modificaciones y la designación de los miembros de su consejo de administración requieren la aprobación de la CNMV previo informe de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia.
- 17 En cuanto a su *régimen económico* es de aplicación lo dispuesto para las sociedades rectoras. Ello no obstante, los ingresos extraordinarios que pudieran ser necesarios podrán también ser exigidos de los miembros de las distintas bolsas de valores que tengan acceso al sistema de interconexión. En este sentido, hay que señalar que todos los miembros de cualquiera de las bolsas de valores, con excepción de aquéllos cuya declaración de actividades lo excluya, tienen derecho a acceder al sistema de interconexión y operar a través del mismo.

D) LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS

- 18 El Real Decreto regulador de los mercados oficiales de opciones y futuros (RD 1814/1991 de 20 de diciembre) establece que cada uno de estos mercados estará regido por una sociedad anónima, denominada sociedad rectora, que tendrá la condición legal de organismo rector del mercado (art. 7). En la actualidad existen dos mercados de opciones y futuros financieros cada uno de los cuales cuenta con una sociedad rectora: MEFF Renta Variable en Madrid y MEFF Renta Fija en Barcelona (véase *in extenso* el Capítulo X.4 siguiente).
- 19 La *configuración y régimen jurídico* de dichas sociedades rectoras se inspira en los criterios reguladores de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, a las que nos hemos referido con anterioridad, con

las diferencias propias de la singular naturaleza de los mercados de opciones y futuros.

Así, como consecuencia de las características de estos mercados, según el artículo 7 del Real Decreto 1814/1991, corresponderá a las sociedades rectoras de los mismos actuar como vendedoras ante los miembros compradores y como compradoras ante los miembros vendedores y se les atribuirá la gestión del régimen de compensación y liquidación de los contratos, función esta última que en el caso de las bolsas de valores no corresponde a la rectora sino al Servicio de Liquidación y Compensación de Valores (ver apartado siguiente).

Asimismo, en aras a una mayor flexibilidad, según la exposición de motivos del Real Decreto, aunque se reconoce a todo miembro del mercado el derecho a convertirse en socio de la correspondiente sociedad rectora no se le impone tal obligación, no dándose pues la identidad entre miembro del mercado y socio de la rectora típica del mercado bursátil, pero sin que exista tampoco la disociación absoluta entre ambos conceptos que caracteriza al mercado de deuda pública anotada. Igualmente, a semejanza de lo previsto en el artículo 54 de la LMV para el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, el Real Decreto establece que en el capital de una sociedad rectora de un mercado de futuros u opciones puedan participar entidades distintas de los miembros del mercado (art. 10).

Al margen de las particularidades citadas, el régimen establecido para las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros es muy parecido al de las rectoras de las bolsas. En este sentido las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros, al igual que las rectoras de las bolsas, deberán contar un consejo de administración compuesto por lo menos de cinco personas y con un director general (art. 9).

El *régimen económico* es similar al de las rectoras de las bolsas. Así 20 el capital social de las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social. Sus recursos propios no deberán ser inferiores a 1.500 millones de pesetas y los recursos ajenos no superarán en ningún momento el valor contable de sus recursos propios. Deben elaborar anualmente un presupuesto que deberá cubrir con sus ingresos ordinarios la totalidad de sus gastos. Las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros podrán exigir retribución por los bienes o servicios que presten, incluidos el abono de cantidades por negociación y liquidación de operaciones y por servicios relacionados con la difusión o publicación de informaciones relativas al mercado. Sus cuentas anuales deberán someterse a auditoría (arts. 10 y 14 RD 1814/1991).

Entre sus *funciones* está la de velar por la salvaguardia de los 21 derechos de los inversores, por la corrección y transparencia de los

procesos de formación de precios, por la seguridad del mercado, por la estricta observancia de las normas de contratación, por la adecuada documentación de las operaciones y por la constitución de las garantías exigidas (arts. 11 y 12 RD 1814/1991).

Los miembros de los mercados de opciones y futuros están obligados a cumplir cuantas decisiones adopte la correspondiente sociedad rectora, dentro del marco de la legislación vigente, en ejercicio de sus funciones. La CNMV velará por la correcta aplicación por parte de las sociedades rectoras de los mercados de opciones y futuros de la legislación vigente pudiendo requerir la modificación de los correspondientes acuerdos (art. 13 RD 1814/1991) (véanse los puntos 11 y 12 anteriores en relación con las sociedades rectoras de las bolsas).

3. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

A) CONSIDERACIONES GENERALES

- 1 El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en lo sucesivo el Servicio) es una sociedad anónima cuya constitución estaba prevista en la LMV (art. 54) y que ha sido regulado por el Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero. Su objeto es la compensación de valores y efectivo derivado de la negociación en las bolsas de valores y la llevanza del registro contable correspondiente a los valores representados mediante anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las bolsas de valores (también puede llevar el registro contable de valores no admitidos a negociación). Hasta la promulgación del Real Decreto regulador del Servicio las funciones de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles habían sido asumidas por las sociedades rectoras de las bolsas.
- 2 La naturaleza y régimen jurídico del Servicio se asemeja al de las sociedades rectoras que hemos expuesto con anterioridad. Así, el Servicio no tiene la condición de miembro de las bolsas; no puede realizar ninguna actividad de intermediación financiera; sus estatutos están sujetos a la aprobación de la CNMV; debe contar con un consejo de administración compuesto por no menos de cinco personas y un director general cuyos nombramientos deben ser aprobados por la CNMV (arts. 65 a 68 del RD 116/1992). Como particularidad respecto del régimen jurídico de las sociedades rectoras, cabe señalar que el artículo 68.3 del Real Decreto 116/1992 contempla el nombramiento de un delegado de la CNMV en el Servicio con facultades para asistir, con voz pero sin voto, a las reuniones del consejo de administración del Servicio y solicitar de su presidente la convocatoria de éste y la inclusión de puntos en el orden del día de sus reuniones.

B) CAPITAL SOCIAL.

El capital social del Servicio debe ser el necesario para asegurar la consecución de su objeto social (art. 71 RD 116/1992). Las acciones son nominativas y deben estar íntegramente desembolsadas (art. 69.1 RD 116/1992). 3

Una de las cuestiones más polémicas en relación con el Servicio ha sido la distribución de su capital entre las bolsas (que hasta la creación del Servicio habían asumido las funciones de éste) y los bancos y cajas de ahorros (que participaban en el sistema de liquidación como entidades depositarias). Finalmente la participación en el capital del Servicio (art. 69.3 y 4 RD 116/1992) corresponde en un 40 % a las sociedades rectoras de las bolsas y sociedades y agencias de valores independientes (que no sean filiales de bancos y cajas) y en el 60 % restante a las entidades adheridas no miembros de las bolsas (bancos y cajas) que participan en los procesos de liquidación y compensación, distribuido entre ellas en proporción al volumen global de las operaciones liquidadas con la participación del conjunto de entidades adheridas integradas en el grupo respectivo en el ejercicio anterior. La mayoría atribuida a los bancos y cajas es una prueba más del protagonismo que la banca está alcanzando en nuestras bolsas tras la reforma. 4

Dentro de los dos meses siguientes a la aprobación de sus cuentas anuales, el Servicio procederá a adaptar las participaciones en su capital de cada uno de sus accionistas, con el fin de hacer efectiva la incorporación de nuevas entidades, las salidas que procedan y las alteraciones derivadas de la variación en la participación relativa de las entidades o sus grupos en el volumen total liquidado durante el ejercicio anterior. 5

Con objeto de posibilitar las adaptaciones precedentes, se procederá por el Servicio a aumentar o reducir su capital en la medida necesaria, salvo que se opte por hacerla efectiva mediante la compra o venta por él o por sus accionistas de las correspondientes acciones. En los casos anteriores el precio de las acciones será el valor teórico que resulte del último balance aprobado (art. 70 RD 116/1992).

C) FUNCIONES

Funciones generales: El Servicio gestionará, con carácter exclusivo, la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en bolsa de valores y el registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta admitidos a cotización en bolsa, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el artículo 54.2 LMV que establece que las Comunidades Autónomas con competencia en la 6

materia puedan disponer la creación por las sociedades rectoras de servicios propios de llevanza del registro contable de valores admitidos a negociación en un única bolsa de valores. El Servicio también puede llevar el registro contable de otros valores no admitidos a negociación en bolsa y participar en el capital de entidades dedicadas a la actividad de compensación y liquidación o de llevanza del registro contable de valores.

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

En cumplimiento de la función atribuida en el número anterior el Servicio deberá poner en inmediato conocimiento de la CNMV o, en su caso, de la Comunidad Autónoma correspondiente, los hechos y actuaciones de que tenga conocimiento en el ejercicio de las funciones que le son propias y que puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación del mercado de valores.

El Servicio prestará, asimismo, cuanta colaboración le sea solicitada por las sociedades rectoras de las bolsas de valores en el ejercicio de sus funciones y, en particular, en el de funciones de recepción y difusión de información establecidas en el artículo 14 del Real Decreto 726/1989.

- 8 *Funciones de dirección y administración:* Las entidades adheridas y las entidades implicadas en la compensación y liquidación de valores estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopte el Servicio en el marco de las funciones que le atribuyen la LMV y el Real Decreto 116/1992 y, en particular, el reglamento de organización y funcionamiento que deberá aprobar.

Cuando las decisiones puedan afectar a la ordenación de los procesos de compensación y liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, el Servicio deberá comunicarlas a la CNMV o, en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente en el plazo máximo de las veinticuatro horas siguientes a su adopción y publicarlas en los boletines de cotización de las bolsas de valores. Dichas entidades públicas podrán suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estimen que tales decisiones infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la compensación y liquidación de acuerdo con los principios que, conforme al Real Decreto 116/1992, deben inspirarlas (véanse los puntos 11 y 12 en relación con las sociedades rectoras de las bolsas).

- 9 *Funciones consultivas:* el Servicio asesorará a la CNMV y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, a solicitud de éstas

o mediante elevación de mociones en todas las materias relacionadas con la compensación y liquidación de valores y con la llevanza de los registros contables.

Reclamaciones: El Servicio examinará y dará adecuada contestación a cuantas reclamaciones formule el público en relación con sus propias actividades registrales o de compensación y liquidación o con las de entidades adheridas. 10

Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación el Servicio se pronunciará sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.

D) RÉGIMEN ECONÓMICO

El régimen económico del Servicio es también similar al de las sociedades rectoras. Como sucede con éstas los recursos ajenos no superarán en ningún momento el valor contable de los recursos propios. Hasta que el valor contable del patrimonio del Servicio alcance un importe equivalente al doble de la cifra de capital social no podrá repartir dividendos. El Servicio elaborará un presupuesto estimativo que deberá ser sometido a la aprobación de la CNMV con anterioridad al día 1 de diciembre de cada año. 11

El Servicio actuará bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados. Para ello el Servicio podrá exigir retribución por los bienes o servicios que preste, incluido el abono de cantidades por la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta así como por la gestión de la compensación de valores y efectivo.

El presupuesto del Servicio deberá cubrir con sus ingresos ordinarios la totalidad de los gastos. Si excepcionalmente ello no fuera posible, el Servicio podrá exigir de las entidades adheridas los ingresos extraordinarios que permitan asegurar aquel equilibrio de acuerdo con los criterios de imputación establecidos en los estatutos.

El Servicio deberá someter sus cuentas anuales a aprobación, previa auditoría de las mismas, en los términos que establece el artículo 86 de la LMV. El informe de auditoría deberá ser remitido a la CNMV para su examen, que podrá realizar las recomendaciones que estime pertinentes sin perjuicio de las demás facultades que le corresponden de acuerdo con la legislación vigente.

En el caso de que la cuenta de resultados al cierre del ejercicio tuviera pérdidas como consecuencia de circunstancias sobrevenidas, se estará a lo previsto en la LSA para restablecer el equilibrio entre capital y patrimonio.

E) ENTIDADES ADHERIDAS AL SERVICIO

- 12 Las entidades adheridas al Servicio son las únicas autorizadas para participar en la liquidación de las operaciones bursátiles. Tienen la condición de entidades adheridas al Servicio, las sociedades y agencias de valores y bolsa. Además pueden adquirir la condición de entidad adherida, previa solicitud que deberá ser aprobada por la CNMV, las siguientes entidades:

- Los bancos y las cajas de ahorro, incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, las entidades oficiales de crédito (*sic* en el Decreto), el Banco de España y la Caja General de Depósitos.
- Las sociedades y las agencias de valores que no ostenten la condición de miembros de alguna bolsa de valores.
- Las entidades extranjeras que desarrollan actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Para que estas entidades puedan acceder a la condición de entidades adheridas deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que se les atribuyen, sobre lo que emitirá informe el Servicio en el plazo de dos meses. Los requisitos y el procedimiento para la adquisición de la condición de entidad adherida se contienen en la OM de 6 de julio de 1992.

- 13 En el Registro Central a cargo del Servicio se llevará en todo caso, para cada entidad adherida y con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí:

- Una cuenta que refleje el saldo del que sea titular en cada momento la propia entidad adherida.
- Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores que la entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros.

En los registros contables a cargo de las entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan.

- 14 La condición de entidad adherida se pierde (art. 79 RD 116/1992):
- a) Por renuncia.

b) Por no adquirir o suscribir oportunamente las correspondientes acciones con ocasión de los procesos de adaptación del capital del Servicio, en cuyo caso, la pérdida se referirá a todas las entidades adheridas del grupo afectado.

c) Por la pérdida de la condición de sociedad o agencia de valores o de entidad de las señaladas en el artículo 76 letra a) de la LMV.

d) Por la falta de adaptación a las exigencias técnicas que impongan las modificaciones o mejoras que se introduzcan por el Servicio o por disposiciones legales en los sistemas de llevanza de los registros contables y de compensación y liquidación.

e) Por no alcanzar los volúmenes mínimos de compensación y liquidación que se establezcan.

f) Por incumplimiento reiterado de obligaciones en el proceso de liquidación, incluidas las demoras.

La pérdida de la condición de entidad adherida se producirá desde el día en que se produzcan cualquiera de las circunstancias señaladas en las letras a) y c); desde el día en el que se adopte el correspondiente acuerdo social en el caso de la letra b) o desde que se acuerde dicha pérdida por la CNMV, a propuesta del Servicio, en los casos previstos en las letras d), e) y f).

4. Las entidades de valores

A) CONSIDERACIONES GENERALES

La LMV reconoce dos clases fundamentales de intermediarios en el mercado de valores. De una parte las entidades de valores (sociedades y agencias de valores) que son entidades especializadas que tienen por objeto exclusivo la realización de las actividades relacionadas con el mercado de valores recogidas en el artículo 71 LMV. Estos intermediarios se diferencian entre sí en que las sociedades pueden actuar por cuenta propia y ajena y las agencias sólo por cuenta ajena. En todo caso deben revestir la forma de sociedad anónima. 1

Por otra parte, junto a las entidades de valores, la LMV faculta a otras entidades (fundamentalmente bancos y cajas de ahorros) a desarrollar la mayoría de las actividades típicas de las entidades de valores. Ello es consecuencia del concepto de banca universal característico de nuestro sistema crediticio. En consecuencia los bancos y cajas, como veremos en la pregunta siguiente, pueden colocar y asegurar emisiones de valores, recibir órdenes de compra y venta de valores, gestionar carteras de valores, actuar como depositarios, etc. 2

Pueden incluso ser miembros del mercado de deuda pública en anotaciones, de los mercados de opciones y futuros y del mercado AIAF de Renta Fija. Del único mercado que no pueden ser miembros directamente es de las bolsas de valores, pero incluso en el mercado bursátil esta restricción es ficticia, pues lo son indirectamente a través de sociedades de valores y bolsa filiales. Todo ello prueba, como ya hemos señalado, el papel protagonista atribuido a la banca en el mercado de valores español tras la reforma.

B) REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN

- 3 La constitución de sociedades o agencias de valores exige la autorización previa del Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, previo informe favorable de Comité Consultivo (en relación con la documentación que debe acompañarse a la solicitud véase art. 3 RD 276/1989 de 22 de marzo sobre sociedades y agencias de valores). La autorización, sin embargo, sólo puede ser denegada por incumplimiento de los requisitos previstos en la Ley (art. 2 RD 276/1989). No existe, por tanto, un *numerus clausus* de sociedades y agencias de valores. La solicitud de autorización debe ser resuelta, motivadamente, dentro de los tres meses siguientes a su presentación o al momento en que se complete la documentación exigible, no pudiendo en ningún caso demorarse más de seis meses. Una vez obtenida la autorización y otorgada la correspondiente escritura de constitución debe inscribirse en el Registro Mercantil y en el Registro de la CNMV. Mientras tanto no podrán dar comienzo a sus actividades.
- 4 La autorización y la correspondiente inscripción de la sociedad o agencia en el Registro administrativo en cuestión, da derecho a la sociedad o agencia a ser miembro de una o varias bolsas de valores, lo que se materializará mediante la participación en el capital social de la sociedad rectora de dicha bolsa (art. 64 LMV).

Las sociedades o agencias de valores miembros de una o más bolsas de valores se denominan sociedades o agencias de valores y bolsa. La diferencia fundamental entre una sociedad o agencia de valores que sea miembro de una bolsa y otra que no lo sea, es que las primeras son las únicas autorizadas para negociar valores en dicha bolsa. En contrapartida, las sociedades y agencias de valores y bolsa están sujetas a unos requisitos de participación en el capital más estrictos [ver apartado C) siguiente].

- 5 La denominación social de las sociedades y agencias de valores es exclusiva. En consecuencia no podrán ser utilizadas por quienes no figuren inscritos en los registros oficiales de la CNMV. Tampoco

podrán utilizarse denominaciones que induzcan a confusión (art. 8 RD 276/1989).

C) PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL

Como ya hemos señalado, las sociedades y agencias de valores deben revestir la forma de sociedad anónima, constituida por el procedimiento de fundación simultánea sin que los fundadores se reserven ventajas o remuneraciones especiales. Sus acciones deben ser nominativas. *El capital mínimo* es de 150 millones de pesetas para las agencias de valores y 750 millones de pesetas para las sociedades de valores, desembolsado en efectivo (art. 2.e) RD 276/1989). 6

En el capital de las sociedades y agencias de valores no pueden participar (arts. 68 y 69 LMV): 7

- Otras sociedades o agencias de valores.
- Instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, sociedades gestoras de unos y otros y sociedades gestoras de carteras.
- Los corredores de comercio y los notarios en un porcentaje superior al 10 % del capital (esta restricción ha sido objeto de un recurso contencioso-administrativo, aún no resuelto, por discriminatoria).

Igualmente las personas físicas o jurídicas que participen en el capital de una sociedad o agencia de valores no pueden participar, directa o indirectamente, en el capital social de otra sociedad o agencia de valores. Reglamentariamente se han establecido excepciones para esta norma permitiendo la participación en dos o más sociedades o agencias siempre que tengan ámbitos de actividad mutuamente excluyentes. Tienen dicha consideración todas aquellas actividades respecto de las cuales no pueda darse concurrencia por alguna de las siguientes circunstancias: ser de diferente naturaleza; referirse a distintas categorías de valores; realizarse con categorías diferenciadas de clientes o desarrollarse en ámbitos geográficos no coincidentes. 8

Asimismo es importante destacar que la participación en el capital de las agencias de valores y bolsa está reservada a las personas físicas, lo que carece de toda lógica, limitando el desarrollo de esta figura. Además, se requiere que cada uno de los miembros de su consejo de administración posea una participación en el capital social no inferior al 5 % (art. 66 LMV). 9

Las *participaciones significativas* en sociedades o agencias de valores deben hacerse públicas. Según la Circular 5/1989 de 25 de septiembre de la CNMV, quien por sí o por medio de persona interpuesta, 10

adquiera una participación significativa y la propia sociedad o agencia, cuando tenga conocimiento de las mismas, está obligado a comunicarlo a la CNMV en el plazo de siete días hábiles en los modelos establecidos al efecto.

Existe obligación de comunicación en los casos siguientes:

- Cuando quien adquiera o transmita las acciones sea miembro del consejo de administración de la correspondiente sociedad o agencia.
- Cuando el adquirente o transmitente sea una entidad financiera.
- En el caso de que el adquirente o transmitente alcance el 5 % del capital social o sus sucesivos múltiplos o descienda por debajo de alguno de dichos porcentajes.

D) OBJETO SOCIAL

- 11 El objeto social de las sociedades y agencias de valores debe limitarse a la realización de las actividades que les atribuye la LMV [art. 66.a)].
- 12 Es importante subrayar que sólo las sociedades y agencias de valores que sean miembros de alguna bolsa pueden desarrollar la actividad de negociación en dicha bolsa de valores (art. 70 LMV).
- 13 Al margen de ello, las *sociedades de valores*, sean o no miembros de alguna bolsa, pueden desarrollar las siguientes actividades (art. 71 LMV):
 - a) Recibir órdenes de inversores nacionales o extranjeros relativas a la suscripción o negociación de valores nacionales o extranjeros y ejecutarlas si están autorizadas para ello (solamente lo están las sociedades y agencias de valores y bolsa).
 - b) Gestionar, por cuenta del emisor, la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión y negociar su transmisión.
 - c) Mediar en la colocación de emisiones de valores.
 - d) Asegurar la suscripción de emisiones de valores.
 - e) Ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones.
 - f) Negociar por cuenta propia o ajena valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.
 - g) Llevar el registro contable de los valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

h) Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

i) Otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra o venta de valores.

j) Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no pueden negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión.

k) Actuar por cuenta de sus titulares como depositarios de valores representados en forma de títulos o como administradores de valores representados en anotaciones en cuenta.

l) Actuar como depositarios de instituciones de inversión colectiva.

m) Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas.

Las *agencias de valores*, por su parte, pueden desarrollar las actuaciones antes reseñadas, a excepción de las citadas en las letras d) e i). En relación con las actividades señaladas en la letra e), no pueden ser titulares por cuenta propia de cuentas en la Central de Anotaciones y, en relación con las actividades citadas en las letras b) y f) no pueden realizar operaciones por cuenta propia. 14

Declaración de actividades: Las sociedades y agencias de valores deben tener formulada en todo momento ante la CNMV una declaración explícita de aquellas actividades, de las señaladas para unas y otras en el artículo 71 de la LMV, que se propongan realizar y del alcance, general o limitado, con que pretendan desarrollarlas. Las sociedades y agencias de valores no podrán realizar actividades comprendidas en dicho artículo distintas, o con alcance diferente, de las incluidas en su declaración. 15

Reserva de actividades: Las actividades citadas en el artículo 71 de la LMV quedan reservadas a las sociedades y agencias de valores y no pueden ser desarrolladas habitualmente por entidades o personas distintas de aquéllas con las excepciones que se establecen en el artículo 76 de la LMV y que estudiaremos en la pregunta quinta siguiente. 16

Se entiende que concurre la nota de habitualidad cuando las actividades desarrolladas vayan acompañadas de actuaciones comerciales, publicitarias o de otro tipo, tendentes a crear relaciones de clientela o se basen en la utilización de relaciones de clientela o interés de otro origen (art. 10 RD 276/1989).

Cabría preguntarse si, a su vez, las actividades enumeradas en el artículo 71 de la LMV son las únicas que pueden desarrollar las 17

sociedades y agencias de valores y que pueden incluir en su objeto social y en su declaración de actividades. Desde nuestro punto de vista el artículo 71 constituye una lista cerrada en cuanto a las actividades que las sociedades y agencias de valores pueden desarrollar con carácter exclusivo. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 66.a) LMV, las sociedades y agencias de valores puedan desarrollar con carácter no exclusivo actividades no contempladas en el artículo 71 pero previstas en otros artículos de la LMV. Así, por ejemplo, las actividades de asesoramiento e información relacionadas con el mercado de valores no están incluidas en el artículo 71 pero no están restringidas a personas o entidades determinadas de acuerdo con el artículo 77 de la LMV por lo que debe entenderse que las sociedades y agencias de valores también pueden desarrollar esta actividad. Más dudosa resulta la inclusión de actividades que por olvido o desconocimiento no están recogidas en la LMV (actuar como sociedad de contrapartida en el segundo mercado bursátil, la actividad de «broker ciego» en los mercados de deuda, emisión de «warrants», realización de permutas financieras para cubrir posiciones de riesgo, etc.). En estos supuestos debe hacerse una interpretación flexible de la LMV y permitir a las sociedades y agencias de valores desarrollar actividades que no estén específicamente contempladas en dicha ley pero que respondan a su finalidad, es decir, que se trate en todo caso de servicios o actividades directamente relacionadas con el mercado de valores.

18 Otras *limitaciones legales* impuestas a las actividades de las sociedades y agencias de valores por la LMV son las siguientes (art. 72 LMV):

- Las sociedades y agencias de valores no pueden en ningún caso asumir funciones de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva o de fondos de pensiones ni participar en el capital de las mismas.
- Las sociedades de valores que participen en el capital de una sociedad gestora de carteras no pueden negociar por cuenta propia con los titulares de los valores gestionados por ésta (las agencias de valores no pueden negociar por cuenta propia).
- Las sociedades de valores no pueden mantener una participación, directa o indirectamente, en el capital de una sociedad admitida a negociación en bolsa que supere el porcentaje que se señale reglamentariamente (todavía no se ha señalado dicho porcentaje). En ningún caso pueden ejercer los derechos políticos correspondientes a dichos valores. Por el contrario, no existe ninguna limitación en cuanto a la participación de sociedades de valores en sociedades no cotizadas ni existen restricciones en cuanto al ejercicio de los derechos políticos. Las agencias de valores únicamente pueden

realizar por cuenta propia las operaciones previstas en el artículo 23 RD 276/1989.

- Las sociedades y agencias de valores que lleven por cuenta del emisor los registros contables de valores representados mediante anotaciones en cuenta o presten servicios de depósito de títulos o de administración por cuenta del titular, no pueden recibir la delegación de derechos políticos de los valores afectados, ejercer éstos o solicitar su delegación en favor de terceros.

E) MODIFICACIÓN DE ESTATUTOS. AMPLIACIÓN Y REDUCCIÓN DE CAPITAL

La modificación de los estatutos sociales de las sociedades y agencias de valores está sujeta al mismo procedimiento de autorización por el Ministro de Economía y Hacienda y registro, con la salvedad que la solicitud de autorización debe ser resuelta en el plazo de dos meses desde su presentación, entendiéndose autorizada en caso contrario. 19

Ello no obstante, no hace falta autorización del Ministro de Economía y Hacienda, aunque deben ser comunicadas a la CNMV en un plazo no superior a los cinco días hábiles siguientes a la adopción del acuerdo, las modificaciones de los estatutos sociales que tengan por objeto: 20

- Modificar la denominación social
- Cambiar el domicilio social.
- Aumentar el capital, salvo que se haga con cargo a aportaciones no dinerarias.
- Cumplir normas legales o reglamentarias, resoluciones judiciales o administrativas.
- Aquellas otras modificaciones que la CNMV, por su escasa relevancia, considere innecesario el trámite de autorización (art. 5 RD 276/1989).

La *reducción de capital* requiere autorización dado que supone una modificación estatutaria salvo que la CNMV, por su escasa relevancia, considere innecesario el trámite de autorización o se realice en cumplimiento de disposiciones legales o reglamentarias. La reducción de capital por debajo del mínimo establecido legalmente es causa de revocación de la autorización [véase el apartado M) siguiente]. 21

F) FUSIÓN Y TRANSFORMACIÓN

- 22 *La fusión de sociedades o agencias de valores, tanto por absorción como por creación de nueva sociedad, está sujeta a autorización del Ministro de Economía y Hacienda (art. 7 RD 276/1989).*
- 23 *La transformación de una agencia de valores en sociedad de valores o de una sociedad de valores en agencia está sujeta a los requisitos y procedimientos establecidos para su constitución.*

G) ADMINISTRADORES, ALTOS CARGOS

- 24 Las sociedades y agencias de valores deben contar con un consejo de administración formado por no menos de cinco miembros en el caso de las sociedades de valores y de tres miembros en el caso de las agencias [art. 66.f) LMV].
- 25 *Honorabilidad:* Todos los miembros del consejo de administración de las sociedades y agencias de valores, así como sus directores generales y asimilados, deben tener una reconocida honorabilidad empresarial o profesional [art. 66.g) LMV]. Concorre tal honorabilidad, según el artículo 2.g) del Real Decreto 276/1989, en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan las actividad económica y la vida de los negocios, así como a las buenas prácticas comerciales financieras y bancarias.

Ninguno de los miembros del consejo de administración de las sociedades o agencias de valores, incluidas las personas físicas que representen a personas jurídicas que sean consejeros, así como ninguno de sus directores generales o asimilados, debe haber sido declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado, se encuentre procesado o tenga antecedentes penales por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secretos, contra la propiedad, o esté inhabilitado, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras [art. 66.h) LMV].

- 26 *Experiencia:* La mayoría de los miembros del consejo de administración debe contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores [art. 66.i) LMV]. Poseen conocimientos y experiencia adecuados a estos efectos los agentes de cambio y bolsa, los corredores de comercio colegiados, y quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento

de entidades financieras o funciones relacionadas con el mercado de valores en otras entidades públicas o privadas.

Registro: Las sociedades y agencias de valores están obligadas a notificar a la CNMV, para su inscripción en el registro correspondiente, en el plazo de siete días hábiles, los ceses y nombramientos de consejeros, directores generales y personas que desempeñen funciones de alta dirección bajo la dependencia inmediata del consejo de administración, de la comisión ejecutiva o de los consejeros delegados (Circular 5/1989 de 25 de octubre de la CNMV). 27

Incompatibilidades: La pertenencia al consejo de administración de una sociedad o agencia de valores y el desempeño en ellas de una actividad remunerada son incompatibles con la pertenencia al consejo de administración, el desempeño de actividades remuneradas o la titularidad de una participación superior a la determinada reglamentariamente (art. 11 RD 276/1989) en: 28

- Otras sociedades y agencias de valores, salvo que el respectivo ámbito de actuación sea excluyente.
- Sociedades de inversión colectiva, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva; entidades gestoras de fondos de pensiones y sociedades gestoras de carteras.
- Entidades que tengan valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial.

El ejercicio de las funciones de corredor de comercio y de notario es asimismo incompatible con la pertenencia al consejo de administración de una sociedad o agencia de valores o el desempeño en ellas de una actividad remunerada y la intervención en operaciones relacionadas con sociedades o agencias de valores de las que sean accionistas (sin exceder del 10 % del capital) o con los socios de las mismas (art. 69 LMV).

H) SUCURSALES Y REPRESENTANTES

a) *Sucursales*

La apertura y cierre de sucursales de las sociedades y agencias de valores, tanto en territorio nacional como en el extranjero, es libre, según dispone el artículo 9 del Real Decreto 276/1989. Se exige, sin embargo, la comunicación a la CNMV (Circular 5/1989) de la fecha de apertura o cierre de la sucursal con quince días de antelación. 29

En la comunicación de la apertura se incluirá la siguiente información:

- Domicilio de la sucursal.
- Nombre del director y número de personas empleadas.
- Ambito de su actuación.
- Dotación de medios materiales.

Los posteriores cambios de domicilio, director y ámbito de actuación deben ser igualmente comunicados a la CNMV dentro de los siete días hábiles siguientes a la fecha en que se produzcan.

b) *Representantes*

- 30 El artículo 9.2 del Real Decreto 276/1989 autoriza a las sociedades y agencias de valores a designar representantes que actúen en nombre y por cuenta de la sociedad o agencia de valores representada. Estos representantes tienen la naturaleza de agentes comerciales. Su función típica consiste en promover, mediante una retribución, la conclusión de contratos en nombre y por cuenta de su principal. Se caracterizan porque su vinculación con la empresa es continuada y estable y porque desempeñan su actividad de forma organizada y autónoma. El contrato de agencia tiene un indudable carácter mercantil y en principio cae dentro del ámbito de regulación de la Ley 12/1992 de 27 de mayo. Sin embargo esta Ley no es de aplicación a los agentes que actúen en el mercado de valores (art. 3.2 Ley 12/1992). En consecuencia debemos remitirnos a las normas generales de las obligaciones contenidas en el C.Com. (arts. 50 y ss.) y C.c. (arts. 1.088 y ss.) siendo de aplicación lo previsto para el contrato de comisión.
- 31 Adicionalmente, tales relaciones de representación de sociedades y agencias de valores están específicamente reguladas por la Circular 7/1989 de 5 de diciembre de la CNMV que establece las siguientes reglas:
- Puede actuar como representante cualquier persona física o jurídica ajena a las sociedades o agencias de valores. En el caso de personas jurídicas la posibilidad de actuar como representante debe estar incluida dentro de su objeto social.
 - El ámbito de la representación debe estar dentro del marco comprendido en la declaración de actividades de la sociedad o agencia de valores, especificándose las clases de actividades, de valores, de clientes y el ámbito geográfico al que se circunscribe.
 - La representación tiene carácter exclusivo para el representante en el sentido de que el representante no representará a ninguna otra sociedad o agencia de valores o entidad de las mencionadas en el

artículo 76 de la LMV. El representante tampoco puede delegar la representación obtenida.

La sociedad o agencia de valores, por su parte, puede conceder la representación con carácter exclusivo o no. Es decir, que puede reservarse la facultad de designar otros representantes en el mismo ámbito geográfico o para las mismas actividades.

- Los contratos de representación se formularán por escrito y se remitirán a la CNMV, con copia de las escrituras de apoderamiento otorgadas en favor de los representantes, en el plazo de siete días hábiles desde su firma. En los contratos se reflejarán, al menos, los datos establecidos en la norma 2.ª 2 de la Circular 7/1989.
- Las operaciones realizadas por el representante, al ser por cuenta y en nombre de los representados, se registrarán siempre en la contabilidad de éstos con el mismo desglose y alcance que si fueran hechas directamente por los mismos.
- Los representantes deben comunicar a su clientela en cuantas relaciones establezcan que actúan por cuenta y en nombre de una única sociedad o agencia de valores, identificándola mediante su denominación social. En toda la publicidad que efectúen sobre sí mismos o sobre sus operaciones deben hacer constar que actúan en calidad de representantes, expresando el nombre del representado.

Por lo que se refiere a la responsabilidad, dado que el representante actúa en nombre y por cuenta de la sociedad o agencia de valores serán éstas las que respondan frente al cliente de las actuaciones de sus agentes sin perjuicio del derecho de repetir contra éstos (caso, por ejemplo, de que el representante se apropie del dinero entregado por un cliente). Por el contrario si el que incumple es la sociedad o agencia de valores, el representante no responderá ante el cliente del incumplimiento de su principal. 32

I) OPERACIONES FINANCIERAS

Las sociedades y agencias de valores pueden obtener financiación, incluso en forma de préstamo o depósito, de las entidades que figuren inscritas en alguno de los registros relativos a entidades financieras mantenidos por el Banco de España, la CNMV o la DGS (art. 21 RD 276/1989); es decir, de todas las entidades de crédito, de otras sociedades o agencias de valores, de sociedades de seguros, de sociedades de garantía de recíproca y otras entidades inscritas en dichos registros. 33

34 Las sociedades y agencias de valores únicamente pueden recibir fondos de personas distintas de las citadas por los siguientes conceptos:

(i) Emisión de acciones.

(ii) Financiaciones subordinadas en las que los poseedores o acreedores se sitúen detrás de todos los demás acreedores de la entidad a efectos de prelación de cobro (en relación con las financiaciones subordinadas véase el Capítulo III *supra*). Estas financiaciones podrán computarse como recursos propios hasta un máximo de un 50 % de la suma del capital, las reservas materializadas y los remanentes una vez deducidas las pérdidas y los activos ficticios y siempre que cumplan las siguientes condiciones (art. 1.2 OM de 28 de julio de 1989):

- Su plazo de vencimiento inicial no podrá ser inferior a cinco años.
- No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso, o amortización anticipada ejecutables a voluntad del deudor. De contenerlas a voluntad de los acreedores, los plazos se referirán a la fecha en que puedan ser ejecutadas.
- No podrán ser suscritas, o adquiridas posteriormente, por la propia entidad, por entidades del grupo consolidado o por entidades o personas financiadas por las anteriores, salvo para su conversión inmediata en acciones.
- Su computabilidad como recursos propios disminuirá durante los cinco años anteriores a la fecha de vencimiento de la financiación por quintas partes iguales.
- Deberá quedar patente en los contratos o folletos de emisión su condición de financiación subordinada.
- Se establecerá en los contratos de emisión el diferimiento del pago de los intereses cuando la entidad emisora o receptora de la financiación no tenga resultados positivos, o cuando como consecuencia del pago la entidad pase a tener pérdidas.

(iii) Emisión de valores de renta fija o predeterminada admitidos a negociación en alguna bolsa de valores y con plazo inicial de emisión no inferior a un año. Este tipo de emisiones sólo se permiten para las sociedades de valores no para las agencias. La exigencia de que coticen en bolsa de valores es de difícil justificación y debería referirse a mercados secundarios organizados. Por último el requisito de que el plazo inicial no sea inferior a un año es similar a la limitación impuesta igualmente a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado para captar recursos del público.

35 Por último el artículo 22 del Real Decreto 276/1989 permite a las sociedades y agencias de valores mantener cuentas acreedoras de ca-

rácter instrumental y transitorio relacionadas con la liquidación de operaciones realizadas por cuenta de clientes. Es decir, se trata de cuentas que recojan provisiones de fondos de clientes, que deben ser aplicados a la liquidación de operaciones bursátiles. Los saldos de estas cuentas deben estar invertidos en activos aptos para la cobertura del coeficiente de liquidez [art. 22.3 del RD 276/1989; en relación con el coeficiente de liquidez véase el apartado J) siguiente].

J) COEFICIENTES

a) *Consideraciones generales*

Al igual que sucede con las entidades de crédito, las entidades de valores están obligadas a mantener determinados coeficientes [en relación con los coeficientes de las entidades de crédito véase el capítulo III.D).g) anterior]. En el caso de las entidades de valores estos coeficientes son el coeficiente de liquidez y el de solvencia, sin que exista un coeficiente de inversión. Se exige igualmente un límite global de riesgos. 36

La justificación de los coeficientes impuestos a las entidades de valores debe buscarse más que en razones de política monetaria en la prudencia necesaria para limitar la posible crisis de estas entidades.

b) *Coefficiente de liquidez*

Las sociedades y agencias de valores deben mantener en todo momento en activos de bajo riesgo y elevada liquidez una cantidad equivalente al 10 % de la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorias para la liquidación de operaciones realizadas por cuenta de clientes. 37

Se consideran activos aptos para el cumplimiento del coeficiente de liquidez el efectivo y los depósitos a la vista o a plazo no superior a un mes en entidades de crédito, los valores de renta fija emitidos a plazo no superior a dieciocho meses y admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial y las participaciones en fondos de inversión en activos del mercado monetario (art. 15 RD 276/1989).

c) *Coefficiente de solvencia*

Los recursos propios de las sociedades y agencias de valores no pueden ser, en ningún momento, inferiores al más alto de los siguientes importes (art. 2 OM 28 de julio de 1989): 38

- El resultante de la aplicación de los coeficientes específicos de ponderación sobre las posiciones concretas de riesgo previstas en la OM 28 de julio de 1989 (riesgo de fluctuación de cotizaciones, riesgo de interés, riesgo de cambio y riesgo de crédito y contraparte); o
- El resultante de aplicar el 5 % a las posiciones de activo materializadas en valores u otros activos o instrumentos financieros expuestos a riesgos de crédito o mercado.

- 39 A efectos del cómputo del coeficiente de solvencia, los recursos propios de las sociedades y agencias de valores están formados por el capital social efectivamente desembolsado, las reservas, los fondos y provisiones genéricos (con exclusión de las provisiones específicas), las financiaciones subordinadas (en las condiciones previstas en el artículo 1.2 de la OM de 28 de julio de 1989) y un 35 % de los beneficios provisionales del ejercicio corriente (excepto diciembre en que se computará un 50 % de los beneficios provisionales del ejercicio) (Circular 6/1990 de 28 de noviembre de la CNMV).

De la suma de las partidas anteriores se deducirán las pérdidas de ejercicios anteriores pendientes de amortizar, la totalidad de las pérdidas provisionales del ejercicio, los activos ficticios y los activos en los que se materialice la participación de las sociedades y agencias de valores en el capital de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores o de organismos análogos de otros mercados organizados, así como los valores representativos de la fianza colectiva.

Para el cumplimiento de los niveles de recursos propios, las sociedades y agencias de valores consolidarán sus estados contables con las entidades que constituyan su grupo consolidable (art. 86.4 LMV; sobre la consolidación véase el apartado K) y siguiente)

d) *Limitación a la concentración de riesgos*

- 40 El importe total de las diferentes rúbricas de activos de una sociedad o agencia de valores frente a una misma persona o frente a personas jurídicas pertenecientes a un mismo grupo no puede exceder del 40 % de los recursos propios. El Ministerio de Economía y Hacienda está facultado, aunque por el momento no ha hecho uso de la misma, para establecer recargos sobre los coeficientes fijados a cada grupo de riesgo en aquellos casos en que se den concentraciones de riesgo sobre una misma persona física o jurídica por encima del 15 % de los recursos propios de la sociedad o agencia de valores.

K) CONTABILIDAD, CONSOLIDACIÓN Y AUDITORÍA

Las sociedades y agencias de valores deben ajustar su contabilidad y sus estados financieros a lo dispuesto en la Circular 5/1990 de 28 de noviembre de la CNMV. Asimismo, están obligadas a someterse a auditoría de cuentas con el alcance previsto en la Circular 9/1989 de 20 de diciembre (modificada parcialmente por la Circular 5/1990 de la CNMV) y a remitir sus estados financieros e informaciones complementarias periódicamente a la CNMV en los modelos establecidos al efecto. 41

Las cuentas anuales de las sociedades y agencias de valores deben ser aprobadas por su junta general, previa realización de la auditoría de cuentas, dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio (art. 86 LMV; nótese que se recorta el plazo inicial de seis meses del que disponen generalmente las sociedades) y remitidas a la CNMV, firmadas por todos los consejeros, en el plazo de quince días desde su aprobación por la junta. Los auditores de entidades de valores están sometidos al mismo deber de informar a la Autoridad supervisora en el caso de que detecten irregularidades que los auditores de entidades de crédito (DF 1ª.II Ley de Auditoría de Cuentas, en la redacción dada por la Ley 13/1992; ver también Cap. III.3 *supra*). 42

En el momento en que se conozcan y en todo caso con anterioridad a la presentación de las cuentas anuales para su aprobación por la junta general de accionistas, las sociedades y agencias de valores deben informar a la CNMV de cualquier variación que pueda existir entre las mismas y los estados financieros provisionales, tanto públicos como reservados, remitidos con anterioridad. 43

Asimismo, de acuerdo con lo previsto en la norma octava de la Orden de 26 de julio de 1989, las sociedades y agencias de valores están obligadas a remitir a la DGTPF un ejemplar de sus estados financieros de carácter público y de su correspondiente informe de auditoría. 44

Se considera que un grupo de entidades financieras constituyen un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores cuando se dé alguna de las circunstancias siguientes (art. 86.4 LMV según redacción dada por la Ley 13/1992 de 1 de junio): 45

a) Que una sociedad o agencia de valores controle a las demás entidades.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en sociedades y agencias de valores.

c) Que una persona física, un grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable, controle a varias entidades, todas ellas sociedades o agencias de valores del grupo.

La obligación de formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados de los grupos de sociedades o agencias corresponderá a la entidad dominante excepto en el supuesto de la letra c) en que la entidad obligada será designada por la CNMV entre las sociedades y agencias de valores del grupo.

Las cuentas y el informe de gestión consolidados deberán ser sometidos a auditoría. El nombramiento de auditores corresponderá a la entidad obligada a formular y aprobar las cuentas consolidadas.

Para el caso de grupos mixtos de entidades de valores, entidades de crédito y entidades de seguros, cfr. también el Cap. III.3 *supra*.

L) DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS Y MOVILIZACIÓN DE RESERVAS

- 46 En principio la distribución de resultados y la movilización de reservas por las entidades de valores es libre. Sin embargo, el artículo 19 del Real Decreto 276/1989 establece que cuando el nivel de recursos propios de una sociedad o agencia de valores (o de su grupo consolidable según la nueva redacción del artículo 73.j) LMV dada por la Ley 13/1992) descienda por debajo del mínimo exigible de acuerdo con las normas del coeficiente de solvencia, la entidad en cuestión no podrá distribuir dividendos en tanto no se restablezca dicho nivel mínimo. Adicionalmente la LMV [art. 99.k)] considera infracción muy grave la reducción de los recursos propios de las entidades de valores y de su grupos a nivel inferior al 80 % del mínimo exigible y la permanencia en esta situación durante seis meses, al menos, consecutivos. Si la situación se prolonga durante un período de tiempo superior a dos meses pero inferior a seis se considera infracción grave [art. 100.h)].

M) REVOCACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN, DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN

- 47 La revocación de la autorización de una sociedad o agencia de valores, podrá ser acordada, previo expediente con audiencia de la interesada, por las siguientes causas (art. 67 LMV):
- Por el desarrollo, durante un año de un volumen de actividad nulo o inferior al que reglamentariamente se establezca.

- Por incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigidos para su autorización.
- Por incurrir en suspensión de pagos o quiebra.
- Como sanción, en los casos contemplados en el Título VIII de la LMV.

La revocación será acordada por el Consejo de Ministros, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda e iniciativa de la CNMV (sobre el régimen disciplinario de la LMV véase el capítulo octavo siguiente). 48

La revocación de la autorización implicará, en todo caso, la exclusión del correspondiente Registro y, en caso de sanción, la disolución forzosa de la entidad. La disolución también puede producirse voluntariamente de acuerdo con lo previsto en la LSA.

5. Otras entidades autorizadas para actuar en los mercados de valores

A) ENTIDADES NACIONALES

Como ya hemos señalado, la LMV hace de las sociedades y agencias de valores los intermediarios principales de los mercados de valores y los únicos que pueden ser miembros de las bolsas, reservando para ellas una larga relación de actividades que pueden desarrollar en exclusiva. Sin embargo, el artículo 76 de la LMV contiene una serie de excepciones permitiendo a otras entidades desarrollar actividades relacionadas con los mercados de valores. 1

Así, las entidades oficiales de crédito (*«munc rectius»*, las entidades de crédito de capital público), los bancos y las cajas de ahorros pueden desarrollar todas las actividades de las sociedades de valores con la única excepción de ser miembros de las bolsas y llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta no admitidos a negociación (la llevanza del registro contable de los valores admitidos a cotización en bolsa corresponde al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores). 2

Las cooperativas de crédito pueden desarrollar todas las actividades de las sociedades de valores con las siguientes excepciones: 3

- Asegurar emisiones.
- Negociar valores no admitidos a negociación.
- Llevar el registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta.

- Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
 - Gestionar carteras de valores de terceros.
- 4 *Las sociedades mediadoras del mercado de dinero* pueden ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones y desarrollar las actividades mencionadas en las letras a), c), k) y m) del artículo 71 en cuanto se relacionan con el mercado de Deuda Pública en anotaciones.
 - 5 *Las sociedades gestoras de carteras* pueden desarrollar la actividad de gestión de carteras de valores de terceros (sobre las sociedades gestoras de carteras véase el apartado 8 *infra*).
 - 6 *Los corredores de comercio* colegiados pueden recibir órdenes de inversores relativas a la suscripción o negociación de valores.
 - 7 *Actividades de asesoramiento e información:* Por último, de acuerdo con lo previsto en el artículo 77 LMV, el desarrollo de actividades de asesoramiento a terceros y de actividades de información relacionadas con el mercado de valores es libre en tanto el Gobierno no las regule, lo que por ahora no ha tenido lugar.

B) ENTIDADES EXTRANJERAS

- 8 Hay que preguntarse igualmente por las actividades que las entidades de crédito y de valores extranjeras pueden desarrollar directamente en España. El artículo 3 LMV dispone que sus disposiciones son de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en territorio nacional. Si ponemos en conexión este artículo con los artículos 71 y 76 LMV podría deducirse que las entidades extranjeras no pueden realizar ninguna actividad relacionada con el mercado de valores español ni con los valores emitidos en España, pues estas actividades están reservadas por la LMV con carácter exclusivo a las sociedades y agencias de valores constituidas con arreglo a ella y a las demás entidades españolas a que se refiere el artículo 76 y que acabamos de mencionar. Esta conclusión sin embargo no es admisible y debe ser matizada en un doble sentido.
 - a) *En relación con la colocación en el exterior de valores emitidos en España*
- 9 La actividad de aseguramiento y colocación en el exterior de valores emitidos en España, ya de la totalidad de la emisión o de un tramo de ésta, puede realizarse por entidades extranjeras, ya que de otra forma se llegaría a la absurda conclusión de que las únicas entidades

autorizadas para colocar valores españoles en el mundo son las españolas, lo que haría casi imposible el acceso de nuestros valores a los mercados de valores extranjeros (en los que nuestras sociedades de valores no están registradas como operadores autorizados).

b) *En relación con la prestación de servicios en España*

A estos efectos cabe distinguir, a su vez, entre distintos supuestos:

(i) *Entidades de crédito que tengan sucursal en España:* en ese caso, 10
pertenezcan o no a la CEE, se las asimila a bancos españoles y pueden desarrollar todas las actividades permitidas a éstos por el artículo 76 LMV.

(ii) *Entidades de crédito (CEE) que no tengan sucursal en España y sus filiales que sean entidades financieras:* La Segunda Directiva Bancaria del Consejo de 15 de diciembre de 1989 (89/646/CEE) establece que, a 11
partir del 1 de enero de 1993, las actividades mencionadas en el anexo de la Directiva podrán ser ejercidas en el territorio de los Estados miembros, tanto mediante el establecimiento de una sucursal como mediante prestación de servicios, por cualquier entidad de crédito autorizada y supervisada por las autoridades competentes de otro Estado miembro, siempre que la autorización cubra dichas actividades. Entre las actividades incluidas en el anexo se encuentran algunas de las reservadas en el artículo 71 LMV como son el aseguramiento y colocación de emisiones, la gestión de carteras o la custodia de valores negociables.

Del mismo modo, las actividades del anexo podrán ser ejercidas, a partir del 1 de enero de 1993, tanto mediante el establecimiento de una sucursal como mediante prestación de servicios, por cualquier entidad financiera de otro Estado miembro, filial de una entidad de crédito o filial común de varias entidades de crédito, cuyo estatuto legal permita el ejercicio de tales actividades, y siempre que cumpla todas las condiciones del artículo 18.2 de la Directiva. Uno de los requisitos fundamentales es que la filial esté incluida de forma efectiva, en especial para las actividades referidas, en la supervisión sobre base consolidada a la que está sometida una empresa matriz o cada una de las empresas matrices, en particular para el cálculo del coeficiente de solvencia, para el control de grandes riesgos y la limitación de las participaciones prevista en el artículo 12 de la Directiva. A efectos de la Directiva se entiende por entidad financiera una empresa, distinta de una entidad de crédito, cuya actividad consista en adquirir participaciones (sociedad holding) o en ejercer una o varias de las actividades enumeradas en los puntos 2 a 12 del Anexo de la Directiva.

- 12 (iii) *Entidades financieras (CEE) que no sean entidades de crédito ni consoliden con entidades de crédito:* Como ya hemos señalado en el capítulo segundo, existe únicamente una Propuesta de Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios [COM (88) 778 final], y una Propuesta de Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito [COM (90) 141].

Mediante estas Propuestas se pretende realizar para las entidades financieras que no sean entidades de crédito una liberalización similar a la que se establece mediante la Segunda Directiva Bancaria. Aunque se aprueben las Propuestas antes del 1 de enero de 1993, no es previsible que entren en vigor antes del 1 de enero de 1994.

En consecuencia, puede ocurrir que, a partir del 1 de enero de 1993, esté liberalizado el acceso al mercado de valores español de entidades de crédito y entidades financieras filiales de entidades de crédito que podrán prestar los servicios relacionados con el mercado de valores previstos en el anexo de la Segunda Directiva, y sometido a restricciones para el resto de entidades.

- 13 (iv) *Entidades no CEE que no tengan sucursal en España:* Estas entidades no se benefician de las previsiones de la Segunda Directiva Bancaria ni de la Propuesta de Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios por lo que, en principio, no están autorizadas para prestar en España directamente servicios relacionados con el mercado de valores incluidos en el artículo 71 LMV (podían prestar sin embargo servicios de asesoramiento e información que son libres y están permitidos por el artículo 77 LMV). La prohibición se refuerza por el art. 3 RD 291/1992 de 27 de marzo, que regula las emisiones de valores en España, que ordena que toda difusión, promoción o comercialización en España de todo tipo de valores, emitidos en territorio nacional o en el extranjero, únicamente puede realizarse por entidades autorizadas de acuerdo con los arts. 71 y 76 LMV.

6. Las instituciones de inversión colectiva

A) CLASES

- 1 Las instituciones de inversión colectiva responden a una necesidad sentida en los países industrializados como es la canalización del ahorro hacia los mercados de capitales. La creciente sofisticación de éstos hace difícil que un inversor particular con un nivel limitado de recursos pueda tener los conocimientos, el tiempo y los medios necesarios

para operar por sí mismo en tales mercados. Las instituciones de inversión colectiva aparecen así como alternativa para agrupar los ahorros de los inversores constituyendo un patrimonio de un tamaño lo suficientemente grande como para obtener ventajas tales como la diversificación, la gestión profesional y precios más competitivos.

En España están alcanzando un gran desarrollo. Su *regulación* está contenida en la Ley 46/1984 de 26 de diciembre de instituciones de inversión colectiva (modificada por la LMV y por la Ley 19/1992 de 7 de julio sobre Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria) desarrollada por el Real Decreto 1.393/1990 de 2 de noviembre por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC).

A los efectos de la LIIC se consideran como instituciones de inversión colectiva las reguladas en su articulado (sociedades y fondos de inversión mobiliaria y los fondos de inversión en activos del mercado monetario) y aquellas que, cualquiera que sea su objeto, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad (art. 1 del RIIC).

En ningún caso tienen la consideración de instituciones de inversión colectiva las entidades de carácter público, las entidades de crédito, las de seguros, las sociedades de garantía recíproca o cualquier otra institución financiera sujeta a una regulación especial (art. 1.2 del RIIC).

Las instituciones de inversión colectiva pueden ser de dos clases: *de carácter financiero*, que se caracterizan porque tienen como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros, tales como dinero, valores mobiliarios, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito y cualesquiera otros valores mercantiles y *de carácter no financiero*, que operan principalmente sobre activos de otra naturaleza (ej.: inmuebles) (art. 1.3 RIIC).

Entre las instituciones de inversión colectiva no financieras tan solo las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria gozan de un régimen fiscal especial aprobado recientemente (Ley 19/1992 de 7 de julio) para fomentar este tipo de instituciones y al que nos referiremos en el apartado H) siguiente.

A su vez, entre las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, cabe distinguir las siguientes:

- a) Sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo o variable; y
- b) Fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

Las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) o variable (SIMCAV), son sociedades anónimas, con personalidad jurídica propia, que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades (art. 2.2 RIIC).

Los fondos de inversión mobiliaria (FIM) son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una sociedad gestora, con el concurso de un depositario y constituidos con el mismo objeto exclusivo que las sociedades de inversión mobiliaria (art. 2.2 RIIC).

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), por su parte, reúnen las mismas características que los FIM con la única diferencia que sus inversiones se limitan a activos de renta fija que gocen de una elevada liquidez (art. 2.2 RIIC).

B) DISPOSICIONES COMUNES

- 6 La constitución de una institución de inversión colectiva requiere la *previa autorización* del proyecto por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV. Una vez constituida, la institución de inversión colectiva en cuestión debe inscribirse en el Registro Mercantil y en el registro especial correspondiente de la CNMV a quien corresponde su supervisión (art. 9 RIIC).
- 7 El *capital mínimo* desembolsado de las sociedades de inversión mobiliaria (SIM y SIMCAV) es de 400 millones de pesetas. Sus acciones deben ser nominativas y pueden estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta. El patrimonio de los FIM será, como mínimo, de 500 millones de pesetas y el de los FIAMM de 1.500 millones de pesetas. Las participaciones en fondos de inversión pueden representarse mediante certificados nominativos sin valor nominal, que pueden documentar una o varias participaciones, o mediante anotaciones en cuenta (art. 12 RIIC).
- 8 Las *aportaciones* para la constitución del capital o patrimonio deben realizarse exclusivamente en dinero, valores mobiliarios admitidos a cotización oficial o en los demás activos financieros que, de acuerdo con las reglas de cada clase de institución de inversión colectiva, resulten aptos para cubrir sus coeficientes de inversión y liquidez (art. 14 RIIC).

El número de accionistas de las sociedades y de partícipes en fondos no puede ser inferior al que en cada momento sea necesario para la admisión y permanencia de las acciones de una sociedad en cotización oficial en bolsa (100 en este caso). No obstante, las sociedades y fondos no constituidos por los procedimientos de fundación sucesiva y suscripción pública de participaciones disponen de un plazo de un año, contado a partir de su inscripción en el correspondiente registro administrativo, para alcanzar dicha cifra mínima (art. 15 RIIC). 9

Las sociedades de inversión mobiliaria pueden ser admitidas a cotización oficial en bolsa una vez obtenida la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, otorgada la escritura de constitución e inscrita en el Registro Mercantil y en el Registro administrativo especial de la CNMV (no obstante se puede solicitar la admisión con carácter previo al registro quedando condicionada la correspondiente resolución a la práctica de dicha inscripción) (art. 13 RIIC). 10

Los fondos de inversión no cotizan en bolsa en sentido estricto. Sin embargo, las sociedades gestoras están obligadas a comunicar a la sociedad rectora de la bolsa de valores radicada en la plaza de su sede social o, en su defecto, a cualquiera de ellas, la información precisa para que tenga lugar la publicación diaria en el respectivo Boletín de cotización de los datos relativos al valor liquidativo de sus participaciones, a su patrimonio y al número de partícipes (art. 13.5 RIIC).

El cumplimiento de esta obligación de suministro de información determinará que las participaciones en los correspondientes fondos tengan la consideración de valores cotizados a los efectos de las disposiciones que regulan regímenes específicos de inversión (art. 13.6 RIIC).

Las inversiones de las instituciones de inversión colectiva están sujetas, entre otras, a las siguientes limitaciones de carácter general (art. 4 RIIC) (no obstante el artículo 33.3 LIIC dispone que estos principios se adaptarán reglamentariamente a la naturaleza de las instituciones de inversión colectiva no financieras): 11

- Ninguna institución puede tener invertido más del 5 % de su activo en valores emitidos por otras instituciones de inversión colectiva.
- Ninguna institución puede tener invertidos en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5 % de su activo total.
- Ninguna institución puede tener invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo más del 15 % del activo de la Institución.

- Una misma institución no puede invertir en valores emitidos o avalados por una misma entidad por encima del 5 % de los valores en circulación de esta última.
 - La suma de las inversiones de las sociedades de inversión mobiliaria pertenecientes a un mismo grupo y de los fondos de inversión gestionados por sociedades en las que se de la misma circunstancia no puede rebasar el 15 % de los valores en circulación de una determinada entidad.
- 12 Las instituciones de inversión colectiva financieras deben tener, al menos, el 90 % (80 % para los fondos de inversión mobiliaria) de su activo invertido, en los porcentajes establecidos para cada clase de institución, en (art. 17 RIIC):
- Valores admitidos a negociación en una bolsa de valores española.
 - Valores representativos de la Deuda del Estado y otros negociados en el mercado de deuda pública en anotaciones.
 - Otros valores, tales como los propios del mercado hipotecario, y los pagarés de empresa, siempre que sean negociados en un mercado español organizado, de funcionamiento regular reconocido y abierto al público cuando así lo establezca el Ministro de Economía y Hacienda previo informe de la CNMV (las operaciones de las instituciones de inversión colectiva en futuros y opciones financieras han sido reguladas por la Orden de 6 de julio de 1992).
 - Valores respecto de los cuales esté solicitada su admisión a negociación en alguno de los mercados anteriores.
- 13 Tratándose de valores negociados en *mercados extranjeros*, se asimilarán a los admitidos en bolsas de valores españolas y en el mercado de deuda pública en anotaciones, los valores que estén admitidos a negociación en bolsas radicadas en Estados miembros de la OCDE o se negocien en mercados oficiales de Deuda Pública de tales Estados. Si se trata de mercados distintos de los anteriores situados en países de la OCDE se exige la previa verificación por la CNMV de que tales mercados reúnen los requisitos previstos en el RIIC. Para inversiones en valores negociados en mercados de países no pertenecientes a la OCDE se exige la previa autorización de la CNMV para que puedan ser computados dentro de los coeficientes de inversión obligatoria (art. 17.3 RIIC).
- 14 Los *coeficientes* mínimos de liquidez de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero son del 5 % del activo en las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y del 3 % en los fondos de inversión (art. 17.4 RIIC).

Custodia por el depositario: Los valores mobiliarios y demás activos financieros integrantes del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva deben de estar bajo la custodia del depositario y no pueden pignorararse ni constituir garantía de ninguna clase (art. 18 RIIC). 15

Las obligaciones frente a terceros no pueden exceder del 20 % del activo de la institución. No obstante, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y los fondos de inversión no pueden endeudarse más allá del 10 % de su activo exigiéndose, además, que el endeudamiento se produzca por plazo no superior a un mes y tenga por objeto resolver dificultades transitorias de tesorería (art. 19 RIIC). 16

Las instituciones de inversión colectiva deben cumplir las siguientes obligaciones de información (art. 10 RIIC): 17

- Al tiempo de su inscripción en el registro administrativo, un folleto explicativo de la institución, que contendrá los estatutos o el reglamento de la correspondiente institución.
- Anualmente una memoria explicativa del ejercicio.
- Durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre, un informe que comprenderá la información necesaria para actualizar el contenido de la memoria anual y, en especial, lo relativo al activo de la institución, su financiación, ingresos y costes durante el período.

Las sociedades gestoras de fondos de inversión deben hacer entrega a cada partícipe, con anterioridad a la suscripción de participaciones, de un ejemplar del folleto y de la última memoria anual e informe trimestral publicados. Asimismo las gestoras deben remitir a los partícipes las sucesivas memorias e informes trimestrales.

Adicionalmente, las instituciones deben facilitar la información que les sea requerida por la Administración para facilitar su control y comunicar a la CNMV de forma inmediata cualquier hecho relevante para el desenvolvimiento de la institución.

Declaración de participaciones: La normativa de instituciones de inversión colectiva (art. 5 RIIC) exige que la participación de cualquier socio o partícipe en un porcentaje superior al 5 % del capital social desembolsado de una sociedad de inversión mobiliaria o al 20 % del patrimonio de un fondo de inversión debe hacerse pública. 18

Contratación pública: Asimismo, la LIIC y el RIIC establecen el principio de que las operaciones de las instituciones de inversión colectiva deben realizarse mediante contratación pública en mercados organizados, prohibiéndose la compensación o aplicación de las órdenes de compra o venta de títulos valores con cotización oficial dadas por las instituciones de inversión colectiva. Por excepción pueden realizarse operaciones en forma distinta de la contratación pública en 19

el mercado cuando se concierten a precio o interés más favorable para la institución que las resultantes de aquél (art. 8 Reglamento).

- 20 Las instituciones de inversión colectiva financieras gozan de un *régimen fiscal* especial. No es éste el lugar adecuado para realizar un análisis del mismo. Baste señalar que las sociedades de inversión mobiliaria con cotización en bolsa y los fondos de inversión tributan en el IS al tipo reducido del 1 %. Adicionalmente, la constitución, aumento de capital y fusión de sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo cotizadas en bolsa, están exentas en la modalidad de operaciones societarias del ITP y AJD. En el caso de las SIMCAV y los fondos de inversión, su constitución, transformación y modificación está exenta de tributación por el ITP y AJD. Las plusvalías obtenidas por los accionistas o partícipes de la venta de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva tendrán la consideración de incrementos de patrimonio (o disminuciones en el caso de pérdidas) a efectos de los impuestos sobre la renta o de sociedades sin que proceda practicar retención alguna sobre las mismas [sobre el régimen fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria véase la letra H) siguiente].

C) SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL FIJO (SIM)

- 21 Las SIM deben adoptar necesariamente la forma de sociedades anónimas. Su capital social, como ya hemos señalado, no podrá ser inferior a 400 millones de pesetas, deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado en el momento de la constitución y representado por acciones nominativas.
- 22 En los estatutos de la sociedad deben hacerse constar necesariamente las siguientes menciones (art. 21 RIIC):
- Posibilidad de contratar la gestión de los activos sociales con un tercero.
 - Criterios y normas a las que habrán de ajustar su política de inversiones.
 - Normas sobre la constitución y funcionamiento de la comisión de control de gestión y auditoría que debe crearse cuando lo soliciten accionistas que representen, al menos, el 10 % del capital social.
- 23 Los órganos de administración y representación de la sociedad serán los determinados en los estatutos sociales de acuerdo con lo previsto en la LSA. No obstante, de acuerdo con el artículo 22.2 del RIIC la junta general puede acordar, en la forma prevista en los estatutos, que la gestión o administración de todos o de parte de los activos que formen el patrimonio social sea encargada a una sociedad

gestora de carteras, a una sociedad o agencia de valores o a una de las entidades previstas en el artículo 76.2.a) de la LMV (bancos, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito) o a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (sólo en el caso de que se le asigne la gestión global de dichos activos unida a otras funciones de administración o representación).

Los administradores de la SIM están obligados a formular, dentro de los tres primeros meses del ejercicio, las cuentas anuales, incluyendo la memoria, balance, cuenta de pérdidas y ganancias, propuesta de distribución de resultados e informe de gestión (art. 30 RIIC). Estos documentos deben someterse a auditoría de cuentas y remitirse dentro del cuarto mes de cada ejercicio a la CNMV. 24

D) SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE (SIMCAV)

Se diferencian de las anteriores en que su capital es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites de capital estatutario máximo y del inicial fijado, que no podrá ser inferior a 400 millones de pesetas, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la junta general. El capital estatutario máximo de las SIMCAV no puede superar en más de diez veces el capital inicial. 25

Es decir, en las SIMCAV la liquidez al accionista que desee vender sus acciones la proporciona la bolsa (según el artículo 15 de la Ley sólo funcionarán como sociedades de capital variable mientras que sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial). Sin embargo, se garantiza al accionista que si no consigue vender sus títulos en el mercado la sociedad debe comprarlos con cargo a su patrimonio dentro de unos porcentajes máximos entre los precios de cotización y liquidación.

Como ha señalado RODRÍGUEZ ARTIGAS («Las Instituciones de Inversión Colectiva», en *Nuevas Entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* [1990] p. 171) «nos encontramos ante una figura intermedia entre la sociedad anónima cotizada en bolsa y el Fondo de Inversión con reembolso automático. La sociedad de capital variable se distingue de la primera en que es la propia sociedad la que hace la contrapartida y del segundo por la inexistencia del reembolso automático». 26

En consecuencia:

— La sociedad puede intervenir siempre que lo considere oportuno, ofertando o demandando sus propias acciones, aunque la separa-

ción en el valor de liquidación y el de cotización sea inexistente o mínima.

- La sociedad está obligada a intervenir, comprando o vendiendo sus acciones, cuando la cotización de las mismas sea inferior o superior en un 5 % al de liquidación.
- No hay límite expreso respecto del número de acciones que puede adquirir o vender dentro del capital estatutario mínimo y máximo fijados en los estatutos y que no pueden ser rebasados sin la previa modificación de éstos.

E) FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA

27 Los fondos de inversión mobiliaria (FIM) deben constituirse mediante escritura pública otorgada por la sociedad gestora y el depositario que deberá contener, además de la denominación, objeto y patrimonio del fondo, el reglamento de gestión, que constituye el conjunto de normas por las que se rige el fondo.

28 La dirección y administración de los FIM corresponde necesariamente a una sociedad gestora.

La sociedad gestora está obligada a emitir y reembolsar participaciones en el Fondo desde el mismo momento en que se solicite por los interesados. El precio de las participaciones, a efectos de las suscripciones y reembolsos que se soliciten, será el valor diariamente fijado por la sociedad gestora. A tal efecto, el patrimonio del fondo se valora a los cambios bursátiles o equivalentes correspondientes al día hábil anterior al de la solicitud, al mismo día o al día siguiente según establezca el reglamento del fondo.

29 Las sociedades gestoras pueden percibir de los FIM una comisión de gestión que no puede superar los siguientes límites (art. 45 RIIC):

- Cuando la comisión se calcule en función del patrimonio del fondo, el 2,5 % de éste.
- Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 20 % de los mismos.
- Cuando se utilicen ambas variables, el 1,5 % del patrimonio y el 10 % de los resultados.

Las comisiones de suscripción y reembolso no pueden ser superiores al 5 %. La retribución del depositario no puede exceder del 4 por mil anual del valor nominal del patrimonio custodiado.

Las sociedades gestoras deben formular, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio, el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa del ejercicio anterior del fondo administrado. 30

F) FONDOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO (FIAMM)

Los FIAMM se caracterizan porque, a diferencia de los FIM, un porcentaje del 90 % de su patrimonio debe estar invertido en activos de renta fija admitidos a negociación en una bolsa de valores o, en los términos que autorice la CNMV, en otros valores que por su vencimiento a corto plazo o por las garantías de su realización gocen de elevada liquidez (véase: OM de 31 de julio de 1991 sobre valores de elevada liquidez). 31

La sociedad gestora está obligada a reembolsar las participaciones desde el mismo momento en que lo soliciten sus titulares. La sociedad gestora determinará diariamente el valor del patrimonio del fondo. 32

La comisión de gestión no puede superar los límites siguientes (art. 52 RIIC): 33

- Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 1,5 % de éste.
- Cuando se calcule en función de los resultados, el 15 % de éstos.
- Cuando se utilicen ambas variables, el 1 % del patrimonio y el 5 % de los resultados.

Las comisiones de suscripción y reembolso en los FIAMM no pueden exceder del 1 % y la retribución del depositario no puede ser superior al 1,5 por 1000 anual del patrimonio custodiado.

G) FONDTESOROS

Los Fondtesoros son una modalidad especial de fondos de inversión, promovidos por la DGTPF al amparo de lo dispuesto en la Orden de 7 de junio de 1990, a través de convenios con diversas sociedades gestoras, por virtud de los cuales determinados fondos de inversión utilizan esta denominación con la condición de que la totalidad de sus recursos se inviertan en Deuda del Estado (con la excepción de los afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez que no podrán representar más del 5 % del total). 33

Hay dos clases de Fondos de Inversión:

- «Fondos de Inversión FIM»: que invierten en Deuda del Estado a medio y largo plazo (fundamentalmente Bonos y Obligaciones).
- «Fondos de Inversión FIAMM»: que invierten en Deuda del Estado a corto plazo (fundamentalmente Letras del Tesoro).

Salvo las particularidades propias de la limitación de la clase de activos en que pueden invertir, se rigen por las reglas generales, antes señaladas, de los FIM y FIAMM. Sin perjuicio de las funciones de supervisión e inspección de los fondos atribuidos a la CNMV por la normativa vigente, la DGTPF atenderá las eventuales reclamaciones que los partícipes de los fondos acogidos al convenio hubieran formulado a las respectivas sociedades gestoras sin obtener adecuada respuesta (art. 3 OM de 7 de junio de 1990).

H) SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

- 34 Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria son instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero que se rigen por lo dispuesto en el artículo 33 LIIC y los artículos 71 a 74 RIIC. Recientemente la Ley 19/1992 de 7 de julio de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria ha aprobado un régimen fiscal especial que permitirá el desarrollo de estas instituciones.
- 35 El artículo 33.6 LIIC (en su nueva redacción) precisa que ni los socios ni los partícipes de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, ni las personas vinculadas con ellos podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de las mismas, ni ser titulares de otros derechos sobre los mismos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes. Tratándose de Fondos de Inversión Inmobiliaria los bienes y derechos de su titularidad podrán ser inscritos a su nombre en el Registro de la Propiedad.
- 36 En cuanto a su régimen fiscal, cuando tengan por objeto exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento, tendrán el mismo régimen tributario que las instituciones de inversión colectiva financieras. Asimismo la adquisición de las viviendas para arrendamiento gozan de una bonificación del 95 % del ITP y AJD.

Cuando tengan por objeto social exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para arrendamiento y, además, las viviendas representen el 50 % del activo, el tipo de gravamen del IS será del 7 % y la bonificación del 95 % del ITP y AJD se limitará a la adquisición de viviendas destinadas a arrendamiento.

La aplicación del citado régimen fiscal exige que los bienes inmuebles que integren el activo de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la CNMV.

Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria con un objeto distinto tributan conforme al régimen general (35 % en el IS)

7. Sociedades Gestoras y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva

A) SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva deben ser sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo sea la administración y representación de instituciones de inversión colectiva y que reúnan los demás requisitos establecidos en la LIIC y su Reglamento (art. 53 y siguientes). 1

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva adquirirán tal carácter mediante la autorización de su proyecto de constitución por la CNMV e inscripción en el Registro especial correspondiente. Sus recursos propios serán, al menos, de 50 millones de pesetas, aumentados en el 5 por 1.000 del valor real del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva que administren que no exceda de 10.000 millones de pesetas y un 3 por 1.000 del exceso sobre dicha cifra. Sus acciones deben ser nominativas. 2

Es obligatoria la constitución de un consejo de administración como órgano de representación y administración y que los miembros del consejo tengan una reconocida honorabilidad comercial y profesional así como que la mayoría de ellos cuente con conocimiento y experiencia adecuados en materias relacionadas con los mercados financieros. Las sociedades gestoras no pueden emitir obligaciones, pagarés ni efectos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos. Sólo podrán acudir al crédito para financiar activos de libre disposición con un límite máximo del 20 % de sus recursos propios. 3

En particular, las sociedades gestoras de fondos de inversión tienen como funciones las siguientes (art. 54 RIIC): 4

— Redactar el reglamento de gestión del fondo y otorgar, con el depositario, la escritura pública de constitución.

- Ejercer, en exclusivo beneficio de los partícipes, todos los derechos derivados de los títulos integrados en el fondo.
- Llevar la contabilidad del fondo.
- Determinar el valor de las participaciones.
- Emitir, en unión del depositario, los certificados de participación en el fondo.
- Autorizar el reembolso de las participaciones señalando al depositario su valor.
- Acordar, si procede, la distribución de resultados del ejercicio.
- Seleccionar los valores que deben integrar el fondo.

B) DEPOSITARIOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

- 5 Pueden ser depositarios de instituciones de inversión colectiva, los bancos, las cajas de ahorro, las sociedades y agencias de valores y las cooperativas de crédito. Cada institución de inversión colectiva tendrá un sólo depositario (art. 55 RIIC).

Ninguna entidad puede ser depositaria de fondos de inversión gestionados por una sociedad perteneciente al mismo grupo ni de sociedades de inversión mobiliaria de capital variable en que se de la misma circunstancia, salvo cuando cumplan las normas de separación entre ambas establecidas reglamentariamente (art. 55 RIIC).

- 6 El depositario es responsable de la custodia de los valores integrados en el patrimonio de la correspondiente institución de inversión colectiva, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.
- 7 En particular, las entidades depositarias de sociedades de inversión mobiliaria capital variable y fondos de inversión tienen las siguientes funciones (art. 56 RIIC):
- Redactar el reglamento de gestión de los fondos de inversión otorgando, en unión de la sociedad gestora, la escritura de constitución.
 - Asumir la función de vigilancia ante los partícipes y accionistas, observando que las decisiones de la institución o de la sociedad gestora se ajustan a la legalidad.
 - Emitir, en unión de la sociedad gestora, los resguardos de participación en los fondos.

- Cumplimentar la suscripción de participaciones cobrando el importe correspondiente.
- Satisfacer, por cuenta de los fondos, los reembolsos de participaciones autorizados por la sociedad gestora.
- Pagar los dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación.
- Efectuar por cuenta de las instituciones las operaciones de compra y venta de valores y cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos.
- Recibir los valores de las instituciones y constituirlos en depósito, garantizando su custodia y expidiendo los resguardos justificativos.
- Recibir y custodiar los activos líquidos de las instituciones.

8. Las Sociedades Gestoras de Carteras

Las sociedades gestoras de carteras están reguladas en el Título IV 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva y de su reglamento (RD 1393/1990 de 2 de noviembre) y sujetas a la supervisión de la CNMV. Tienen por objeto exclusivo la gestión y administración de carteras de valores y demás activos financieros. Ninguna otra entidad podrá desarrollar dichas actividades con carácter habitual sin estar inscrita en el registro de sociedades gestoras de la CNMV, con las excepciones previstas en la LMV (sociedades y agencias de valores, bancos y cajas de ahorros) (DA 6.20 de la LMV en relación con los artículos 71 y 76 LMV).

Para la constitución de sociedades gestoras de carteras no se exige 2 autorización administrativa previa, aunque deben inscribirse en el registro especial de la CNMV, una vez acreditada la inscripción de la correspondiente escritura de constitución en el Registro Mercantil. A la solicitud de inscripción en el registro de la CNMV deberá acompañarse una memoria en la que figure la estructura de la organización y la relación de medios personales y materiales, relación de socios, de administradores y directores generales (art. 81 RIIC).

El artículo 82 del RIIC impone a las sociedades gestoras de carteras 3 los siguientes requisitos para su funcionamiento:

- La relación de sus socios debe ser pública. Cuando se trate de sociedades anónimas sus acciones serán nominativas.

- Deben someter a la CNMV, con carácter previo a su aplicación, los modelos de contrato-tipo con los que se propongan efectuar su actividad.
 - Sus administradores deberán contar con una reconocida honrrabilidad comercial o profesional, así como con conocimientos y experiencia adecuados.
 - Deben mantener unos recursos propios no inferiores al resultado de sumar a 10.000.000 pesetas, un 5 por 1.000 del volumen patrimonial administrado en lo que éste no exceda de diez mil millones de pesetas y un 3 por 1.000 en lo relativo al exceso.
 - Las personas que tengan encomendada su dirección, gestión o representación no pueden realizar funciones similares en las entidades emisoras de los valores que formen parte de las carteras administradas por las sociedades gestoras, salvo que esta circunstancia sea notificada de forma fehaciente al titular de los valores administrados.
- 4 Las sociedades gestoras de carteras deben publicar una memoria anual que incluya el balance y cuenta de resultados y un informe explicativo del ejercicio, la relación de socios y administradores, las tarifas a cobrar al público, y el volumen del patrimonio administrado o asesorado (art. 83.1 RIIC).
 - 5 Los estados financieros anuales deben ser aprobados por los administradores en el plazo de tres meses desde el fin del ejercicio social y sometidos a auditoría de cuentas. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación, la CNMV, están facultados para regular las normas contables y modelos a que debe sujetarse la información financiera de las sociedades gestoras de carteras y la periodicidad con que debe ser remitida a la CNMV (art. 83.2, 3 y 4 RIIC).
 - 6 Es aplicable a las sociedades gestoras de carteras la obligación de hacer públicas las participaciones en su capital en iguales términos que para las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo con la excepción de que los porcentajes considerados como significativos son el 20 % y todos sus múltiplos (art. 83.5 RIIC).
 - 7 Por último señalar que las sociedades gestoras de carteras pueden transformarse en sociedades o agencias de valores siempre que cumplan todas las condiciones establecidas para la autorización e inscripción de las mismas y que la suma del valor de su patrimonio neto y de las aportaciones previstas en efectivo sea superior a la cifra mínima de capital establecida para las sociedades y agencias de valores, lo que exige la presentación de un balance auditado y cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud (DA 4ª RIIC).

9. Los Fondos de Titulización Hipotecaria

A) LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) han sido regulados por primera vez en España por la Ley 19/1992 de 7 de julio. Estos Fondos pretenden facilitar el desarrollo de las operaciones de titulización (véase el Capítulo I) que permitan a los bancos y otras entidades de crédito ceder sus préstamos hipotecarios, a través de la emisión de participaciones hipotecarias, generando así nuevos recursos que aplicar a la financiación inmobiliaria, abaratando los costes de ésta. Los Fondos agrupan las participaciones hipotecarias emitiendo valores homogéneos de renta fija susceptibles de negociación en mercados organizados. Su función es, por tanto, la de constituir un «pool» de préstamos hipotecarios que permitan a los inversores diversificar sus riesgos y mejorarlos a través de diversos mecanismos complementarios (créditos, seguros, swap, etc.). En definitiva, una participación hipotecaria supone participar en un conjunto de préstamos hipotecarios. 1

De acuerdo con esta filosofía, los FTH constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, integrados en cuanto a su activo por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del FTH sea nulo. 2

La constitución de FTH deberá ser objeto de verificación y registro por la CNMV. La constitución del fondo se formalizará en escritura pública en la que: 3

- Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo y, en su caso, las reglas de sustitución y amortización anticipada.
- Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir.
- Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el Fondo.

Los FTH no se inscribirán en el Registro Mercantil y se extinguirán al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen. Podrá preverse la amortización anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortizar sea inferior al 10 % del inicial. 4

Las participaciones hipotecarias agrupadas en los FTH deberán ajustarse a la LMH (véase el Capítulo IX *infra* en relación con los títulos del mercado hipotecario) y tener un vencimiento igual al de los préstamos participados. 5

- 6 Los valores emitidos con cargo a los FTH podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, derecho de prelación de cobro, etc. No obstante, los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al fondo deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él. Los valores emitidos con cargo a los FTH no se inscribirán en el Registro Mercantil ni quedaran sujetos a la Ley 211/1964 de 24 de diciembre sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas, pero deberán ser objeto de calificación por una agencia de «rating» reconocida por la CNMV. Estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta y deberá solicitarse su admisión a negociación en un mercado oficial u organizado establecido en España.

Para aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés de las participaciones hipotecarias o transformar las características financieras de los valores, pueden contratarse por cuenta del Fondo permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras de cobertura.

- 7 Los rendimientos de las participaciones hipotecarias que constituyan ingreso de los FTH estarán exentos de retención. Ello no obstante los FTH tributarán por el IS al tipo general (35 %), aunque previsiblemente sus ingresos y gastos estarán equilibrados. Los rendimientos satisfechos a los titulares de los valores emitidos con cargo a los FTH tendrán la consideración de rendimientos de capital mobiliario sujetos a retención.

B) LAS SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

- 8 La administración y representación legal de los FTH corresponderá a las sociedades gestoras que los hubieran creado. Se trata de sociedades especiales, distintas de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, aunque inspiradas en éstas, cuyo objeto social exclusivo es precisamente la creación de FTH.

La creación de sociedades gestoras de FTH está sujeta a autorización del Ministro de Economía y Hacienda previo informe de la CNMV. Una vez autorizadas y otorgada la escritura de constitución deberán inscribirse en el Registro Mercantil y en el Registro especial de la CNMV. La Ley no establece el capital mínimo de estas entidades aunque permite que reglamentariamente pueda limitarse la participación máxima de una misma persona o entidad en su capital.

Las sociedades gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más FTH. Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los FTH que administren.

Las sociedades gestoras y los FTH que administren quedarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV.

La administración de los FTH por las sociedades gestoras estará exenta del IVA. 9

**EL MERCADO DE VALORES: NORMAS DE CONDUCTA,
REGIMEN DISCIPLINARIO Y CRISIS
DE LAS ENTIDADES DE VALORES****1. Regulación**

Como ya hemos puesto de manifiesto en el Capítulo I, una de las mayores preocupaciones del legislador al redactar la LMV fue la de recoger unas normas de conducta inspiradas en las recomendaciones y propuestas de la CEE (Código de Conducta Europeo en las transacciones sobre valores mobiliarios de 27 de julio de 1977) encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores y a velar por la transparencia del mercado. El cumplimiento de estas normas es básico para el funcionamiento y el prestigio de los mercados y por ello la LMV ha sido especialmente rigurosa regulando la prohibición de utilización privilegiada, el deber de dar prioridad a los intereses del cliente, la creación de «murallas chinas» entre departamentos, los deberes de información periódica y sobre hechos relevantes de los emisores de valores, la declaración de participaciones significativas, etc.

Con posterioridad a la LMV se han reforzado aún más estas obligaciones. Así, la LSA ha introducido una nueva regulación sobre la autocartera de las sociedades anónimas estableciendo normas más estrictas y obligación de declaración de la autocartera para las sociedades cotizadas. Asimismo la Ley 9/1991 de 27 de marzo, recogiendo una profunda preocupación social, ha modificado los artículos 81, 99, 100, 102, 103 y 105 de la LMV para regular el deber de guardar secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores y reforzar las sanciones en caso de incumplimiento de este deber o la utilización de información privilegiada y la Ley 13/1992 de 1 de junio ha modificado los artículos 99 y 100 de la LMV para sancionar el incumplimiento de las obligaciones de información en base consolidada. Adicionalmente se encuentra en tramitación un proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores que desarrolla los principios de la LMV en la materia.

Las normas anteriores (LMV, LSA y disposiciones de desarrollo) configuran el cuadro normativo básico de conducta que deben observarse en el mercado de valores español para lograr la existencia de un mercado transparente y con igualdad de oportunidades. A ellas hay que añadir las reglas contenidas en la LIIC y en la Ley 19/1992 de 7

de julio sobre régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

- 4 Por último, la aplicación de las normas de conducta se ha visto reforzada con la creación de la CNMV. Las sociedades rectoras de las bolsas también juegan un papel fundamental en la vigilancia de su cumplimiento. Así, cabe destacar la creación por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid de una «Comisión de Vigilancia del Mercado» (Circular 7/1991 de 18 de septiembre) a la que se atribuye la competencia de esclarecer el contenido y alcance de cuantos acontecimientos, hechos, noticias y decisiones sean relevantes o puedan incidir en el adecuado desarrollo de las actividades de la Bolsa de Madrid. Asimismo esta Bolsa ha instituido la figura del «Protector del Inversor» (Circular 8/1991 de 22 de octubre) a quien corresponde examinar y atender las quejas que cualesquiera personas o entidades le dirijan en relación con las operaciones efectuadas en la Bolsa de Madrid y ha establecido un Código General de Conducta de la Bolsa de Madrid (Circular 4/1992) y normas sobre realización de operaciones por parte del personal de esta Bolsa (Circular 5/1992).

2. El deber de guardar secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores

- 1 A diferencia de lo que sucede con el secreto bancario (véase el Capítulo IV *supra*) que carece de regulación legal, la Ley 9/1991 de 27 de marzo por la que se modifica el artículo 81 de la LMV incluye un primer párrafo que consagra el deber de guardar secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores.
- 2 Así, según la nueva redacción dada al artículo 81.1 de la LMV, todas las personas que actúen en los mercados de valores, ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos deberá salvaguardar dichos datos e informaciones.

Nótese que se trata de una obligación muy amplia que se refiere no sólo a las informaciones privilegiadas (tal y como se definen en la LMV y que veremos más adelante) sino a todas las informaciones relacionadas con el mercado de valores que no tengan la consideración de información pública de acuerdo con la propia LMV (sobre las informaciones que tienen este carácter véase el artículo 43 LMV) y a todas las personas que posean dichos datos o informaciones.

El deber de salvaguardar tales informaciones se plantea igualmente en términos amplios, no sólo de guardar secreto sobre los mismos sino

de impedir que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva y desleal y se impone incluso el deber de denunciar los casos en que ello hubiere tenido lugar y de tomar las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse. Como límite a este deber se establecen las obligaciones de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en la LMV o en otras leyes aplicables.

El incumplimiento del deber de secreto se tipifica como infracción grave de la LMV y se prevé expresamente que se impondrá en todo caso la sanción de amonestación pública y además una de las demás sanciones previstas en el artículo 103 de la LMV sin que la multa pueda ser inferior a 2.000.000 pesetas ni superior a 5.000.000 pesetas. 3

Como ya hemos señalado, el deber de secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores, al igual que el secreto bancario, tiene sus límites frente a las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en la LMV o en otras leyes. La LMV limita el deber de secreto frente a la CNMV ya que ésta, según dispone el artículo 85, puede recabar de las personas sujetas al régimen de supervisión establecido en dicha Ley cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de la LMV. Con el fin de allegar dichas informaciones la CNMV puede realizar cuantas inspecciones considere necesarias existiendo obligación de poner a su disposición cuantos libros, registros y documentos la CNMV considere precisos. 4

Las informaciones o datos reservados que la CNMV obtenga en ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección están igualmente sujetas al deber de secreto (art. 90 LMV) y no podrán ser divulgadas a ninguna persona o entidad, a salvo de lo dispuesto en las leyes. Esta obligación de guardar secreto afecta también a todo el personal de la CNMV, aún cuando hayan dejado de prestar sus servicios en la misma. La reserva se entenderá levantada cuando los interesados hagan públicos los hechos a que aquella se refiera. El incumplimiento del deber de secreto por la CNMV es susceptible de constituir un delito de revelación de secretos tipificado en el artículo 367 del Código Penal según la nueva redacción dada por la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo. 5

La obligación de secreto que afecta a la CNMV no es obstáculo, según el artículo 90.2 de la LMV, para que ésta colabore con organismos de supervisión similares de otros países intercambiando las informaciones pertinentes. No obstante, en el caso de que tengan carácter confidencial o reservado, el suministro de las mismas estará subordinado a que exista reciprocidad y a que los organismos afectados o el personal que ejerza o haya ejercido una actividad en los mismos estén 6

sometidos al secreto profesional en condiciones equiparables a las establecidas en España.

3. El deber de establecer «murallas chinas»

- 1 El artículo 83 LMV establece que «toda entidad que actúe o pretenda actuar en los mercados de valores o preste servicios de asesoramiento sobre inversión en los mismos deberá asegurarse que la información derivada de estas actividades no esté al alcance, directa o indirectamente, del personal de la propia entidad que trabaje en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma y sin posibilidad de que surjan conflictos de interés entre las mismas».
- 2 La norma citada consagra, por primera vez en España, el deber de establecer lo que internacionalmente se conoce como «murallas chinas» (*chinese walls*). La razón de ser de estas «murallas chinas» es evitar que se produzcan trasvases de información dentro de la propia entidad. Es decir, por ejemplo, que los gestores de carteras no conozcan las órdenes de compra y venta que reciben los operadores ni estos conozcan que el departamento de fusiones o adquisiciones está preparando una OPA.
- 3 Se refuerza de esta forma el deber de secreto al que nos hemos referido con anterioridad en el sentido que éste no sólo es aplicable respecto de terceros sino incluso respecto del personal de la propia entidad que trabaje en otro departamento. Al mismo tiempo es una norma preventiva que trata de evitar el uso de información privilegiada para operar en los mercados de valores a lo que nos referiremos en la pregunta siguiente.
- 4 Ello no obstante, el artículo 83 no está bien redactado. Recoge un supuesto específico: prohibición de que las entidades de valores pasen información al personal que trabaje en otro sector de actividad. Sin embargo, el supuesto normal no es este sino el contrario: el traspaso de información entre departamentos que trabajan en el mismo sector de actividad (el mercado de valores) o la utilización de información obtenida en otros sectores (en un banco, por ejemplo, por virtud de operaciones bancarias) para operar en el mercado de valores (compra de títulos de una entidad a la que se acaba de conceder un préstamo y de la que se dispone información por este motivo).
- 5 En cualquier caso, la defectuosa redacción del artículo 83 no es obstáculo para alcanzar el objetivo pretendido pues, además del supuesto específico contemplado, consagra una regla general («que cada función se ejerza de forma autónoma y sin posibilidad de que surjan

conflictos de intereses entre las mismas») que implica el deber de confidencialidad y de establecer «murallas chinas». Ello supone que las entidades de valores y demás entidades que pretendan actuar en los mercados de valores deben adoptar los procedimientos internos necesarios para garantizar que los empleados de un departamento no tengan acceso a la información confidencial de otros. El deber es doble: establecer los procedimientos y hacerlos cumplir.

El incumplimiento de esta obligación constituye infracción grave de la LMV tipificada en el artículo 100.m) y sancionable con arreglo a la misma (véase el apartado 12 siguiente). 6

4. La prohibición de utilizar información privilegiada

La preocupación por evitar la utilización de información privilegiada en los mercados de valores se ha generalizado en los últimos años a raíz de determinados escándalos financieros internacionales. La razón de la prohibición del uso de estas informaciones está en la desigualdad de oportunidades que produce entre una y otra parte, de forma que puede hablarse con bastante fundamento que la persona que opera con dicha información está estafando a su contraparte. De ahí que en muchos países se haya tipificado la utilización de información privilegiada o «insider trading» como delito. 1

Como hemos tenido ocasión de estudiar en el Capítulo II, la Directiva comunitaria 89/592 CEE obliga a los Estados miembros a prohibir la utilización de información privilegiada en las operaciones en los mercados de valores. Se deja no obstante a cada Estado miembro decidir si la infracción debe ser sancionada penal o administrativamente. 2

En España, la LMV estableció por vez primera la prohibición de utilización de información privilegiada para la realización de operaciones en los mercados de valores imponiendo una sanción de carácter administrativo. Posteriormente, la Ley 9/1991 de 22 de marzo, consecuencia del creciente rechazo social a este tipo de conductas, modificó el artículo 81 de la LMV precisando el ámbito de aplicación del mismo y agravando las sanciones aplicables en caso de infracción. Al propio tiempo la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo por la que se modificó el Código Penal tipificó como delito el uso por funcionario público o autoridad de información privilegiada que hubiera tenido conocimiento por razón de su cargo. El proyecto de Código Penal incluye la utilización de información privilegiada como delito, culminando así un proceso en el que se ha pasado en pocos años de tratarse 3

de una conducta no sancionable, a ser una infracción administrativa y finalmente un delito.

- 4 Por lo que se refiere a la legislación vigente, según el artículo 81.2 de la LMV en su nueva redacción, todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá de abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las conductas siguientes:
- Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la información se refiera.
 - Comunicar dicha información a terceros, salvo en ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones.
 - Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información.

Nótese la amplitud de sujetos a los que se refiere («todo el que disponga de alguna información privilegiada») cualquiera que sea la forma en que la hubiera obtenido, sin que se exija una vinculación laboral, profesional o por razón de cargo. Cubriría al que hubiera recibido un soplo («tippee»); al taxista o al camarero que hubiera oído una conversación entre clientes y a los consejeros, empleados, auditores, abogados, etc. La Ley también cubre al accionista que, directamente o a través de un empleado, es consejero de una sociedad y obtiene información privilegiada. En cualquier caso es necesario el elemento de intencionalidad, es decir, que dichas personas sean conscientes que se trata de una información privilegiada e intenten aprovecharse de ella.

- 5 En cuanto al concepto de información privilegiada se entiende por tal, a efectos de la LMV, toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores.
- 6 Por lo que se refiere a las sanciones, la LMV, en su nueva redacción dispone que se imponga en todo caso la sanción de multa (que no podrá ser inferior a 5.000.000 pesetas) y, además, una de las demás sanciones previstas en el artículo 102 de la LMV y que estudiaremos más adelante.
- 7 Como ya hemos señalado, en caso de que la infracción sea cometida por un funcionario público o autoridad haciendo uso de un secreto o de una información privilegiada de la que hubiere tenido conocimiento por razón de su oficio o cargo la conducta es susceptible de ser calificada como delito tipificado en el artículo 368 CP y castigado con las penas de inhabilitación especial y multa por el importe del beneficio obtenido o facilitado a un tercero. Si resultare grave

daño para la causa pública o para tercero, las penas serán las de prisión menor e inhabilitación especial. A los efectos del artículo 368 CP se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón de oficio o cargo públicos y que no haya sido notificada, publicada o divulgada.

5. La prohibición de manipular las cotizaciones

El artículo 80.a) de la LMV establece la prohibición de provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones, lo que constituye la norma básica de actuación en los mercados de valores. El artículo 99.j) considera infracción muy grave de la LMV el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores. 1

El artículo 540 del CP, por su parte, condena a las penas de prisión menor y multa de a los que difundiendo noticias falsas o tendenciosas, empleando violencia, amenaza o engaño, o usando de cualquier otra maquinación, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, monedas, títulos o valores, o cualesquiera otras cosas, muebles o inmuebles, que fueran objeto de contratación. 2

Son requisitos esenciales para la aplicación del artículo 540 C.p. (cfr. ARROYO: *La manipulación de las cotizaciones de Bolsa* [1978] p. 181 y ss.): 3

- Haber operado al alza o a la baja (alterar los precios naturales o legítimos).
- Que el alza o la baja sean provocadas con la ayuda de medios fraudulentos.
- Que lo sea con intención de alterar aquellos precios.
- Es suficiente que existan maniobras fraudulentas con el fin de alterar los precios aunque no se logre tal alteración.

Se observa pues una sustancial identidad entre el artículo 540 del CP y los artículos 80.a) y 99.j) de la LMV lo que plantea el problema de la concurrencia de infracciones administrativas y delitos penales. Según el artículo 96 de la LMV el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere dicha Ley es independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. Sin embargo, este artículo debe ser interpretado restrictivamente pues supone una derogación del principio general conocido como *non bis in idem* que supone que no recaiga duplicidad de sanciones —administrativas y penales— 4

en los casos en que se aprecie identidad del sujeto, hecho y fundamento sin existencia de una relación de supremacía especial de la Administración (STC de 30 de enero de 1981) (sobre este punto véase el Capítulo IV *supra*).

- 5 Por otra parte, uno de los problemas más delicados en relación con la manipulación de las cotizaciones es establecer la línea divisoria entre esta infracción y lo que se conoce vulgarmente como «cuidar la cotización», que es una práctica que realizan numerosas sociedades y bancos cotizados comprando o vendiendo valores con cargo a su autocartera. La diferencia fundamental está en el elemento de intencionalidad (como se puso de manifiesto en el caso de Cafeterías Minnesota, S.A., citado por ARROYO, op. cit. p. 184 y ss.). En el «cuidado de la cotización» no hay intención fraudulenta sino que lo que se pretende es dar liquidez a los inversores sin que la cotización deje de seguir su natural tendencia. Además se imponen límites a la autocartera (5 %), que estudiaremos más adelante, y se exige una comunicación de todas las adquisiciones que superen el 1 % del capital de forma que el mercado conozca las operaciones que realiza la sociedad sobre sus propias acciones. En cualquier caso los administradores deben ser especialmente cautelosos en estas operaciones, respetando el principio de igualdad de trato entre los accionistas y las obligaciones establecidas por la LSA y la LMV (véase el apartado 11 siguiente).

6. El deber de asesorar lealmente al cliente

- 1 El deber de asesorar lealmente al cliente no está expresamente recogido en la LMV. Sin embargo este deber tiene una gran importancia ya que es muy frecuente que los inversores soliciten asesoramiento de los miembros del mercado antes de realizar sus inversiones. Además éstos publican regularmente informes en los que incluyen recomendaciones de comprar, mantener o vender determinados valores que influyen en las decisiones de sus clientes.
- 2 Pues bien, al igual que sucede con las entidades de crédito (véase el Capítulo IV *supra*), el principio de buena fe exige que la información que las entidades de valores faciliten a sus clientes sea veraz y que el asesoramiento que presten, que incluye necesariamente un juicio de valor, se base en hechos ciertos y responda a un criterio lógico y fundamentado. En caso contrario, la entidad incumplidora responderá por los daños y perjuicios que pudiera causar a sus clientes. En este punto se exige a los miembros del mercado una especial diligencia en sus informes y recomendaciones ya que son profesionales y los clientes normalmente no, por lo que tienden a confiar en las recomendaciones

de su asesor (sobre la relación de confianza y la responsabilidad por la omisión del deber de asesorar véase igualmente el Capítulo IV).

En este sentido el proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores establece las siguientes obligaciones en relación con la información a los clientes: 3

(i) Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión, y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos.

(ii) Las entidades deberán disponer de los sistemas de información necesarios y actualizados con la periodicidad adecuada para proveerse de toda la información relevante al objeto de proporcionarla a sus clientes.

(iii) La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo, para evitar su incorrecta interpretación, y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos.

(iv) Toda información que las entidades, sus empleados o representantes divulguen a sus clientes debe representar la opinión de la entidad sobre el asunto de referencia y estar basada en criterios objetivos, sin hacer uso de información privilegiada. A estos efectos, conservarán de forma sistematizada los estudios o análisis sobre la base de los cuales se han realizado las recomendaciones.

(v) Las entidades deberán informar a sus clientes con la máxima celeridad de todas las incidencias relativas a las operaciones contratadas por ellos, recabando de inmediato nuevas instrucciones en caso de ser necesario al interés del cliente. Sólo cuando por razones de rapidez ello no resulte posible, deberán proceder a tomar por sí mismas las medidas que, basadas en la prudencia, sean oportunas a los intereses de los clientes.

(vi) Deberán manifestarse a los clientes las vinculaciones económicas o de cualquier otro tipo que existan entre la entidad y otras entidades que puedan actuar de contrapartida.

(vii) Las entidades que realicen actividades de asesoramiento a sus clientes deberán:

- Comportarse leal, profesional e imparcialmente en la elaboración de informes.
 - Poner en conocimiento de los clientes las vinculaciones relevantes, económicas o de cualquier otro tipo, que existan o que vayan a establecerse, entre dichas entidades y las proveedoras de los productos objeto de su asesoramiento.
 - Abstenerse de negociar para sí antes de divulgar análisis o estudios que puedan afectar a un valor.
 - Abstenerse de distribuir estudios o análisis que contengan recomendaciones de inversiones con el exclusivo objeto de beneficiar a la propia compañía.
- 4 Por otra parte, consistente con el principio de asesorar lealmente a la clientela, las entidades que operen en los mercados de valores están obligadas a identificar adecuadamente a sus clientes. A este respecto el proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación impone los siguientes deberes:
- Las entidades solicitarán de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetos de inversión cuando sea relevante para los servicios que se vayan a proveer.
 - La información que las entidades obtengan de sus clientes, tendrá carácter confidencial y no podrá ser utilizada en beneficio propio o de terceros.
 - Las entidades deberán establecer sistemas de control interno que impidan la difusión o el uso de las informaciones obtenidas de sus clientes.

7. El deber de dar prioridad a los intereses de los clientes

- 1 El artículo 79 de la LMV consagra el principio que toda persona o entidad que actúe en un mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberá dar absoluta prioridad al interés de su cliente (lo que supone la concreción en el mercado de valores de la obligación de todo comisionista de dar prioridad a los intereses del comitente). El citado artículo precisa, además, que cuando exista conflicto de intereses entre distintos clientes no debe privilegiarse a ninguno de ellos (principio de paridad).
- 2 Estos principios generales se concretan en el artículo 80 LMV, de forma enunciativa, en la prohibición de las siguientes conductas:

- Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.
- Atribuirse a sí mismos uno o varios valores cuando tengan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.
- Anteponer la venta de valores propios a los de sus clientes cuando éstos hayan ordenado vender la misma clase de valor en idénticas o mejores condiciones.

La infracción de estos deberes se considera como infracción grave de la LMV tipificada en el artículo 100.n) de dicho texto legal.

Adicionalmente, el proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores establece las siguientes reglas: 3

- Cuando se negocien órdenes de forma agrupada por cuenta propia y ajena, la distribución de los valores adquiridos o vendidos o de los potenciales beneficios, tanto si la orden se ejecuta total o parcialmente, debe asegurar que no se perjudica a ningún cliente.
- Una entidad no deberá, sin perjuicio de la libertad de contratación y de fijación de comisiones, ofrecer ventajas, incentivos, compensaciones o indemnizaciones de cualquier tipo a clientes relevantes o con influencia en la misma cuando ello pueda suponer perjuicios para otros clientes o para la transparencia del mercado.
- No se deberá inducir a la realización de un negocio a un cliente con el fin exclusivo de conseguir el beneficio propio. En este sentido, las entidades se abstendrán de realizar operaciones con el exclusivo objeto de percibir comisiones o multiplicarlas de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.
- Las entidades no deberán actuar anticipadamente por cuenta propia ni inducir a la actuación de un cliente cuando el precio pueda verse afectado por una orden de otro de sus clientes.
- Las entidades, o las personas que en ellas trabajen, no deberán solicitar o aceptar regalos o incentivos, directos o indirectos, cuya finalidad sea influir en las operaciones de sus clientes o que puedan crear conflictos de interés con otros clientes, ya sea distorsionado su asesoramiento, violando la discreción debida o por cualquier otra causa injustificada.
- Las entidades deben actuar con cuidado y diligencia en sus operaciones, realizando las mismas según las estrictas instrucciones de sus clientes, o en su defecto, en los mejores términos y teniendo siempre en cuenta los reglamentos y usos propios de cada mercado.
- Las entidades deberán evitar los conflictos de interés entre clientes, y cuando éstos no puedan evitarse, disponer de los mecanismos

internos necesarios para resolverlos, sin que haya privilegios en favor de ninguno de ellos.

- No deberán, bajo ningún concepto, revelar a unos clientes las operaciones realizadas por otros.
- No deberán estimular la realización de una operación por un cliente con objeto de beneficiar a otro.
- Deberán establecer reglas generales de prorrateo o de distribución de las órdenes ejecutadas que eviten conflictos en operaciones que afecten a dos o más clientes.

- 4 Por su parte, el artículo 29 de la LIIC establece el principio de que las sociedades gestoras y los depositarios de instituciones de inversión colectiva deben actuar en interés de los partícipes en las inversiones y patrimonios que administren y custodien. Los depositarios ejercen, además, la función de vigilancia y garantía ante los partícipes y accionistas, velando para que la gestión realizada por las sociedades gestoras de instituciones de inversión se ajuste a las disposiciones legales y reglamentarias.

En consecuencia, las sociedades gestoras y los depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones legales y reglamentarias.

La sociedad gestora y el depositario están obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes. En el caso de que sea el depositario el responsable de los perjuicios, la responsabilidad podrá ser reclamada por los partícipes, bien en forma directa bien indirectamente a través de la sociedad gestora.

- 5 Asimismo, con el fin de salvaguardar los intereses de los clientes y de evitar abusos por parte de los miembros de los mercados y de los gestores de carteras, la LMV contiene una serie de cautelas y limitaciones que deben respetarse en la actuación por cuenta propia de estos intermediarios.

Así, el artículo 40 de la LMV dispone que quien ostente la condición de miembro de un mercado oficial no puede operar por cuenta propia con quien no tenga esa condición sin que quede constancia explícita por escrito, de que este último ha conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación. Esta obligación no es aplicable a las operaciones realizadas por las entidades de valores en mercado abierto pues desconocen la identidad de la contraparte. Su ámbito de aplicación se restringe pues a las operaciones a cambio convenido realizadas con quienes no sean miembros de un mercado oficial (nótese que los bancos, cajas de ahorros y algunos inversores institucionales aunque no sean miembros de la bolsa lo son del mer-

cado de deuda pública en anotaciones o del mercado de opciones y futuros por lo que no les sería aplicable este precepto). La obligación es la de obtener el consentimiento por escrito y *a priori* lo que puede plantear dificultades en la práctica dado que las órdenes se dan muchas veces por teléfono.

Por su parte, el artículo 71.j) del mismo texto legal establece que los gestores de carteras de valores de terceros no pueden negociar por cuenta propia con los titulares de los valores objeto de la gestión (sobre el contrato de gestión de carteras véase el Capítulo XI.5). 6

8. El deber de establecer reglamentos internos de conducta y de contar con los medios y capacidades para realizar la actividad

El proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores establece la obligación de las entidades que presten servicios relacionados con el mercado de valores de elaborar un código de conducta interno de la propia entidad, de obligado cumplimiento, que regulará la actuación de sus órganos de administración, dirección, empleados y representantes y cuyo contenido mínimo se precisa en el citado proyecto de Real Decreto. 1

Dichos reglamentos internos de conducta establecerán los correspondientes mecanismos de sanción de las infracciones que se produzcan, cuya imposición será independiente de las sanciones que, por el incumplimiento de lo establecido en la LMV y disposiciones de desarrollo en cuanto normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, les sean de aplicación.

Adicionalmente, las entidades rectoras de los distintos mercados secundarios podrán elaborar reglamentos de conducta de obligado cumplimiento para sus miembros que contribuyan a mejorar la transparencia del propio mercado y la correcta formación de los precios (este el caso del Código General de Conducta de la Bolsa de Madrid recogido en la Circular 4/1992 de su sociedad rectora). 2

Las asociaciones profesionales también podrán, con la supervisión de la CNMV, elaborar los reglamentos internos de conducta aplicables a sus miembros. La aceptación por éstos de dichos reglamentos podrá sustituir a la obligación individual de su elaboración.

Por otra parte, las entidades que presten servicios relacionados con el mercado de valores deben organizar y controlar sus medios de forma responsable, adoptando las medidas necesarias y empleando los recursos adecuados para realizar eficientemente su actividad. En con- 3

secuencia, según el proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores:

- Deberán establecer los procedimientos administrativos y contables necesarios para el adecuado control de las actividades que pretendan desarrollar y de sus riesgos, cerciorándose de que los sistemas de acceso y salvaguarda de sus medios informáticos son suficientes a tal fin.
- No aceptarán la realización de operaciones si no disponen de los recursos y medios para realizarlas adecuadamente.
- Deberán adecuar su expansión comercial, especialmente la referida a la apertura de sucursales y establecimientos de representación, a la existencia de los medios organizativos necesarios.
- Deberán asegurarse de que la información derivada de las respectivas actividades de los distintos sectores no se encuentra, directa o indirectamente, al alcance del resto, de manera que cada función se ejerza de manera autónoma («murallas chinas»; véase la pregunta tercera anterior). En todo caso, además de las barreras citadas anteriormente, deben establecerse las medidas necesarias para que en la toma de decisiones no surjan conflictos de interés, tanto en el seno de la propia entidad como entre las distintas entidades pertenecientes a un mismo grupo.
- Deberán adoptar los controles y medidas oportunas a los efectos de que los miembros de los órganos de administración, empleados y representantes cumplan con el código de conducta establecido.
- Deberán establecer los procedimientos y medios de control necesarios para evitar la realización por parte de los empleados y representantes de la entidad de actividades paralelas o fraudulentas con su clientela.
- Tanto las sociedades como los empresarios individuales deberán poner los medios necesarios para que en caso de cese o interrupción del negocio no sufran perjuicio los intereses de los clientes.

9. El deber de información periódica y sobre hechos relevantes de los emisores de valores

A) EL DEBER DE INFORMAR SOBRE HECHOS RELEVANTES

- 1 De acuerdo con el artículo 82 de la LMV, los emisores de valores tienen un *deber general de informar* al público, en el plazo más breve posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible

en la cotización de los mismos. La razón de ser de esta norma es asegurar la transparencia e igualdad de oportunidades en el mercado y prevenir el uso de información privilegiada. Una vez que la información se hace pública pierde ese carácter.

Si el emisor considera que la información no debe ser hecha pública por afectar sus intereses legítimos, debe informar inmediatamente a la CNMV que podrá dispensarle de tal obligación.

A título de ejemplo y sin que ello suponga una relación exhaustiva, la Circular 15/1990 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid considera hechos relevantes de obligada comunicación y publicación los siguientes:

1. Aumentos o reducciones de nominal de las acciones admitidas a negociación, que puedan suponer o no, ampliaciones o reducciones de capital
2. Acuerdos de transformación y fusión de sociedades que afecten al menos a un emisor con valores cotizados.
3. Ofertas públicas de venta, tanto de títulos admitidos a negociación como de los que pretendan su admisión.
4. Modificación de la naturaleza o clase de los títulos admitidos a negociación.
5. Acuerdos de amortizaciones anticipadas, totales o parciales de emisiones de renta fija cuyos títulos estén admitidos a negociación.
6. Opciones de conversión de títulos de renta fija, o ejercicio de «warrants».
7. Pago de dividendos activos sobre acciones admitidas a negociación.
8. Pago de dividendos pasivos de acciones parcialmente desembolsadas admitidas a negociación.
9. Convocatorias de junta de accionistas, ordinarias y extraordinarias, de sociedades cuyos títulos estén admitidos a negociación.
10. Convocatorias de asamblea de obligacionistas o bonistas, cuya emisión esté admitida a negociación.
11. Aumentos de capital sin negociación de derechos en bolsa, de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación.
12. Reducciones de capital, de sociedades cuyos títulos estén admitidos a negociación.
13. Modificación de las condiciones de emisiones de renta fija admitidas a negociación.

14. Resultados de amortizaciones por sorteo, totales o parciales, de emisiones de renta fija cuyos títulos estén admitidos a negociación.

15. Resultados de las opciones de conversión de títulos de renta fija o ejercicio de «warrants», con indicación del aumento de capital a realizar como consecuencia de los mismos.

16. Modificación de los tipos de interés indicados, de emisiones de renta fija admitidas a negociación.

17. Modificación de estatutos sociales de sociedades cuyos títulos estén admitidos a negociación.

18. Liquidación y disoluciones de sociedades cuyos títulos estén admitidos a negociación.

19. Admisión a negociación en una bolsa extranjera, de títulos admitidos a negociación en la Bolsa de Madrid.

20. Reembolso en los fondos de inversión que supongan una disminución superior al 20 % en el patrimonio de los FIM, y al 40 % en los FIAMM o al 35 % en los casos previstos en el artículo 35.3 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el RIIC.

21. Las operaciones de endeudamiento de las instituciones de inversión colectiva, desde el momento que impliquen que las obligaciones frente a terceros exceden del 5 % del activo de la institución, o más de un 10 % cuando sea por un período de un mes y para resolver dificultades transitorias de tesorería.

22. Modificación en la composición de los miembros del consejo de administración de las sociedades cuyos títulos estén admitidos a negociación.

23. Adquisición de acciones propias, o de la sociedad dominante que estén admitidas a negociación y que al menos suponga el 1 % de la misma.

3. Deben publicarse igualmente en el Boletín Oficial de Cotización los siguientes hechos significativos derivados de la información trimestral:

1. Aumentos o disminuciones significativas del inmovilizado.
2. Cambios significativos en la regulación institucional del sector.
3. Pleitos, litigios o contenciosos que puedan afectar de forma significativa a la situación patrimonial de la sociedad o del grupo.
4. Variación, respecto del último ejercicio, de los principios contables, criterios de valoración y métodos de cálculo de las correcciones de valor.

5. Acuerdos especiales de limitación, cesión o renuncia, total o parcial, de los derechos políticos y económicos de las acciones.

6. Acuerdos estratégicos con grupos nacionales e internacionales.

Los hechos relevantes contenidos en los números 1 al 4 de la Circular 15/1990 deben ponerse en conocimiento de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid con diez días de antelación mínima a la fecha del inicio del período de estampillado o canje. Los reseñados con los números 5 al 10, ambos inclusive, con cinco días de antelación a la fecha de realización del hecho. El resto de los hechos relevantes mencionados con los números 11 al 23 y los derivados de la información trimestral deben comunicarse a la mayor brevedad posible. 4

B) EL DEBER DE INFORMACIÓN PERIÓDICA

Adicionalmente, los emisores de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores deben remitir a la CNMV y a las sociedades rectoras de las bolsas en las que los mismos se negocien, la *información periódica* establecida en la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991 y que es la siguiente: 5

— Información semestral: se refiere al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día de cada semestre natural y será objeto de remisión no más tarde de los días 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año. La información semestral debe incluir los estados financieros completos con un detalle similar al requerido para los estados anuales.

— Información trimestral: se refiere al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día del primer y del tercer trimestres naturales y debe ser remitida no más tarde de los días 16 de mayo y 16 de noviembre de cada año. Debe incluir un avance de los resultados y otras informaciones relevantes.

Las fechas de referencia y plazos señalados para la remisión de la información periódica son también de aplicación a aquellas sociedades cuyo ejercicio se cierre en fecha distinta al 31 de diciembre, salvo en el caso de que la CNMV apruebe un régimen individual específico a solicitud de la entidad emisora. 6

La CNMV también puede, con carácter excepcional y por causas justificadas, a solicitud de la entidad emisora, eximir de divulgación algún aspecto o aspectos concretos de las informaciones contempladas en la Orden de 18 de enero de 1991, así como ampliar el plazo de su presentación siempre que tal omisión o aplazamiento no conlleven un perjuicio grave para las inversiones o para la estabilidad en los mercados. Esto es especialmente relevante para las sociedades extranjeras 7

que pueden tener problemas para facilitar la información trimestral ya que esta no se exige en todos los mercados.

En el caso de las entidades de crédito cuyos valores estén admitidos a negociación, los modelos de información periódica que deben remitir son los establecidos en la Circular 1/1992 de la CNMV de 27 de mayo.

- 8 Las sociedades rectoras tienen la obligación de facilitar la difusión de las informaciones trimestrales y semestrales que reciban mediante su publicación en el boletín de cotización dentro de los quince días siguientes a la finalización del plazo de remisión. Además, las sociedades rectoras y la CNMV mantendrán en sus locales, a disposición del público, los estados financieros y la información recibida de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación oficial.

C) EL DEBER DE SOMETER A AUDITORÍA DE CUENTAS LOS ESTADOS FINANCIEROS

- 9 Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial deben someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros (art. 35 LMV). El informe de auditoría, los estados financieros auditados y, en su caso, el informe de gestión, tendrán la consideración de información pública que deberá ser remitida no más tarde del día en que se publique el anuncio de la convocatoria de la junta general ordinaria. Las entidades emisoras obligadas legalmente a consolidar remitirán, además de la información que individualmente les corresponda, la relativa al grupo que dominen.
- 10 Si formuladas las cuentas anuales y el informe de gestión por los administradores aparecen divergencias respecto a la información semestral referida al 31 de diciembre ya remitida deberán informar a la CNMV y a las sociedades rectoras en el plazo de los diez días hábiles siguientes a aquél en que los administradores formulen las cuentas. La misma obligación existe en el caso de que el informe de auditoría contuviera discrepancias o salvedades respecto de las cuentas formuladas por los administradores. En este caso, el plazo de diez días hábiles para informar se cuenta desde la fecha de emisión del informe de auditoría (OM de 18 de enero de 1991).

D) OTRAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN. SANCIONES EN CASO DE INCUMPLIMIENTO

- 11 Sin perjuicio de las obligaciones de información antes expuestas, la CNMV está facultada por el artículo 89 de la LMV para ordenar a

los emisores de los valores y a cualquier otra entidad relacionada con los mercados de valores que pongan en conocimiento inmediato del público, hechos o informaciones significativas que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma.

El incumplimiento de las obligaciones de información está tipificado como infracción grave de la LMV de acuerdo con lo previsto en el artículo 100.j) de la misma. Sin perjuicio de lo anterior, en aquellos casos en los que la no remisión de la información pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones, la CNMV, en base al artículo 33 de la LMV y al artículo 12.2 de la Orden de 18 de enero de 1991, podrá proceder a acordar la suspensión de su negociación. La suspensión de la negociación no exime a la entidad emisora del cumplimiento de las obligaciones de información. 12

10. El deber de informar sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas

El principio general establecido por el artículo 53 de la LMV (desarrollado por el Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo, por la Orden Ministerial de 23 de abril de 1991 y por la Circular 2/1991 de 24 de abril de 1991 de la CNMV) es que quien, directa o indirectamente, adquiera o transmita una participación en una sociedad cotizada y como consecuencia de ello el porcentaje del capital que quede en poder del adquirente sea igual o superior al 5 %, así como todos los múltiplos de esta cifra hasta el 100 %, inclusive, o el que quede en poder del transmitente descienda por debajo de dichos porcentajes, deberá informar, en el plazo de siete días hábiles a la CNMV, a las sociedades rectoras de las bolsas en que cotice y a la sociedad afectada. 1

Los miembros de los consejos de administración de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valores están obligados a comunicar todas las adquisiciones o transmisiones de dichas acciones que realicen por sí, a través de sociedades que controlen o a través de otras personas interpuestas, con independencia de su cuantía (art. 53 LMV). 2

La admisión a negociación en una bolsa de valores de las acciones de una sociedad o el nombramiento de nuevos miembros del consejo de administración obliga a informar del porcentaje de participación en el capital en los términos descritos en los puntos anteriores.

Las informaciones resultantes de las comunicaciones de participaciones significativas se harán públicas mediante: 3

- Puesta a disposición de los accionistas que lo soliciten por las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en bolsa.
 - Difusión por las sociedades rectoras a través del sistema de información bursátil que establezcan.
 - Incorporación a los registros públicos de la CNMV.
- 4 Cuando los obligados a efectuar las comunicaciones de participación significativa estimen que las correspondientes informaciones deben quedar reservadas lo comunicarán así a la CNMV. Esta sólo puede exonerar del cumplimiento de la obligación cuando su divulgación fuese contraria al interés público o perjudicara de manera grave a las sociedades de que se trate, siempre y cuando, en este último caso, que la falta de publicación no induzca a error al público sobre hechos y circunstancias esenciales para la evaluación de los valores afectados. Se advierte una falta de referencia a razones de seguridad de las personas obligadas a efectuar las comunicaciones que debería ser razón suficiente para que la CNMV pudiera exonerar por aplicación analógica del artículo 82 LMV de la obligación de divulgación siempre que se justifique debidamente (riesgo de secuestro, amenazas, etc)
- 5 El incumplimiento del deber de informar sobre participaciones significativas o la información con una demora, respecto del plazo establecido, igual o superior a este último se considera infracción muy grave de la LMV [art. 99.p)]. No supone sin embargo la pérdida de los derechos de voto del adquirente.

11. El deber de informar sobre autocartera y adquisición de acciones propias

- 1 En línea con las reformas emprendidas en el mercado de valores, la Ley 19/1989 de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, ha introducido una nueva regulación que establece unos requisitos estrictos para la adquisición de acciones propias y de la sociedad dominante y que, en términos generales, prohíbe prestar asistencia financiera para la adquisición de acciones propias y de la sociedad dominante.
- 2 No es éste el lugar apropiado para realizar un análisis de los artículos correspondientes de la LSA. Desde la perspectiva de la legislación del mercado de valores, además de la propia existencia de las normas, lo que más interesa destacar es que la DA 1ª del Texto Refundido de la LSA reduce el límite de adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante, establecido en el artículo 75.2, en

relación con las acciones cotizadas en un mercado secundario oficial, al 5 % de la cifra del capital social (la regla general es el 10 %).

Adicionalmente, la DA 1ª LSA, establece que cualquier adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante cotizadas en un mercado secundario oficial que supere el 1 % de la cifra del capital social deberá comunicarse a la CNMV. La infracción de esta obligación se considera infracción grave de la LMV tipificada en el artículo 100.j) de la misma.

La forma y plazos en que deben realizarse las comunicaciones relativas a las adquisiciones de acciones propias está regulada en el RD 377/1991 de 15 de marzo y disposiciones de desarrollo (OM de 23 de abril de 1991 y Circular 2/1991 de 24 de abril de la CNMV).

12. Régimen disciplinario de la LMV

A) INTRODUCCIÓN Y NORMATIVA

La LMV contiene un régimen disciplinario particular que vamos a analizar a continuación y que permite la imposición de sanciones administrativas en caso de infracción de normas de ordenación del mercado de valores. Por otra parte, las instituciones de inversión colectiva están sujetas a un régimen disciplinario propio contenido en la LIIC que analizaremos en la pregunta siguiente.

El régimen disciplinario contenido en la LMV y en la LIIC responde a los mismos principios que el de la LDIEC resultando aplicables muchos de sus artículos. En este sentido nos remitimos a lo dicho en el Capítulo IV donde analizamos el régimen disciplinario de la LDIEC. Son igualmente aplicables los principios generales allí enunciados relativos a la relación con el Derecho penal y a la unidad disciplinar del Derecho penal y del Derecho administrativo sancionador.

B) SUJETOS

De acuerdo con el artículo 84 de la LMV están sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en la LMV, a cargo de la CNMV:

(i) *Las siguientes entidades reguladas en la LMV:*

— Las sociedades rectoras de las bolsas y de los mercados de opciones y futuros.

- El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- Las sociedades y agencias de valores.
- Quienes ostenten la condición de miembro de algún mercado secundario oficial.

(ii) *Las personas físicas y jurídicas siguientes en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores:*

- Los emisores de valores
- Las entidades y personas citadas en el segundo párrafo del artículo 76 (bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras del mercado de dinero) en cuanto se refiera a las actividades allí contempladas.
- Cualquier otra persona física o jurídica, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de la LMV y sus disposiciones complementarias (por ejemplo, una persona física que invierta con información privilegiada).

4 La Ley 13/1992 de 1 de junio de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras ha extendido el régimen de supervisión de la CNMV a las siguientes personas y entidades:

- Las que sin ser entidades de valores formen parte de los grupos consolidables de sociedades o agencias de valores contemplados en el artículo 86 LMV pero únicamente, a los efectos del cumplimiento en base consolidada de los requerimientos de recursos propios y de las limitaciones que se puedan establecer sobre las inversiones, operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados.
- Las entidades que formen parte de los grupos consolidables de los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores y del Servicio de Compensación y Liquidación de valores con los mismos límites que los grupos consolidables de sociedades o agencias de valores antes citados.
- Las personas físicas que por sí solas o actuando sistemáticamente en concierto con otras, controlen varias entidades de valores, y las sociedades holding cuya actividad principal sea la tenencia de una o varias entidades de valores.

5 A su vez la Ley 19/1992 de 7 de julio sobre Fondos de Titulización Hipotecaria establece (art. 6.3) que las sociedades gestoras y los Fondos de Titulización Hipotecaria que administren quedarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV.

6 Por último el artículo 95 de la LMV establece que quienes ostenten cargos de administración o dirección en entidades que infrinjan normas de ordenación o disciplina del mercado de valores incurrirán

en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a las disposiciones de la LMV [sobre la responsabilidad de los administradores véase la letra F) siguiente].

Sin embargo, la *competencia de la CNMV* debe matizarse en un doble sentido: 7

(i) *En relación con las Comunidades Autónomas*

La LMV reconoce la competencia de las Comunidades Autónomas que la tengan atribuida por sus respectivos Estatutos de Autonomía (País Vasco, Cataluña, Valencia, Galicia, Andalucía, Navarra y Canarias aunque esta última de ejecución; véase el Capítulo I anterior) para la supervisión, inspección y sanción en relación a las sociedades rectoras de las bolsas de valores y otros mercados secundarios establecidos en su territorio (caso del País Vasco, Cataluña y Valencia) y sobre sociedades y agencias de valores, miembros de algún mercado secundario oficial, emisores de valores, entidades contempladas en el artículo 76 LMV y demás personas físicas y jurídicas siempre que se trate de operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en bolsas o mercados secundarios ubicados en las Comunidades Autónomas de que se trate (cfr. DÍAZ RUIZ, «Reflexiones sobre competencias del Estado y de las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores» en *RDM*, núms. 193-194 [1989] p. 817). 8

Se ha limitado por tanto la competencia disciplinaria de las Comunidades Autónomas a las bolsas y demás mercados secundarios situados en su territorio y a las operaciones relacionadas con valores cotizados únicamente en dichas bolsas. Esta restricción responde al principio establecido por el TC de que las competencias que los Estatutos atribuyen a las Comunidades Autónomas deben entenderse exclusivamente limitadas, en cuanto a su aplicación, a los territorios respectivos (STC 72/1983 de 29 de julio y STC 49/1988 de 22 de marzo). 9

Adicionalmente, a los efectos del ejercicio de dichas competencias por las Comunidades Autónomas, la LMV establece que tendrán carácter básico los preceptos del Título VIII (régimen de supervisión, inspección y sanción), con excepción de las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. Con ello pretende evitarse que el régimen disciplinario del mercado de valores, al estar regulado por una Comunidad Autónoma, pudiera tener una ordenación totalmente distinta a las que en relación a ese tema venga establecida por las normas jurídicas estatales (STC 137/1986 de 6 de noviembre y STC 76/1986 de 9 de junio). 10

En todo caso, con el fin de clarificar esta materia, sería muy conveniente que la CNMV y las Comunidades Autónomas con competencia celebren los convenios previstos en el artículo 84 LMV al

objeto de coordinar sus respectivas actuaciones (no conocemos que hasta la fecha se haya firmado alguno de estos Convenios pero parece una tarea urgente).

b) *En relación con el Banco de España*

- 11 Las competencias de la CNMV están limitadas igualmente en relación con el Banco de España que tiene atribuidas facultades de supervisión e inspección sobre todos los titulares y entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones, así como sobre las actividades relacionadas con el mercado de valores realizadas por entidades inscritas en los registros a su cargo a que se refiere el artículo 76 LMV.

En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la CNMV y el Banco de España, ambas instituciones deben coordinar sus actuaciones bajo el principio de que la tutela última de la solvencia de las entidades financieras afectadas recae sobre la institución que mantenga el correspondiente registro y la del funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la CNMV (art. 87). La CNMV y el Banco de España deben suministrarse toda clase de informaciones susceptibles de contribuir al adecuado desarrollo de las actividades cuya supervisión última sea responsable cada una de ellas (art. 90 *in fine* LMV).

C) INFRACCIONES

- 12 Las infracciones se dividen en muy graves (art. 99), graves (art. 100) y leves (art. 101). Los artículos 99 y 100 incluyen una larga lista de conductas tipificadas como infracciones muy graves o graves cuya enumeración aquí resulta innecesaria remitiéndonos a los citados artículos.
- 13 Basta señalar que las infracciones muy graves o graves pueden clasificarse según el sujeto infractor en:
- Infracciones de los organismos rectores de los mercados de valores [art. 99.a), b), c), e) y m); art. 100.a), o) y p)].
 - Infracciones del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables [art. 99.a), c), e), f), g) y m); art. 100.o)].
 - Infracciones de los miembros de los mercados secundarios de valores [art. 99.d), h) y j); art. 100.c), d), e), i) y o)].
 - Infracciones de las sociedades y agencias de valores y de las entidades gestoras de anotaciones en cuenta [art. 99.e), k), l) y m); art. 100.g), h) y p)].

- Infracciones de los emisores de valores [art. 99.n) y ñ); art. 100.j)].
- Infracción de normas de conducta por personas o entidades sujetas a las mismas [art. 99.i) y o); art. 100.m) y n)].
- Otras infracciones tipificadas en la LMV [art. 99.p), q), r), s), t) y n); art. 100 b), f), l), o) y q)].

Por lo que se refiere a las infracciones leves, éstas no están tipificadas específicamente y según el artículo 101 LMV se consideran como tales aquellas infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a la LMV. 14

A los efectos anteriores, según el artículo 95 LMV, se consideran normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el artículo 84.1 de la LMV (organismos rectores de los mercados, Servicio de Compensación y Liquidación, sociedades y agencias de valores, miembros de algún mercado secundario oficial) o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el art. 84.2 (emisores de valores, entidades a las que se refiera el segundo párrafo del art. 76 LMV, otras personas físicas o jurídicas) y que sean de obligada observancia para las mismas. En particular se consideran incluidas entre las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores las Circulares que pueda aprobar la CNMV en uso de sus competencias. 15

Cuando las infracciones se produzcan por referencia a los grupos consolidables de sociedades o agencias de valores o de las que sean entidades dominantes las sociedades rectoras o el Servicio de Compensación y Liquidación se considerará responsable a la entidad obligada a formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados. 16

D) SANCIONES

Las infracciones *muy graves* se sancionarán con una de las siguientes sanciones (art. 102 LMV): 17

- Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta el 5 % de los recursos propios si se trata de una entidad o hasta cinco millones de pesetas en otro caso.

- Suspensión o limitación del volumen de las operaciones o de las actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores durante un plazo no superior a cinco años.
- Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial correspondiente por un plazo no superior a cinco años.
- Revocación de la autorización cuando se trate de sociedades o agencias de valores, sociedades gestoras de carteras o entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones.

No obstante lo anterior, en caso de incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 81 de la LMV respecto de las informaciones privilegiadas, la LMV dispone que se imponga en todo caso la sanción de multa (que no podrá ser inferior a 5.000.000 de pesetas) y, además, una de las demás sanciones previstas en el artículo 102.

- 18 Por la comisión de *infracciones graves* se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones (art. 103 LMV).

- Amonestación pública con publicación en el BOE.
- Multa por importe de hasta el tanto de los beneficios obtenidos como consecuencia de la infracción o, en el caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta el 2 % de sus recursos propios, si se trata de una entidad, o hasta dos millones de pesetas en otro caso.
- Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores durante un plazo no superior a un año.
- En caso de incumplimiento del deber de secreto se prevé expresamente que se impondrá en todo caso la sanción de amonestación pública y además una de las previstas en el artículo 103 sin que, en caso de multa, ésta pueda ser inferior a 2.000.000 de pesetas ni superior a 5.000.000 de pesetas.

- 19 Por la comisión de *infracciones leves* se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones (art. 104 LMV):

- Amonestación privada.
- Multa por importe de hasta 500.000 pesetas.

- 20 Para determinar la sanción aplicable en cada caso por la comisión de infracciones muy graves, graves o leves se tendrán en cuenta los siguientes criterios establecidos por el artículo 14 LDIC al que se remite el artículo 98.2 LMV:

- La naturaleza y entidad de la infracción.
- La gravedad del peligro ocasionado o del perjuicio causado.

- Las ganancias obtenidas, en su caso, como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción.
- La importancia de la entidad de crédito correspondiente, medida en función del importe total de su balance.
- Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.
- La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.
- En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.
- La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas, durante los últimos cinco años.

Finalmente, las sanciones impuestas conforme a la LMV gozan de una publicidad muy amplia en idénticos términos de los previstos por la LDIEC en su artículo 25 que asimismo resulta de aplicación por remisión expresa del artículo 98 de la LMV. 21

E) PRESCRIPCIÓN

De acuerdo con lo previsto en el artículo 7 de la LDIEC (que resulta aplicable por virtud de la remisión contenida en el artículo 98 LMV) las infracciones muy graves y las graves prescriben a los cinco años y las leves a los dos años. 22

Los plazos de prescripción se cuentan desde la fecha en que la infracción hubiera sido cometida. Ello no obstante, en las infracciones derivadas de una actividad continuada, la fecha inicial del cómputo es la de finalización de la actividad o la del último acto con el que la infracción se consume.

La prescripción se interrumpe por la iniciación, con conocimiento del interesado, del procedimiento sancionador, volviendo a correr el plazo si el expediente permaneciera paralizado durante seis meses por causa no imputable a aquellos contra quienes se dirija.

F) RESPONSABILIDAD DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS

Además de la sanción que corresponda a la entidad infractora, cuando se trate de alguna de las comprendidas en el número 1 del 23

artículo 84 de la LMV o en el apartado b) del número 2 del mismo artículo (organismos rectores de los mercados secundarios, Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, sociedades y agencias de valores, miembros de algún mercado secundario oficial y otras entidades autorizadas por el artículo 76 LMV), se pueden imponer sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsable de la infracción (arts. 105 y 106 LMV).

- 24 A efectos de la LMV ostentan cargos de administración o dirección en las entidades citadas sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órganos de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo (art. 95.2 LMV).
- 25 Las sanciones que pueden imponerse a los administradores o directivos responsables de la comisión de infracciones muy graves son (art. 105 LMV):
- Multa por importe de hasta 5.000.000 de pesetas a cada uno de los responsables.
 - Suspensión del ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.
 - Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.
 - Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años.
- 26 En caso de infracciones graves, las sanciones que pueden imponerse a los directivos y administradores son las siguientes (art. 106 LMV):
- Amonestación pública, con publicación en el BOE.
 - Multa a cada uno de los responsables por importe no superior a 2.000.000 pesetas.
 - Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad por plazo no superior a un año.
- 27 Nótese que los artículos 105 y 106 LMV dicen que «se impondrá una sanción» a los administradores y directivos lo que podría interpretarse como una responsabilidad objetiva de éstos de forma que se debe sancionar a los administradores y directivos siempre que se sancione a una entidad. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, no es

admisible esta responsabilidad objetiva como ya hemos puesto de manifiesto al tratar de la LDIEC (véase el Capítulo IV *supra*) que es igualmente de aplicación por virtud de la remisión que al artículo 15 de la misma hace el artículo 98 de la LMV.

Por último señalar que, por remisión expresa del artículo 98 de la LMV, resulta de aplicación el artículo 24 LDIEC que permite que en el acuerdo de incoación del expediente o durante la tramitación del mismo se disponga la suspensión provisional de los administradores o directivos que aparezcan como responsables de infracciones muy graves, siempre que ello resulte aconsejable para la protección del sistema financiero o de los intereses económicos afectados. Igualmente resulta de aplicación lo previsto en el artículo 17 LDIEC respecto de la posibilidad de nombramientos provisionales para asegurar el funcionamiento del órgano de administración afectado por las sanciones de suspensión o separación. 28

G) PROCEDIMIENTO

En principio, con las restricciones a su competencia en relación con las Comunidades Autónomas y con el Banco de España que hemos expuesto con anterioridad, la función de instrucción de los expedientes sancionadores corresponde a la CNMV, que podrá recabar cuantas informaciones estime necesarias y realizar cuantas inspecciones sean convenientes, debiéndose poner a su disposición cuantos libros, registros y documentos se considere precisos. La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponde a la CNMV y por infracciones muy graves al Ministro de Economía y Hacienda, salvo la de revocación de la autorización que se impondrá por el Consejo de Ministros y exige en todo caso, el previo informe del Comité Consultivo de la CNMV. Cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito es preceptivo para la imposición de la correspondiente sanción el informe del Banco de España (art. 97 LMV). En materia de procedimiento sancionador es de aplicación lo previsto en los artículos 19 a 25 LDIEC, entendiéndose hechas a la CNMV las referencias contenidas en los mismos al Banco de España (art. 98 LMV). 29

Las sanciones impuestas conforme a la LMV por el Consejo de Ministros, el Ministro de Economía y Hacienda y la CNMV son inmediatamente ejecutivas, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 116 de la LPA y de la suspensión que pueda acordarse por los Tribunales. Ello, no obstante, las sanciones de amonestación pública o de suspensión que imponga la CNMV con arreglo a los artículos 103 y 106 de la LMV no serán ejecutivas en tanto no hayan ganado firmeza 30

en vía administrativa (art. 25.1 y 3 de la LDIEC al que se remite el 98 LMV).

- 31 En cuanto de los recursos, las resoluciones de la CNMV que pongan fin al procedimiento son recurribles en alzada ante el Ministro de Economía y Hacienda con arreglo a lo previsto en los artículos 122 al 125 de la LPA (art. 25 LDIEC al que remite el art. 98 LMV).

13. Régimen disciplinario de la LIIC

A) SUJETOS

- 1 Están sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en la LIIC (con las modificaciones introducidas por la LMV y por la Ley 19/1992 de 7 de julio de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria) las entidades reguladas en la misma, es decir:

- Instituciones de inversión colectiva.
- Sociedades gestoras y depositarios de instituciones de inversión colectiva.
- Sociedades gestoras de carteras.

Correponde a la CNMV la inspección de dichas entidades y la vigilancia del cumplimiento de las obligaciones en ella establecidas (art. 31.2 LIIC).

Adicionalmente resulta aplicable, en lo que proceda, el régimen sancionador de la LIIC a las sociedades gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria en los términos del artículo 6 de la Ley 19/1992 de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria.

B) INFRACCIONES

- 2 Las infracciones se clasifican, de acuerdo con su respectiva trascendencia, en tres categorías: leves, graves y muy graves. La reincidencia en una misma infracción, dentro de un período de tres ejercicios, determinará que se califique con arreglo a la categoría inmediata superior. No obstante, en las infracciones leves sólo se entenderá que hay reincidencia cuando la misma infracción se cometa tres veces en un mismo ejercicio o seis veces dentro del período de tres ejercicios (art. 32 LIIC).

Son infracciones graves aquellas que signifiquen incumplimiento de obligaciones formales o de normas de carácter sustantivo cuando la acción y omisión ponga en peligro cierto y grave o lesione gravemente los intereses de los accionistas, participes o terceros.

Son infracciones muy graves las acciones u omisiones, cualquiera que sea su naturaleza, que, quebrantando la legislación, pongan en gravísimo peligro o lesionen muy gravemente los intereses de los accionistas participes y terceros o desvirtúen el objeto de las instituciones.

En materia de *prescripción* resulta de aplicación lo dispuesto en el artículo 7 LDIEC según el cual las infracciones muy graves y las graves prescriben a los cinco años y las leves a los dos años. 3

C) SANCIONES. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

Según el artículo 32 LIIC, las sanciones serán: 4

- Para las infracciones leves, amonestación privada y multa de hasta el 10 por 100 de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta 500.000 pesetas.
- Para las infracciones graves, amonestación pública, suspensión temporal de administradores y multa de hasta el 30 por 100 de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta 10 millones de pesetas, y
- Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de administradores, multa hasta el 50 por 100 de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta 25 millones de pesetas, exclusión temporal o definitiva de los registros especiales y, en su caso, ingreso en el Tesoro del importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que se hubiera disfrutado con los intereses de demora correspondientes. La calificación de una infracción como muy grave llevará consigo, con independencia de cualquiera de las anteriores sanciones, la amonestación pública del administrador o administradores responsables de la misma.

Las sanciones se impondrán a las personas responsables de las correspondientes infracciones. Las sanciones pecuniarias que se impongan conjuntamente a los componentes de órganos colegiados se prorratearán entre los responsables en caso de insolvencia total o parcial de éstos, responderá subsidiariamente la sociedad. 5

D) PROCEDIMIENTO

6 La competencia para la instrucción de los expedientes y para la imposición de las sanciones correspondientes, se regirá por las siguientes reglas:

- Será competente para la instrucción de los expedientes la CNMV.
- La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la CNMV.
- La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, previo informe de su Comité Consultivo, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros. Cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito será preceptivo, para la imposición de la correspondiente sanción, el informe del Banco de España.
- En materia de procedimiento sancionador, resultará de aplicación lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la LDIEC, entendiéndose hechas a la CNMV las referencias contenidas en los mismos al Banco de España.

Igualmente será de aplicación en el ejercicio de la potestad sancionadora atribuida a la CNMV lo dispuesto en los artículos 7, 14 y 15 de la LDIEC, así como en relación con las instituciones de inversión colectiva que revistan la forma de sociedades anónimas, entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de carteras, lo previsto en el artículo 17 de la referida LDIEC.

14. La crisis de las entidades de valores

1 Al igual que sucede con las entidades de crédito, la crisis de las entidades de valores exige medidas legislativas especiales ya que está en juego la confianza de los inversores en el mercado financiero, en general, y en el mercado de valores en particular.

En el mercado de valores existen tres vías para afrontar la crisis de las entidades de valores: la intervención, la sustitución del órgano de administración y la revocación de la autorización.

En efecto, de acuerdo con lo previsto en el artículo 107 LMV, son de aplicación a los organismos rectores de las bolsas de valores y otros mercados secundarios, al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y a las sociedades y agencias de valores, las normas contenidas en el Título III de la LDIEC sobre intervención y sustitución, corres-

pondiendo a la CNMV la competencia para acordarlas (sobre el alcance de estas medidas véase el Capítulo IV en relación con las entidades de crédito).

Por lo que se refiere a la revocación de la autorización de entidades de valores (art. 67 LMV) nos remitimos a lo dicho en el Capítulo VII, aunque cabe recordar que, a diferencia de lo que sucede con las entidades de crédito, la suspensión de pagos o quiebra de las entidades de valores es supuesto expreso de revocación de la autorización.

Por otra parte, el artículo 32 bis LIIC extiende igualmente a las sociedades de inversión mobiliaria, a las sociedades gestoras de carteras y a las sociedades gestoras de fondos de inversión lo dispuesto en el Título III LDIEC. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponde igualmente a la CNMV. El procedimiento concursal de la sociedad gestora o el depositario de un fondo implica su cese automático en la gestión o custodia del fondo, iniciándose los trámites para su sustitución en los términos previstos en el artículo 57 RIIC. 2

CAPITULO IX

EL MERCADO DE VALORES: OBJETO

1. Los títulos valores en general

En una primera aproximación, títulos valores (o títulos de crédito, en la denominación tradicional, aún utilizada por URÍA) son una serie de documentos, de muy diferentes características, pero que tienen un elemento común: una persona —el emisor— se compromete a efectuar determinada prestación en favor del que resulte ser el legítimo tenedor del documento. 1

Importancia económica: un vistazo a la realidad nos muestra que en el tráfico los títulos valores (acciones, obligaciones, pagarés, letras, ...) tienen igual o más importancia que los contratos y que cumplen las más variadas funciones: 2

- Los títulos valores en primer lugar sirven para la *obtención y colocación de capitales* (acciones, obligaciones, cédulas hipotecarias, certificados de participación en fondos de inversión, etc.). Típico de esta clase de títulos valores es su emisión en masa, y la posibilidad de su transmisión en bolsa u otros mercados organizados.
- Los títulos valores en segundo lugar sirven para el *pago de deudas* a través de bancos (cheque).
- También para formalizar obligaciones de pago y facilitar su transferencia (letra de cambio, pagaré).
- Finalmente, para facilitar la transmisión de bienes y de su seguro durante su transporte o depósito (carta de porte, conocimiento de embarque, resguardo de depósito, póliza de seguro).

De ahí que se puedan distinguir las siguientes *clases* de títulos valores: 3

- *Títulos valores de crédito*: son aquellos que incorporan una obligación de pago de dinero; a su vez se pueden subdividir en títulos cambiarios (letra de cambio, pagaré y cheque, regidos por la LCC) y títulos no cambiarios (p.e. obligaciones, certificados de depósito).
- *Títulos valores de participación*: que incorporan un conjunto de derechos de diversa naturaleza inherentes a la condición de socio (ej.: acciones).
- *Títulos valores de tradición*: que incorporan el derecho de posesión (no de propiedad) sobre determinadas mercaderías, de forma que

al entregarse el documento, se transfiere la posesión sobre esos bienes (un ej. es el conocimiento de embarque, que expide un capitán al recibir la carga en su buque, y que tiene que ser presentado para recuperarla en el puerto de llegada).

- 4 *Importancia jurídica:* los títulos valores son un fenómeno exclusivamente mercantil. Como ha dicho ASCARELLI, en una frase que se ha hecho célebre, «si nos preguntasen cuál es la contribución del derecho comercial en la formación de la economía moderna, tal vez no podríamos apuntar otra que haya influido más típicamente en esa economía que la institución de los títulos de crédito». De ahí que los mercantilistas hayan volcado sus ansias dogmáticas en el estudio de la estructura de la institución. La discusión ha sido especialmente viva en dos momentos históricos: la última mitad del XIX en Alemania (ULMER, BRUNNER) y en Italia tras la promulgación del Codice Civile (ASCARELLI, FERRI).

- 5 *Concepto doctrinal:* fruto del esfuerzo doctrinal, ha sido la elaboración de un concepto genérico de título-valor, basado en las siguientes características:

a) Es un *documento*; se trata pues de una cosa, lo que facilita la prueba de la existencia del crédito («los derechos de crédito no se pueden ver») y la realización de toda clase de negocios jurídicos (compraventa, prenda, ...).

b) Es un documento que recoge el *derecho a una prestación*; o dicho a la inversa: los documentos que recogen una realidad (p.e. un carnet de un club) nunca pueden ser títulos valores. Tampoco lo son, por esta razón, los billetes del Banco de España: no recogen un derecho que se pueda exigir al Banco de España, sino que son dinero de curso legal. Tampoco lo son las tarjetas de crédito, que no incorporan el derecho a una prestación, sino más bien son títulos que legitiman a la persona designada.

c) El rasgo que diferencia a los títulos valores del resto de los documentos (p.e. reconocimiento de deuda, contrato de compraventa, etc.) reside en una *vinculación especial* entre documento y derecho (vinculación que es diferente y más intensa de la que hay, por ejemplo, en los contratos).

No hay, sin embargo, unanimidad entre los autores sobre la materialización exacta de la vinculación:

(i) Una teoría (RAISER) ve la vinculación en el hecho de que la transmisión del documento conlleva necesariamente la transmisión del título; de acuerdo con esta teoría sólo son títulos valores los documentos al portador o endosables, pero no los nominativos, ya que estos últimos no pueden ser transmitidos.

(ii) La más generalizada (BRUNNER) ve la vinculación en la exigencia del documento para el ejercicio del derecho: por un lado, (i) no se puede ejercitar el derecho si no se presenta el título, y por otro, (ii) el único que está legitimado para ejercitar el derecho es el poseedor del documento.

De acuerdo con esta última postura, que es la más aceptada, el título valor tiene pues un doble efecto: 6

- Exime al acreedor de la prueba de su derecho; el acreedor lo único que tiene que hacer es presentar el título, y siempre que lo haga no tiene que probar su derecho. Esto facilita el tráfico, pero también implica que puede cobrar una persona que en realidad no es acreedor, y que ilegítimamente se ha convertido en tenedor del título (p.e. porque lo ha robado). En este caso el pago es liberatorio siempre que el pagador no actúe de mala fe;
- No cabe pago si no se presenta el título valor; si éste se ha perdido, su tenedor tiene que obtener un duplicado; no puede probar por otros medios la existencia de su derecho.

De las características que acaban de enunciarse se deduce que el pagaré, la letra, la obligación, etc. son títulos valores; no así el reconocimiento de deuda, el aval en documento separado, etc. Razón: en los primeros si no se presenta el título no se puede exigir el crédito; en los segundos, la desaparición del documento plantea problemas de prueba del derecho, pero no impide su ejercicio.

Existen además varias características que son comunes a la mayoría de los títulos valores: 7

- Se trata en general de títulos literales, es decir, su contenido depende exclusivamente del tenor del documento (no es cierto en los títulos imperfectos: acciones, obligaciones, etc.)
- Se trata en general de títulos que generan un derecho funcionalmente abstracto, ya que el emisor frente al tenedor de buena fe no puede oponer las excepciones personales que surgen del contrato que subyace a la emisión del título o a su cesión.

Los títulos valores que sí reúnen esas características se suelen denominar *títulos valores perfectos*.

Hasta aquí un análisis doctrinal de los títulos valores; veamos ahora el derecho positivo. 8

En el Derecho comparado, muchos ordenamientos contienen una regulación unitaria y pormenorizada de los títulos valores (así Suiza e Italia).

- 9 *No así en el Derecho español*, es el cual el C.Com. desconoce totalmente el concepto de título valor, y nunca llega a utilizarlo. Las letras de cambio y los demás títulos valores eran considerados como contratos, y estaban regulados en el Libro II del C.Com. Tampoco el C.c. utiliza este término (aunque se refiere a ellos, de forma algo difusa en los arts. 1.164 y 1.170 C.c.). Ha sido en la reforma del Título preliminar del C.c. cuando por primera vez se hace expresa mención del concepto título valor en nuestro ordenamiento: se trata del art. 10.3 C.c. que establece su régimen de derecho internacional privado.
- 10 Dado que nuestro derecho positivo no llega a definir el concepto de título valor, lo más aconsejable es aceptar un concepto amplio:

Título valor es todo documento que *incorpore* un derecho a una prestación en favor del tenedor, y en el que exista una *vinculación entre documento y prestación*. ¿De qué tipo?

Si el documento es transmisible por endoso o por tradición, la ley de circulación es prueba suficiente de la incorporación, y no puede haber duda que estamos ante un título valor, sin necesidad de comprobar ulteriores requisitos.

¿Qué títulos se pueden transmitir por endoso? Tradicionalmente, sólo aquellos que contenían las palabras rituales, que se emitían «a la orden» de una persona. Sin embargo, la ley recientemente permite que títulos que carecen de la mención ritual se puedan endosar (así p.e. la letra de cambio, el pagaré y el cheque, en la LCC y la acción en la nueva LSA). El endoso consiste en que el título se transmite poniendo en su dorso (de ahí el nombre) «Páguese a» una persona, y firmando y fechando el tenedor esa declaración.

¿Y cuáles son los títulos que se pueden transmitir por simple tradición? Aquí la regla es más fácil, pues es requisito indispensable que se hayan emitido incluyendo la cláusula «al portador».

En base a la regla enunciada son títulos valores una hipoteca naval a la orden —art. 2 Ley de Hipoteca Naval de 21 de agosto de 1983— o una póliza de seguro al portador —art. 9 Ley de Contrato de Seguros, o un préstamo a la gruesa endosable— art. 722 C.Com.

¿Caben títulos valores no transmisibles por endoso o por tradición? Es decir ¿caben títulos valores nominativos? Sí, y en este caso la vinculación consiste en la imposibilidad de ejercer el derecho sin presentar el título, de forma que si el título se pierde hay que pedir la expedición de otro título antes de poder exigir la prestación (ejemplos de títulos nominativos son las obligaciones nominativas, que no pueden ser cedidas por endoso y el pagaré o cheque «no a la orden»). Debe resaltarse que todos los títulos nominativos también pueden ser emitidos en forma endosable o al portador; en este sentido son residuales.

El TS ha abordado el problema de la definición del título valor en la STS de 27 de diciembre de 1985. Se trataba en aquel caso de una libreta de ahorro que había sido afectada en prenda en garantía de un préstamo. Según el art. 320 C.Com. sólo cabe prenda en garantía de préstamos si se afectan títulos valores —y el TS entendió que una libreta de ahorros no es un título valor. En esta ocasión el TS definió el título valor como «documento de un derecho literal destinado a la circulación, capaz de atribuir de modo autónomo la titularidad del derecho a su propietario y que confiere suficiente legitimación al poseedor para recabar el cumplimiento del derecho que incorpora».

Regulación: en el Derecho español, como ya quedo dicho, no existe una regulación unitaria; de algunas normas del C.c. se derivan unas cuantas reglas aplicables a todos los títulos valores; además, existen algunas normas comunes aplicables a la transmisión de los títulos valores («ley de circulación»), recogidas en el C.Com. o que se pueden inducir de la LCC.

Los créditos valores: históricamente, los títulos valores han tenido una gran aceptación social, porque la incorporación del derecho a un documento facilitaba enormemente su tráfico. Pero el propio éxito de los títulos produjo un *efecto dinosaurio*: la masificación de documentos alcanzó tales grados que se convirtió en un impedimento para la rapidez y seguridad del tráfico (sobre todo en las bolsas, en las que había que liquidar miles de operaciones cada día). Este fenómeno dió lugar a la crisis de los títulos valores y a su creciente sustitución por los denominados créditos valores (*wertrechte*).

Todas las nuevas formas de créditos valores están íntimamente ligadas a la irrupción de la informática, que sustituye de forma más simple y eficaz a los títulos valores tradicionales. El soporte informático es mucho más manejable y económico que el soporte sobre papel.

Las anotaciones contables sirven de prueba de la existencia del derecho, y cada transmisión se documenta también mediante una anotación contable. El ordenador recoge todos los elementos delimitadores del derecho y sirve de registro de estos datos.

Anotaciones en cuenta: en nuestro ordenamiento se pueden distinguir tres etapas en la irrupción de los créditos valores:

(i) En un primer momento surgieron las *acciones y obligaciones fungibles* cotizadas en bolsa (D. 25 de abril de 1974): bajo este sistema los títulos originales quedaban depositados en bancos afiliados al sistema, y sólo se movía, de mes en mes, el saldo neto que resultara a favor o en contra de cada depositario; los títulos se sustituían por una referencia técnica que expedía la bolsa y que legitimaba al propietario para ejercer los derechos incorporados al título (p.e. cobrar un cupón).

(ii) En un segundo momento, se creó la *Deuda pública y los Pagars del Tesoro «anotados en cuenta»* (RD 505/1987 de 3 de abril de 1987); en estos casos, los títulos no se llegaban ni a emitir, sino que el derecho se formalizaba en una mera anotación en cuenta (es decir, mediante un simple asiento contable) en un sistema informático gestionado por el Banco de España.

(iii) En una tercera etapa, la LMV ha generalizado el sistema de anotaciones en cuenta a toda clase de valores negociables. Ello exige que profundicemos en el análisis de los que debe entenderse por «valores negociables» y las consecuencias jurídicas que dicha calificación conlleva.

2. Los valores negociables

A) CONCEPTO

- 1 El artículo 2 de la LMV determina el ámbito de aplicación de la Ley y establece que quedan comprendidos en el mismo los valores negociables emitidos por personas o entidades públicas o privadas y agrupados en emisiones. Sin embargo, la LMV no ofrece un concepto de lo que debe entenderse por «valores negociables». Únicamente la exposición de motivos señala que la negociabilidad no se basa en la mera transmisibilidad, propia prácticamente de todos los derechos, sino que deberá definirse en términos de un mercado, que aunque sea de proporciones reducidas se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes.
- 2 El Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores tampoco incluye un concepto de «valor negociable» aunque establece que a efectos del mismo tendrán la consideración de valores negociables los siguientes:
 - a) Las acciones de sociedades anónimas y las cuotas participativas de cajas de ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, «warrants» u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
 - b) Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.

c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.

f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

Por el contrario, según el artículo 2.2 del Real Decreto 291/1992 3 no se consideran valores negociables:

a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.

b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditaria simples.

c) Las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase.

d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.

e) Las acciones de las sociedades rectoras de las bolsas de valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Como puede apreciarse, la relación de valores negociables contenida en el Real Decreto de emisiones no es exhaustiva y contiene una cláusula de cierre («cualquier otro derecho ...») de la que podemos deducir la licitud de la emisión de valores negociables atípicos en nuestro Derecho (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, *El fortalecimiento de recursos propios* [1992] p. 81 y ss.) y, al mismo tiempo, extraer un concepto reglamentario de valor negociable. 4

Sobre esta base pueden definirse los valores negociables como 5 «derechos de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se les dé, que, por su configuración jurídica propia y el régimen de transmisión, sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera».

- 6 En la definición reglamentaria de «valor negociable» podemos distinguir dos partes. Por un lado se consideran valores los «derechos de contenido patrimonial». Por otra parte para que los valores sean negociables se exige que concurren dos requisitos:

- que sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal
- en un mercado de índole financiera.

Analicemos cada uno de estos elementos.

- 7 En primer lugar se dice que los valores son derechos de contenido patrimonial, como p.e. los derechos a obtener un pago en dinero, los derechos de participación en el capital de sociedades mercantiles y, en general, todos aquellos que supongan una prestación en favor de su titular, en línea con el concepto tradicional de los títulos valores.

Sin embargo, falta en la definición reglamentaria una referencia a la forma de representación. En la doctrina tradicional de los títulos valores el rasgo característico de los mismos era la vinculación «incorporación» entre documento y prestación. En el caso de los valores representados en anotaciones en cuenta la desmaterialización no supone la desaparición de la vinculación, sino que ésta se produce respecto de las correspondientes anotaciones contables que sirven de prueba de la existencia del derecho y legitiman a su titular para su ejercicio.

Por tanto, no pueden considerarse valores todos los derechos de contenido patrimonial sino únicamente los que estén representados mediante títulos o anotaciones en cuenta tal y como exige el artículo 5 LMV.

- 8 Ahora bien, no todos los valores son negociables en el sentido de la LMV. La primera condición para apreciar si un valor es negociable es su susceptibilidad para ser objeto de tráfico generalizado. Ello viene determinado por dos elementos: idoneidad y homogeneidad.
- 9 En efecto, hay derechos de contenido patrimonial que por su configuración jurídica y régimen de transmisibilidad no son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado organizado. Este es el caso de las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada que por imperativo legal no pueden incorporarse a títulos negociables (art. 1 LSRL), de las cuotas de los socios en las sociedades colectivas y comanditarias simples, de las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas o de las acciones de las sociedades rectoras de las bolsas y otros mercados organizados en las que o bien las condiciones personales del socio son relevantes o bien la condición de socio está limitada a determinadas personas o entidades que deben cumplir ciertos requisitos. De ahí que el Real Decreto haya excluido

expresamente estos valores, por su falta de idoneidad, de la categoría de valores negociables.

Por otra parte, los valores emitidos aisladamente (efectos del comercio) tampoco son susceptibles de tráfico generalizado. De ahí la segunda exigencia, homogeneidad, derivada de la «agrupación en emisiones» a que se refiere el artículo 2 LMV. El que la LMV haya abandonado el concepto tradicional de valores emitidos «en serie» se justifica en la exposición de motivos tanto por la difícil concreción legal del mismo como por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una misma emisión instrumentos heterogéneos en alguna de sus características pero que tengan idéntica causa negocial. 10

A este respecto el Real Decreto 291/1992 (art. 4) ofrece como criterios de homogeneidad los siguientes: 11

- Formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito; incluida la obtención sistemática de financiación;
- tener igual naturaleza y régimen de transmisión; y
- atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones.

El Real Decreto añade que la homogeneidad no se verá afectada por la existencia de diferencias en lo relativo a su importe unitario, fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precio, procedimientos de colocación o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones.

Por último, se exige que sean susceptibles de negociación en un mercado de índole financiera (en relación con los mercados en general y con el mercado financiero en particular véase el Capítulo I; sobre los mercados primarios y secundarios de valores en España véase el Capítulo X siguiente). Por ello los valores negociables no en mercados financieros, sino de mercancías, no quedan sujetos a la LMV. 12

B) IMPORTANCIA DE LA CALIFICACIÓN COMO VALOR NEGOCIABLE

La calificación de un valor como negociable no es un puro ejercicio doctrinal sino que tiene importantes consecuencias en la práctica, determinando el régimen jurídico aplicable. 13

En particular la consideración de un valor como negociable supone:

- *En cuanto a la forma de representación:* como ya hemos señalado los valores negociables deben estar representados mediante títulos o anotaciones en cuenta (art. 5 LMV).
- *En cuanto a su emisión:* los valores negociables están sujetos al cumplimiento de los requisitos administrativos de emisión establecidos en los artículos 25 y siguientes de la LMV.
- *En cuanto a su transmisión:* los valores negociables están sujetos a los requisitos de transmisión establecidos en el artículo 36 y en la DA 3.ª LMV.

3. Formas de representación: régimen jurídico de los valores representados mediante anotaciones en cuenta

- 1 En principio, según dispone el artículo 5 LMV, los valores negociables pueden representarse por medio de títulos o de anotaciones en cuenta. Sin embargo, si los valores pretenden estar admitidos a negociación en un mercado organizado únicamente cabe la representación mediante anotaciones en cuenta.

En efecto, el artículo 46 LMV dispone que las bolsas de valores son los únicos mercados secundarios autorizados para negociar valores representados mediante títulos. Es decir, por ley está prohibido que los títulos sean negociados en cualquier mercado organizado, excepto el bursátil. En contradicción con lo anterior, el artículo 29 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero establece que la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta es condición necesaria para su admisión a negociación en bolsa. Por tanto, una vez que se produzca la transformación en anotaciones en cuenta de los valores actualmente cotizados en bolsa, de acuerdo con las disposiciones transitorias del RD 116/1992, tampoco será posible la negociación en bolsa de valores representados mediante títulos.

Habiéndose pues excluido la negociabilidad de los títulos en mercados organizados, vamos a centrar nuestro análisis en el régimen jurídico de los valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta. En relación con los valores negociables que excepcionalmente puedan estar representados mediante títulos nos remitimos a lo dicho sobre los títulos valores en general.

- 2 Los *principios generales* contenidos en el Real Decreto 116/1992 en relación con el régimen jurídico de los valores representados en anotaciones son los siguientes:

(i) *Unidad de representación:* La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplicará a todos los integrantes de una misma emisión. 3

(ii) *Irreversibilidad de la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta:* La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible salvo en el caso de que, tratándose de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, lo autorice la CNMV a solicitud del emisor en consideración a su escasa difusión. 4

(iii) *Carácter reversible de la representación de los valores por medio de títulos:* Previo acuerdo adoptado al efecto por la entidad emisora con los requisitos legales exigidos, los títulos representativos de valores podrán transformarse en anotaciones en cuenta conforme al procedimiento establecido en el artículo 4 del Real Decreto 116/1992. 5

(iv) *Otorgamiento de escritura pública:* La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta deberá constar en escritura pública que será, en su caso, la de emisión. En ella, además de la designación de la entidad encargada del registro contable, deberán constar la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características y condiciones de los valores; en especial, y de acuerdo con la naturaleza propia de éstos, aquellas otras que son objeto de mención en la LSA, en el Reglamento del Registro Mercantil y en otras disposiciones específicamente aplicables. Todo titular de una anotación en cuenta está autorizado para pedir al notario la expedición de una copia de la escritura de emisión o representación de las anotaciones, para así poder integrar su título ejecutivo [cfr. art. 1.429 LEC y apartado (xi) *infra*] 6

La entidad emisora deberá depositar una copia de la escritura ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o ante la entidad encargada del registro contable así como ante la CNMV y el organismo rector del correspondiente mercado. Dichas copias estarán a disposición de los titulares y del público en general.

Excepcionalmente, en el caso de emisiones de Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, la publicación de las características de la emisión en los «Boletines Oficiales» respectivos eximirá de la obligación de otorgamiento de escritura pública y publicidad. El mismo régimen será aplicable a las emisiones de otras Entidades públicas y Organismos internacionales si alguna disposición legal o reglamentaria impone la publicación de sus características en alguno de los citados diarios oficiales.

(v) *Primera inscripción:* Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Tratándose de 7

valores admitidos a negociación en bolsa tal efecto constitutivo se producirá con la inscripción en el registro central a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. En el caso de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, la entidad gestora será una entidad de valores libremente elegida por el emisor.

- 8 (vi) *Fungibilidad de los valores*: Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores.

- 9 (vii) *Transmisión*: 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 (en relación la ley de circulación de los valores negociables véase la pregunta siguiente).

- 10 (viii) *Irrevindicabilidad*: El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores.

- 11 (ix) *Constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes*: 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.

- 12 (x) *Legitimación registral*: 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.

La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor de la persona legitimada se liberará aunque ésta no sea el titular del valor.

(xi) *Certificados de legitimación*: La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos, podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados expedidos por la entidad gestora en los que constará la identidad del titular de los valores y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación del emisor y de la emisión, la clase, el valor nominal y el número de valores que comprendan, la referencia o referencias de registro o numéricas correspondientes y su fecha de expedición. También constarán en los certificados la finalidad para la que hayan sido expedidos y su plazo de vigencia que no podrá exceder de seis meses. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados que no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. Los valores respecto de los que estén expedidos certificados quedarán inmovilizados hasta su restitución. Todo titular está legitimado para exigir la emisión del correspondiente certificado que le legitime. 13

(xi) *Título ejecutivo*: Según el artículo 1.429 LEC, según redacción dada por la Ley 10/1992 de Medidas Urgentes de Reforma Procesal, los certificados de legitimación llevarán aparejada ejecución siempre que se acompañe copia de la escritura de representación de los valores, o, en su caso, de la de emisión.

4. La ley de circulación de los valores negociables

Como ya hemos señalado la capacidad para ser transmitidos es la esencia de los valores negociables; vamos a analizar aquí el régimen de esta transmisión, viendo primero los valores representados mediante títulos y después mediante anotaciones. 1

A) TRANSMISIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE TÍTULOS

Títulos endosables: en general, son endosables los títulos que tienen cláusula a la orden (p.e. póliza de seguro a la orden); también son endosables por ley algunos títulos aún sin esa cláusula (letra de cambio, pagaré, cheque, acciones nominativas). 2

El endoso consiste en una declaración unilateral del tenedor en el propio título por el que éste se transmite a una persona determinada.

Regulación: se aplica a todos los títulos por analogía la regulación de la LCC (arts. 14-23), excepto en materia de responsabilidad del endosante, que sólo se aplica en la letra de cambio, pagaré y cheque.

En los demás títulos, no parece que el endosante garantice el cumplimiento por el emisor (cfr. lo dicho en sede de certificado de depósito en el Cap. VI *supra*).

- 3 *Titulos al portador*: según el artículo 545 C.Com. estos títulos se transmiten «por la tradición del documento». El C.Com. a continuación añade una norma para seguridad del tráfico, que tiene una gran trascendencia: el tercero de buena fe que adquiera un título, no está sujeto a reivindicación, aunque lo adquiera de un *non dominum*. El legítimo propietario podrá reclamar daños y perjuicios a quien le quitó el título y lo vendió, pero el tercero de buena fe adquirente no puede ser privado de la propiedad.
- 4 *Titulos nominativos*: su transmisión se rige en principio por las normas que sobre la cesión de créditos establece el artículo 347 C. Com.; la transmisión de estos títulos exige que se comunique al emisor quedando éste obligado a emitir un nuevo título nominativo en favor del adquirente. Nótese, sin embargo, que por expreso mandato del legislador, las acciones nominativas se pueden endosar y que dicho endoso se rige por la LCC (art. 56.2 LSA).

B) TRANSMISIÓN DE ANOTACIONES EN CUENTA

- 5 La transmisión de las anotaciones en cuenta se realiza «por transferencia contable» (es decir, cambiando el asiento en el registro contable) transferencia que sólo puede hacer el titular registral (art. 11 LMV). ¿Y cuáles son los efectos de esta transferencia contable? La Ley nos remite al régimen de los títulos valores al portador, al decir que «produce los mismos efectos que la tradición» (art. 9 LMV). En consecuencia, el tercero que adquiera de una persona inscrita, no está sujeto a reivindicación (art. 9 LMV).

C) REQUISITOS ESPECIALES PARA LA TRANSMISIÓN DE TÍTULOS Y ANOTACIONES

Las reglas enunciadas hasta ahora, que son propias del derecho privado, tienen que ser completadas por ciertas normas de derecho fiscal y administrativo, que exigen requisitos adicionales para la transmisión de títulos y anotaciones:

- 6 — *Normas fiscales*: si un título o anotación constituye un «activo financiero» (es decir, si subyace un préstamo), su transmisión o amortización exige la intervención de un intermediario financiero o fedatario público, que realice la correspondiente retención e informe a Hacienda (Ley 14/1985 de 29 de mayo de Régimen Fiscal de

Determinados Activos Financieros). El incumplimiento de estos requisitos no acarrea la nulidad de la transmisión, sino sanciones fiscales.

- *Normas de la LMV*: el artículo 36 LMV exige, bajo sanción de nulidad, que la transmisión por título de compraventa de valores negociados en un mercado secundario oficial se haga con la mediación de un miembro del correspondiente mercado. Adicionalmente la LMV exige que la suscripción o transmisión de *valores negociables al portador (pero no de cualesquiera otros valores negociables)* no cotizados en un mercado secundario oficial se haga con mediación o participación de sociedad o agencia de valores o de notario o corredor de comercio (DA 3.ª LMV). Por expreso mandato de la Ley, parece que este requisito es una exigencia para la validez de la suscripción o transmisión. 7
- *Normas de control de cambios*: el artículo 17 del RD 671/1992 de 2 de julio exige que las inversiones extranjeras se formalicen en documento autorizado por fedatario público español. No obstante, no será necesaria la intervención de fedatario público para la adquisición, por no residentes, de valores cuya transmisión entre residentes pueda hacerse sin esa intervención, siempre que se efectúen con la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores o de un miembro del correspondiente mercado oficial. 8

5. Requisitos administrativos para la emisión de valores negociables

A) AMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA

Los artículos 25 y siguientes de la LMV establecen los requisitos generales para la emisión de valores. Aunque el artículo 25 se refiere a la emisión de valores en general, debe entenderse, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 2 de la LMV, que sólo se aplica a los valores negociables agrupados en emisiones, en el sentido comentado anteriormente. 1

Se exige además la concurrencia de otros dos requisitos, que se trate de emisiones realizadas en España y que sean objeto de oferta pública (sobre la oferta pública en España de valores emitidos en el extranjero véase el Capítulo XI siguiente).

En relación con el primer requisito, el artículo 3 LMV determina la aplicación de ésta a todas las emisiones de valores negociables realizadas en España. Esto tiene pleno sentido cuando los valores emitidos sean asimismo objeto de comercialización, en todo o en 2

parte, en España. Sin embargo, cuando los valores vayan a ser comercializados exclusivamente en el exterior, la aplicación de la LMV solo se justifica por razones de política monetaria de control de las emisiones u ofertas públicas de valores en pesetas en mercados exteriores (en este sentido el artículo 11 del RD 671/1992 determina la aplicación del RD 291/1992 a las emisiones o colocaciones de valores en pesetas realizadas por residentes en mercados extranjeros y el artículo 3 del RD 291/1992 señala, incluso, que en el caso especial de emisiones de obligaciones u otros valores en pesetas realizadas por no residentes fuera del territorio nacional el Ministerio de Economía y Hacienda puede determinar la sujeción al RD 291/1992].

- 3 Ahora bien no todos los valores negociables emitidos en España están sujetos a la LMV. Debe tratarse de emisiones realizadas en régimen de oferta pública. Según el artículo 3 del Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo se consideran realizadas en oferta pública las siguientes:
- Las de valores de igual naturaleza que otros del mismo emisor español que estén admitidos a negociación en bolsa de valores, en otro mercado secundario oficial, o en un mercado organizado establecido en territorio nacional.
 - Aquéllas en que el emisor o poseedor de los valores, o quien actúe por cuenta de él, ofrezca los valores en territorio nacional desarrollando actividades publicitarias, sea a través de medios de información, difusión o comunicación normalmente destinados al público en general, sea a través de medios de comunicación restringida o individual.
 - Aquéllas en que los valores sean objeto de difusión, promoción o comercialización en territorio nacional a través de cualquier persona o entidad dedicada a esta actividad, que deberá ser en todo caso alguna de las entidades autorizadas, de acuerdo con los artículos 71 y 76 de la LMV, a desarrollar habitualmente actividades relacionadas con el mercado de valores. Se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas o entidades realizan comercialización de valores, y no mera recepción de órdenes de compra de los inversores, cuando intervengan de cualquier modo en emisiones de valores en pesetas.

B) PRINCIPIO GENERAL

- 4 El principio general establecido en el artículo 25 de la LMV es el de libertad de emisión. En consecuencia la emisión de valores negociables no requiere autorización administrativa previa con algunas excepciones que estudiaremos a continuación. Se exige sin embargo,

con carácter general, la previa verificación y registro de la emisión por la CNMV.

C) EMISIONES PROHIBIDAS

Están prohibidas, según el artículo 1 de la Orden de 14 de noviembre de 1990, las emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de algún índice general de precios o del precio de algún bien o servicio. 5

Hay que señalar sin embargo que esta prohibición no afecta a aquellos valores cuyo tipo de interés sea revisable de acuerdo con la evolución de otro tipo de interés que sirva de referencia. Asimismo, la DGTPF ha entendido que no se encuentran incluidas en la prohibición las emisiones de «warrants» (y previsiblemente otros valores) sobre índices bursátiles.

D) EMISIONES SUJETAS A AUTORIZACIÓN ADMINISTRATIVA

Por excepción al régimen de libertad de emisión, las siguientes emisiones de valores negociables están sujetas a autorización administrativa previa de la DGTPF (art. 25 LMV en relación con la OM de 14 de noviembre de 1989): 6

(i) Las expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.

(ii) Las realizadas por no residentes en el mercado nacional.

(iii) Aquellas que tengan un plazo de vencimiento superior a dieciocho meses y en cuyos valores concurra, además, alguna de las circunstancias siguientes:

— Carecer de rendimiento explícito.

— Conceder un rendimiento explícito inferior al que resulte de aplicar el tipo previsto en el artículo 3, número 1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, de acuerdo con la nueva redacción dada por la disposición adicional octava de la LDIEC.

— Conceder un rendimiento explícito cuya periodicidad de devengo sea superior a un año.

El requisito de autorización por la DGTPF es independiente de la obligación de verificación por la CNMV de acuerdo con lo previsto en los artículos 26 y 30 de la LMV. 7

- 8 La exigencia de autorización de la DGTPF para emisiones realizadas por no residentes en territorio nacional y para emisiones en moneda extranjera son contrarias a las Directivas sobre libre circulación de capitales, por lo que deben eliminarse, al menos respecto de los residentes CEE, antes del 1 de enero de 1993. Podría entenderse incluso que en este punto la OM de 14 de noviembre de 1991 ha quedado derogada por el RD 1816/1991 de 20 de diciembre por el que se liberalizan las transacciones económicas con el exterior.

E) EMISIONES EXENTAS DE VERIFICACIÓN POR LA CNMV

- 9 En principio, están sujetas a verificación por la CNMV todas las emisiones y ofertas públicas de valores negociables (art. 26 LMV) tal y como han sido definidas anteriormente. Sin embargo la propia LMV (art. 30) establece las siguientes excepciones:
- Las emisiones de valores del Estado y de las Comunidades Autónomas no están sujetas a la verificación y registro de la CNMV.
 - El requisito de la existencia y registro de los estados financieros del emisor no es aplicable a las entidades de Derecho público que el Gobierno determine ni a los organismos internacionales de los que España sea miembro.
 - Adicionalmente el Gobierno puede exceptuar del cumplimiento de los requisitos establecidos en los artículos 26 a 28 de la LMV a determinadas categorías de emisiones por la naturaleza del emisor, su escasa cuantía, el número restringido o las especiales características de los inversores a los que vayan dirigidas o cualquier otra circunstancia que haga aconsejable establecer excepciones a los mismos.
- 10 El Real Decreto 291/1992 sobre emisiones desarrolla estos principios y establece las siguientes excepciones generales:
- Emisiones de valores del Estado, de las Comunidades Autónomas y de los Organismos autónomos dependientes de uno u otras, así como las del Banco de España.
 - Emisiones de valores con plazo de reembolso igual o inferior a 12 meses que realicen las entidades a que se refieren los apartados a) y b) del párrafo segundo del artículo 76 de la LMV, siempre que dichos valores se negocien exclusivamente entre la entidad emisora y su clientela. El Ministro de Economía y Hacienda, o, con su habilitación expresa, la CNMV, podrán condicionar con carácter general la aplicación de esta excepción a la no utilización, como denominación de los citados valores, de expresiones que puedan

dar lugar a confusión con otras típicas de los mercados de valores negociables.

- Emisiones de valores con plazo de reembolso igual o inferior a 12 meses que realicen entidades de crédito dirigidas exclusivamente a inversores institucionales. Estas entidades no podrán transmitir estos valores a sujetos diferentes de los señalados en esa letra.
- Emisiones de acciones de sociedades anónimas, cuando se produzcan con ocasión de su fundación simultánea.
- Emisiones de valores que vengan exigidos por el ejercicio de facultades de conversión de otros valores, o por el ejercicio de derechos de opción, siempre que en la emisión de dichos valores convertibles o de dichas opciones se hubieran cumplido los requisitos establecidos en el Real Decreto 291/1992.
- Emisiones de participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza, sin perjuicio de lo que resulte de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva, o de cualquier otra legislación especial.
- Emisiones de valores específicos del mercado hipotecario nominativos emitidos singularmente que, de acuerdo con su configuración jurídica, estén destinados a ser adquiridos por inversores institucionales o profesionales, y no sean susceptibles de suscripción o ulterior adquisición por el público no especializado.
- Emisiones de pagarés e instrumentos análogos que, sin derivar de operaciones comerciales, sean librados singularmente.

F) DOCUMENTACIÓN SUJETA A REGISTRO EN LA CNMV. EXENCIONES PARCIALES

Para que cualquier nueva emisión de valores sujeta a registro oficial en la CNMV —según lo establecido anteriormente— pueda ser ofrecida al público es requisito previo proceder a su inscripción en los registros oficiales de la CNMV. Este requisito es independiente de que los valores objeto de la emisión vayan a cotizar o no en las bolsas de valores u otros mercados. 11

El registro oficial de la emisión en la CNMV se producirá por la inscripción en los registros oficiales de los siguientes documentos (art. 26 LMV): 12

- a) Comunicación previa del proyecto de emisión.

b) Documentos acreditativos de los acuerdos de emisión, de las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.

c) Informe de auditoria de cuentas de los estados financieros del emisor realizados por un profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.

d) Folleto informativo ajustado a los modelos aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda.

- 13 El Real Decreto de emisiones ha introducido una serie de *excepciones parciales* en cuanto a la documentación sujeta a registro en la CNMV.

No están sujetas al requisito de las letras c) (auditoria) y d) (folleto) anteriores, siempre que no se refieran a valores de igual naturaleza que otros del mismo emisor admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores español:

- Las emisiones de valores dirigidas exclusivamente a inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva o entidades aseguradoras, o a entidades, como las entidades de crédito o las sociedades de valores, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables. Los adquirentes no podrán transmitir tales valores a sujetos diferentes de los señalados.
- Las emisiones en las que no concurriendo ninguna de las circunstancias previstas en el apartado b) número 1 del artículo 3 (publicidad), estén destinadas a un número de inversores inferior a 50, o su importe sea inferior a 500 millones de pesetas.
- Las emisiones de valores cuyo importe nominal unitario sea superior a 25 millones de pesetas.
- Emisiones de acciones o valores ofrecidos en canje de otros de la misma sociedad, sin que el proceso de canje aumente el capital de la sociedad, ni entrañe modificación sustantiva de los valores.

- 14 No están sujetas al requisito de la letra c) (auditoria) las emisiones siguientes:

- Las de valores del Instituto Nacional de Industria, Instituto Nacional de Hidrocarburos, Instituto de Crédito Oficial, RENFE y demás entidades dependientes del Estado o de las Comunidades Autónomas que no revistan la forma de sociedad mercantil, siempre que estén sometidas al control financiero previsto en el artículo 17 del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, o al análogo a aquél que establezcan las Leyes de las respectivas Comunidades Autónomas.

- Las de valores de Organismos Internacionales de carácter público o Estados extranjeros.

G) PUBLICIDAD DEL FOLLETO DE EMISIÓN

El folleto informativo registrado en la CNMV deberá ser puesto a disposición de los potenciales suscriptores, al menos, en las oficinas del emisor y en las de los intermediarios financieros que intervengan formalmente en la colocación y/o en el servicio financiero de la emisión. El Real Decreto de emisiones precisa que la edición del folleto y la puesta del mismo en condiciones de acceso al público deberá producirse antes del inicio del período de suscripción de la emisión. La publicidad de la emisión no podrá comenzar antes del cumplimiento de dichos requisitos. Entre el registro del folleto por la CNMV y el inicio del período de suscripción no podrá transcurrir más de un mes prorrogable por la CNMV en casos excepcionales. 15

Cualquier publicidad adicional está sujeta al control de la CNMV, habrá de estar basada en el folleto y deberá presentarse de forma tal que no pueda inducir a error en la apreciación de las características de la emisión, de los valores a emitir o de la situación del emisor. 16

Toda publicidad sobre la emisión deberá mencionar que el folleto informativo se ha inscrito en los registros de la CNMV así como dónde puede obtenerse dicho folleto de forma gratuita. Según el Real Decreto de emisiones (art. 21) no podrá utilizarse con fines promocionales ningún otro documento informativo que no sea el folleto completo de emisión registrado ante la CNMV. No obstante podrá sintetizarse para adaptarlo a los medios que se utilicen en la publicidad de la emisión, mencionando siempre la existencia del folleto. 17

H) RESPONSABILIDAD POR LAS DECLARACIONES CONTENIDAS EN EL FOLLETO INFORMATIVO

El registro del folleto por la CNMV no implica recomendación de la suscripción de los valores ni pronunciamiento alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad de la emisión (art. 92 LMV). La responsabilidad de las declaraciones contenidas en el folleto informativo corresponde por tanto al emisor y, la persona que lo firme, en su nombre, que deberá tener facultades suficientes a tal efecto (art. 15.4 RD 291/1992). 18

Adicionalmente, el Real Decreto de emisiones (art. 17.3) establece que si interviniera en la emisión una entidad directora, es decir, aquella a la que el emisor haya otorgado mandato para que prepare y dirija la 19

emisión, ésta deberá cerciorarse de la veracidad de las informaciones y manifestaciones recogidas en el folleto informativo haciendo constar en el mismo, firmada por persona con representación suficiente, una declaración que deberá contener las siguientes manifestaciones:

- Que ha llevado a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la calidad y suficiencia de la información contenida en el folleto; y
- Que, como consecuencia de esas comprobaciones, no se advierten circunstancias que contradigan o alteren la información recogida en el folleto, ni éste omite hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor.

Tal declaración de la entidad directora no se referirá a los datos objeto de auditoría de cuentas.

6. La emisión de deuda pública

A) REQUISITOS PARA SU CREACIÓN

- 1 La deuda pública puede ser emitida por el Estado o por sus Organismos Autónomos, recibiendo en el primer caso la denominación de «Deuda del Estado» y en el segundo de «Deuda de los Organismos Autónomos» (art. 101.1 LGP).
- 2 La creación de la deuda pública, tanto del Estado como de los Organismos Autónomos, debe ser autorizada por Ley que, sin perjuicio de fijar cualesquiera otras características de la deuda a crear, deberá señalar el importe máximo autorizado (art. 101.2 LGP).
- 3 Dentro de los límites legales, corresponde al Gobierno disponer la creación de deuda pública, fijando el límite máximo hasta el cual el Ministro de Economía y Hacienda pueda autorizar su emisión y señalando los criterios generales a que habrá de ajustarse aquélla y la gestión de la deuda pública en circulación (art. 101.6 LGP). La emisión de la deuda pública habrá de ser autorizada, en todo caso, por el Ministerio de Economía y Hacienda (art. 101.7 LGP). Ya hemos señalado que la LMV establece que las emisiones de valores del Estado no están sujetas a verificación y registro en la CNMV (art. 30 LMV).

B) FORMA DE REPRESENTACIÓN

- 4 La deuda pública puede estar representada en anotaciones en cuenta, títulos valores o cualquier otro documento que formalmente

la reconozca (art. 102.1 LGP). En la actualidad la mayor parte de la deuda pública está representada mediante anotaciones en cuenta y se negocia en el mercado de deuda pública en anotaciones y en las bolsas de valores donde se considera admitida de oficio (véase el Capítulo X siguiente).

C) CLASES DE VALORES NEGOCIABLES EMITIDOS POR EL ESTADO

En la actualidad los valores que se emiten con regularidad son de tres tipos: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado. Las Letras del Tesoro son valores emitidos a corto plazo y al descuento. Los Bonos del Estado son emitidos a un plazo entre tres y cinco años. Las Obligaciones del Estado son a largo plazo (10 años). Tanto los Bonos como las Obligaciones de Estado son activos con rendimiento explícito. 5

De acuerdo con el artículo 103 de la LGP, la deuda pública podrá estar denominada en pesetas o en moneda extranjera y emitirse tanto en el interior como en el exterior. 6

Es importante señalar que los intereses e incrementos de patrimonio derivados de la deuda pública, obtenidos por personas físicas o jurídicas no residentes que no operen a través de establecimiento permanente en España no se consideran obtenidos o producidos en España y, por tanto, no están sujetos a tributación en España. El Real Decreto 1285/1991 de 2 de agosto ha establecido un procedimiento especial de pago de intereses de Deuda del Estado en anotaciones a no residentes que inviertan en España sin establecimiento permanente. 7

7. La emisión de valores por las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales

A) LA EMISIÓN DE VALORES POR LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

La Constitución española de 1978 no establece que la emisión de deuda sea competencia exclusiva del Estado. Sólo el apartado 14.º del artículo 149.1 establece competencia exclusiva en favor del Estado en materia de «Hacienda general y Deuda del Estado». Además, en virtud del apartado 3 del artículo 149, las materias no atribuidas expresamente al Estado por la Constitución, «podrán corresponder a las Comunidades Autónomas, en virtud de sus respectivos Estatutos». 1

- 2 Descendiendo un escalón en el escalafón legislativo, la Ley Orgánica 8/1980 de 22 de septiembre de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA) establece en su artículo 14.3 que «para concertar operaciones de crédito en el extranjero y para la emisión de deuda o cualquier otra apelación al crédito público, las Comunidades Autónomas precisarán autorización del Estado».
- 3 En relación con la constitucionalidad del artículo 14.3 de la LOFCA, el TC en su Sentencia 11/1984 de 2 de febrero ha señalado que dicho artículo lo que ha hecho es configurar una facultad estatal de acuerdo con el principio de coordinación de las Haciendas de las Comunidades Autónomas con las del Estado y de exigencia de una política monetaria unitaria. De ahí que las autorizaciones de emisión contempladas en el artículo 14.3 de la LOFCA deben ser consideradas para el TC «como medios al servicio de la coordinación indicada». Por otra parte, añade el TC, tales autorizaciones pueden ser consideradas además como decisiones de especial relevancia al servicio de una única política monetaria, cuya adopción corresponde exclusivamente al Estado, en virtud del artículo 149.1.11 de la Constitución.
- 4 En este sentido el artículo 14.4 de la LOFCA dispone que las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas deberán coordinarse entre sí y con la política de endeudamiento del Estado.
- 5 Finalmente, el artículo 14.5 de la LOFCA, establece que «la Deuda pública de las Comunidades Autónomas y los títulos-valores de carácter equivalente emitidos por éstas, estarán sujetos, en lo no establecido en la presente Ley, a las mismas normas y gozarán de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda Pública del Estado».
- 6 Por su parte, la LMV en su artículo 30 exceptúa a las Comunidades Autónomas del cumplimiento en las obligaciones previstas en los artículos 26, 27, 28 y 29, es decir, obligaciones de comunicar a la CNMV la emisión, aportar y registrar los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, auditoría de estados financieros, folleto informativo y colocación de emisiones. En relación con la admisión a cotización en los mercados secundarios de los valores emitidos por las Comunidades Autónomas, véase el Capítulo X siguiente.
- 7 Por lo que respecta a los *Estatutos de Autonomía de las Comunidades Autónomas*, la mayoría de éstos incluyen entre sus fuentes de ingresos las emisiones de deuda, véanse: artículos 42.e) y 45 de la Ley Orgánica 31/1979 de 18 de diciembre, del Estatuto de Autonomía para el País Vasco; artículo 44.9 de la Ley Orgánica 4/1979 de 18 de diciembre, del Estatuto de Autonomía de Cataluña; artículo 44.9 de la Ley Orgánica 1/1981 de 6 de abril, del Estatuto de Autonomía para Galicia; artículo 56.9 de la Ley Orgánica 6/1981 de 30 de diciembre, del Estatuto de Autonomía para Andalucía; artículo 44.7 de la Ley Orgánica 7/1981 de 30 de diciembre, del Estatuto de Autonomía para

Asturias; artículo 46.9 de la Ley Orgánica 8/1981 de 30 de diciembre, del Estatuto de Autonomía para *Cantabria*; artículo 34.l) de la Ley Orgánica 3/1982 de 9 de junio, de Estatuto de Autonomía de *La Rioja*; artículo 42.l) de la Ley Orgánica 9/1982 de 9 de junio, de Estatuto de Autonomía para la Región de *Murcia*; artículo 51.g) de la Ley Orgánica 5/1982 de 1 de julio, del Estatuto de Autonomía de la *Comunidad Valenciana*; artículo 48.9 de la Ley Orgánica 8/1982 de 10 de agosto, del Estatuto de Autonomía de *Aragón*; artículo 44.7 de la Ley Orgánica 9/1982 de 10 de agosto, del Estatuto de Autonomía de *Castilla-La Mancha*; artículo 48.i) de la Ley Orgánica 10/1982 de 10 de agosto, del Estatuto de Autonomía de *Canarias*; artículo 26 de la Ley Orgánica 13/1982 de 10 de agosto, de Reintegración y Amejoramiento del Régimen Foral de *Navarra*; artículo 59.d) de la Ley Orgánica 1/1983 de 25 de febrero, del Estatuto de Autonomía de *Extremadura*; artículo 62.3 de la Ley Orgánica 2/1983 de 25 de febrero, del Estatuto de Autonomía para las *Islas Baleares*; artículo 55 de la Ley Orgánica 3/1983 de 25 de febrero, de Estatuto de Autonomía de *Madrid*; artículos 37.10 y 38 de la Ley Orgánica 4/1983 de 25 de febrero, del Estatuto de Autonomía de *Castilla y León*.

Asimismo, algunas Comunidades Autónomas han dictado normas que desarrollan de una manera más pormenorizada sus competencias en materia de emisiones de valores, operaciones crediticias y capacidad de endeudamiento (por ejemplo, la Ley 27/1983, de 25 de noviembre, de relaciones entre las instituciones comunes de la Comunidad Autónoma del País Vasco y los Organos Forales de los Territorios Históricos).

B) LA EMISIÓN DE VALORES POR LAS CORPORACIONES LOCALES

El artículo 49 de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, Reguladora de las Haciendas Locales, establece que las entidades locales podrán concertar operaciones de crédito en todas sus modalidades con toda clase de entidades de crédito, y en el artículo 50 afirma que para la financiación de sus inversiones, las Entidades Locales podrán acudir al crédito público y privado, a medio y largo plazo, en cualquiera de sus formas entre las que está la emisión pública de deuda. 8

El artículo 54 de la misma Ley establece que las operaciones de crédito que se instrumenten mediante emisiones de deuda o cualquier otra apelación al crédito público precisarán, en todo caso, de la autorización de los órganos competentes del Ministerio de Economía y Hacienda. Adicionalmente, las operaciones de crédito que se instrumenten mediante emisiones de valores estarán sujetas a lo previsto en el Título III de la LMV, según dispone el párrafo 2.º del artículo 54.1 de la Ley 39/1988. Entre los criterios que se tendrán en cuenta por el 9

Ministerio de Economía y Hacienda para autorizar tales operaciones, están la situación económica de la Entidad Local peticionaria, el plazo de amortización de la operación, la futura rentabilidad económica de la inversión a realizar y condiciones de todo tipo del crédito a concertar.

- 10 Según la Ley 7/1985, de 2 de abril, Reguladora de las Bases del Régimen Local, corresponde a la Comisión Nacional de Administración Local la colaboración entre la Administración del Estado y la Administración Local y en particular el artículo 118.1 señala que corresponde a la Comisión establecer los criterios para las autorizaciones de operaciones de endeudamiento de las Corporaciones Locales.

8. La emisión de acciones

A) CONSIDERACIONES GENERALES

- 1 Como es sabido, las acciones representan partes alicuotas del capital de las sociedades anónimas. La acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y le atribuye los derechos reconocidos en la LSA y en los estatutos (art. 48 LSA). Dado que el capital social de toda SA debe estar expresado en pesetas, también lo estará el nominal de sus acciones, exigencia que debería ser objeto de modificación, ya que priva a las sociedades españolas de acceso a mercados extranjeros, y les impide cubrir el riesgo de cambio de inversiones en el exterior con unos recursos propios parcialmente cifrados en divisas.
- 2 La emisión de acciones puede producirse tanto en el momento de la constitución de la sociedad, ya sea por el procedimiento de fundación simultánea como por el de fundación sucesiva, como posteriormente mediante la ampliación del capital social. Cabe asimismo la emisión de nuevas acciones sin alterar el capital social como sucede en el caso de disminución del valor nominal de las acciones (Ej.: si se reduce el nominal de la acción de 1.000 ptas. a 100 ptas. el número de acciones en circulación se multiplicará por diez sin alterar la cifra de capital).
- 3 Si atendemos a las características de las acciones emitidas podemos distinguir entre acciones ordinarias y acciones preferentes. En relación con estas últimas el artículo 50 LSA dispone que para la creación de acciones que confieran algún privilegio frente a las ordinarias habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de estatutos (art. 144 y siguientes). No es válida, sin embargo, la creación de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación, ni la de aquellas que de forma directa o indirecta

alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o de suscripción preferente. Especial consideración, por su novedad, tienen las acciones sin voto y las acciones rescatables, a ellas nos referiremos en los apartados E) y F) siguientes.

B) FUNDACIÓN SIMULTÁNEA Y SUCESIVA

La sociedad puede fundarse en un sólo acto por convenio entre los fundadores (fundación simultánea) o en forma sucesiva por suscripción pública de las acciones. En cualquier caso no podrá constituirse sociedad alguna que no tenga su capital suscrito totalmente y desembolsado en una cuarta parte, por lo menos, el valor nominal de cada una de las acciones. El capital social no podrá ser inferior a 10 millones de pesetas y se expresará precisamente en esta moneda. 4

La emisión de acciones en el caso de *fundación simultánea* no tiene especial interés desde la perspectiva del mercado de valores. Baste señalar que serán fundadores las personas que otorguen la escritura social y suscriban todas las acciones. Su número no podrá ser inferior a tres (excepto en el caso de sociedades constituidas por el Estado, Comunidades Autónomas o Corporaciones Locales o por Organismos o Entidades de ellos dependientes) (art. 14 LSA). Los fundadores responderán solidariamente frente a la sociedad, los accionistas y los terceros de la realidad de las aportaciones sociales, de la valoración de las no dinerarias, de la adecuada inversión de los fondos destinados al pago de los gastos de constitución, de la constancia en la escritura de constitución de las menciones exigidas por la Ley y de la exactitud de cuantas declaraciones hagan en aquélla (art. 18 LSA). 5

En el procedimiento de *fundación sucesiva* es donde resulta de aplicación, en mayor medida, la normativa del mercado de valores y se exige la intervención de la CNMV. 6

Deberá seguirse el procedimiento de fundación sucesiva siempre que con anterioridad al otorgamiento de la escritura de constitución de la sociedad se haga una promoción pública de las acciones por cualquier medio de publicidad o por la actuación de intermediarios financieros (art. 19 LSA). En este caso, los promotores deberán comunicar a la CNMV el proyecto de emisión y redactarán el programa de fundación que deberán contener necesariamente las indicaciones previstas en el artículo 20 LSA.

Los promotores, antes de realizar cualquier publicidad de la sociedad proyectada, deberán aportar a la CNMV una copia completa del programa de fundación al que acompañarán un informe técnico sobre la viabilidad de la sociedad proyectada y los documentos que recojan las características de las acciones a emitir y los 7

derechos de los suscriptores. Asimismo deberán registrar en la CNMV un folleto informativo, cuyo contenido se ajustará a lo previsto en la LMV y disposiciones de desarrollo, con la particularidad que el mismo habrá de ser suscrito, además de por los promotores, por los intermediarios financieros que se encarguen de la colocación y aseguramiento de la emisión. Los promotores deberán asimismo depositar en el Registro Mercantil un ejemplar del programa de fundación y del folleto informativo, publicándose en el BORME tanto el hecho del depósito como un extracto del mismo, mencionándose la posibilidad de su consulta en la CNMV, en el Registro Mercantil y en las oficinas de los intermediarios financieros (art. 21 LSA).

- 8 La suscripción de acciones deberá ajustarse a las condiciones previstas en el programa de fundación y en el folleto informativo, debiendo desembolsarse al menos el 25 % del nominal que deberá depositarse en la entidad o entidades de crédito que al efecto se designen. Las aportaciones serán indisponibles hasta que la sociedad quede inscrita en el Registro Mercantil, salvo para los gastos de notaría, registros y fiscales imprescindibles para la inscripción. La suscripción de acciones se hará constar en un «boletín de suscripción» que contendrá, al menos, las menciones exigidas por el artículo 24 LSA. Los promotores, en el plazo de un mes desde que finalizó el de suscripción, formalizarán la lista definitiva de suscriptores.

En el plazo máximo de seis meses contados a partir del depósito del programa de fundación y del folleto informativo en el Registro Mercantil, los promotores convocarán a cada uno de los suscriptores para que concurran a la junta constituyente cuya celebración se ajustará a lo previsto en los artículos 25 a 28 LSA. En el mes siguiente a la celebración de la junta, las personas que hayan sido designadas al efecto otorgarán la escritura pública de constitución de la sociedad, con sujeción a los acuerdos adoptados por la junta y a los demás documentos justificativos y solicitarán su inscripción en el Registro Mercantil (art. 29 LSA). Si transcurriera el plazo de un año desde el depósito del programa de fundación y el folleto informativo en el Registro Mercantil sin haberse procedido a inscribir la escritura, los suscriptores podrán exigir la restitución de las aportaciones realizadas con los frutos que hubieran producido (art. 33 LSA).

- 9 Los promotores responderán solidariamente frente a la sociedad y frente a terceros de la realidad y exactitud de las listas de suscriptores; de los desembolsos exigidos y de su adecuada inversión, de las declaraciones contenidas en el programa de fundación y en el folleto informativo y de la realidad y efectiva entrega a la sociedad, en su caso, de las aportaciones no dinerarias.

C) AMPLIACIÓN DE CAPITAL

a) *Modalidades*

De los distintos supuestos de emisión de acciones por las sociedades anónimas (fundación simultánea o sucesiva, ampliación de capital, cambio de nominal) es en las ampliaciones de capital cuando con más frecuencia resulta de aplicación la normativa de la LMV ya que, según la DA 1ª del Texto Refundido de la LSA, cuando las acciones coticen en un mercado secundario oficial y los derechos que generen sean libremente negociables en el mismo, la operación de aumento de capital quedará sujeta a la normativa del mercado de valores. Adicionalmente, aunque la sociedad no cotice en bolsa, el aumento de capital puede quedar sujeto a la normativa del mercado de valores cuando las acciones sean ofrecidas públicamente para su suscripción o a través de intermediarios financieros. 10

Las ampliaciones de capital pueden revestir diversas modalidades. La principal es la que distingue entre ampliaciones de capital liberadas con cargo a reservas y ampliaciones de capital con desembolso. 11

Las ampliaciones de capital liberadas con cargo a reservas no tienen por objeto captar nuevos recursos del público sino que el desembolso se realiza con cargo a reservas disponibles, las reservas por prima de emisión y la reserva legal en la parte que exceda del 10 % del capital ya aumentado. No se produce, por tanto, un incremento de los recursos propios de la sociedad sino un mero apunte contable traspasando reservas a capital. Algunas sociedades cotizadas realizan periódicamente ampliaciones de capital liberadas siguiendo una política de remuneración al accionista que, además de los dividendos, puede optar entre aumentar el número de acciones sin desembolso o percibir una cantidad de dinero mediante la venta en bolsa de sus derechos de suscripción preferente.

Por el contrario, las ampliaciones de capital con desembolso tienen por objeto captar nuevos recursos por la sociedad emisora. Cuando el valor teórico contable es superior al nominal, las acciones se suelen emitir con prima para compensar la dilución que produce la emisión de las nuevas acciones en el valor teórico de las viejas.

Por ejemplo, si una sociedad tiene un capital de 100 y unas reservas de 100 el valor de sus acciones será del 200 % (valor teórico contable superior al nominal). Si realiza una ampliación de capital de 100 a la par pasará a tener un capital de 200 con unas reservas de 100 lo que supone un valor teórico del 150 %. Para evitar la dilución de las reservas entre el nuevo capital es por lo que se recurre a la prima de emisión. En el ejemplo, si la ampliación de capital de 100 se realiza con prima de emisión de otras 100, la sociedad tendrá un capital de 200 y unas reservas de 200 manteniendo el valor teórico del 200 %.

- 12 Por otra parte, el aumento de capital puede realizarse por emisión de nuevas acciones o por elevación del nominal de las ya existentes. Sin embargo, según la nueva legislación sobre sociedades anónimas, cuando el aumento haya de realizarse elevando el valor nominal de las acciones, será preciso el consentimiento de todos los accionistas (pues les impone la obligación de efectuar el desembolso), salvo en el caso de que el aumento se haga íntegramente con cargo a reservas (art. 152.2 LSA).
- 13 En el caso de ampliación de capital con nuevas aportaciones, éstas podrán consistir tanto en nuevas aportaciones dinerarias como no dinerarias. En este supuesto, al tiempo de la convocatoria de la junta será preciso poner a disposición de los accionistas una memoria de los administradores en la que se describan con detalle las aportaciones proyectadas, las personas que hayan de efectuarlas, el número y valor nominal de las acciones que hayan de entregarse y las garantías adoptadas según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista (art. 155 LSA). Las aportaciones no dinerarias habrán de ser objeto asimismo de un informe elaborado por uno o varios expertos designados por el Registro Mercantil (art. 38 LSA).
- 14 Cuando la aportación consista en la compensación de créditos contra la sociedad, sólo podrá realizarse el aumento de capital cuando concurren los siguientes requisitos: (art. 156 LSA)
- Que al menos un 25 % de los créditos a compensar sean líquidos, vencidos y exigibles y que el vencimiento de los restantes no sea superior a cinco años.
 - Que al tiempo de la convocatoria de la Junta se ponga a disposición de los accionistas una certificación del auditor de cuentas de la sociedad que acredite que, una vez verificada la contabilidad social, resultan exactos los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos en cuestión.
- 15 Por último, cuando se aumente el capital por conversión de obligaciones en acciones se aplicará lo establecido en el acuerdo de emisión de las obligaciones. En la siguiente pregunta de este Capítulo analizaremos con más detalle la problemática de las emisiones de obligaciones y bonos convertibles.
- b) *El derecho de suscripción preferente*
- (i) *Reglas generales*
- 16 En los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles, en su caso, podrán ejercitar, dentro del plazo que se establezca, que no

será inferior a un mes desde la publicación del anuncio de la emisión en el BORME, el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que posean o de las que corresponderían a los titulares de obligaciones convertibles de ejercitar en ese momento la facultad de conversión (art. 158 LSA).

El reconocimiento del derecho de suscripción preferente a los obligacionistas convertibles no venía exigido por la Segunda Directiva CEE. Sin embargo la LSA ha optado por conceder este derecho a los obligacionistas convertibles con el fin de permitir a estos conservar el nivel de participación en el capital inicialmente representado por sus títulos y evitar el efecto dilución (en vez de exigir por Ley lo que en la práctica ya se venía haciendo: insertar una cláusula antidilución entre las condiciones de las obligaciones convertibles). El problema que plantea la solución legal es que si posteriormente los obligacionistas no convirtiesen se produciría un enriquecimiento injusto en su favor y en detrimento de los socios. De ahí que en nuestra opinión el reconocimiento del derecho de suscripción de los obligacionistas convertibles debería haber ido acompañado, como sucede en la legislación francesa (art. 196 de la Ley de 24 de julio de 1966 sobre sociedades comerciales) del compromiso de los que lo ejerciten de convertir sus obligaciones en acciones. 17

Por otra parte, los derechos de suscripción preferente son transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven. En caso de aumento con cargo a reservas, la misma regla será de aplicación a los derechos de asignación gratuita de las nuevas acciones (art. 158.3 LSA). En el caso de sociedades cotizadas, el derecho de suscripción (o de asignación gratuita de nuevas acciones) cotiza en bolsa y puede negociarse en ella. 18

(ii) *Supuestos en los que no hay derecho de suscripción preferente*

Excepcionalmente no habrá lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento de capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de la sociedad (art. 159.2 LSA). 19

Entre los supuestos en los que la LSA excluye expresamente el derecho de suscripción preferente no se encuentran las ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias, con compensación de créditos, ni las resultantes del ejercicio de «warrants» emitidos por la sociedad que otorguen un derecho a suscribir acciones nuevas. Ello ha planteado diversos problemas de interpretación. 20

Por lo que se refiere a la existencia o no de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital necesarios para atender el ejercicio de «warrants» emitidos por la sociedad nos remitimos al apartado 21

11 siguiente donde hablaremos de las emisiones de «warrants» en general.

- 22 En cuanto a las aportaciones no dinerarias, antes de la reforma, la doctrina entendía que en las ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias no había derecho de suscripción preferente porque las acciones tenían un destino específico, servir de contraprestación a la aportación de un bien determinado que sólo su propietario podía aportar a la sociedad. (Por todos: SÁNCHEZ ANDRÉS: *El derecho de suscripción preferente del accionista* [1973]). Por su parte, el artículo 29 de la Segunda Directiva únicamente exige el reconocimiento del derecho de suscripción preferente en los casos de aumento de capital suscrito con aportaciones dinerarias.

Sin embargo, a diferencia de lo que sucedía en la legislación anterior, en la nueva LSA la falta de referencia a la inexistencia de derecho de suscripción preferente en caso de aportaciones no dinerarias es intencionada ya que se contemplaba expresamente en el Proyecto de Ley y la mención fue suprimida en el transcurso del debate parlamentario.

Ello hace que algunos autores consideren que en el caso de ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias (y lo mismo cabe decir en el caso de compensación de créditos) existe, en principio, derecho de suscripción preferente, y para su exclusión es preciso seguir los trámites del artículo 159 LSA (en este sentido, CACHÓN BLANCO: «El nuevo régimen de los derechos de suscripción en la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989» en *Actualidad Civil* núm. 20 [1990] p. 261).

Como excepción, el artículo 10.6 del RD 1197/1991 de 2 de agosto sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores establece que en el caso de ofertas en que la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad oferente no existirá derecho de suscripción preferente para los accionistas de ésta (véase el Capítulo XI.2 al respecto).

(iii) *Exclusión del derecho de suscripción preferente*

- 23 Como hemos señalado el artículo 159 LSA permite, en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, que la junta general, al decidir sobre el aumento de capital, pueda acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente. La exclusión exige que se cumplan los siguientes requisitos:

— Que en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y el tipo de emisión de las nuevas acciones.

- Que al tiempo de la convocatoria de la junta, se pongan a disposición de los accionistas una memoria elaborada por los administradores, en la que se justifiquen detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse y un informe elaborado bajo su responsabilidad por el auditor de cuentas de la sociedad sobre el valor real de las acciones de la sociedad y sobre la exactitud de los datos contenidos en la memoria de los administradores. Cuando la sociedad no esté obligada a tener verificación contable, el auditor será designado por los administradores a los efectos mencionados.
- Que el valor nominal de las acciones a emitir más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad, de forma que se evite el efecto dilución en contra de los accionistas que han sido privados de su derecho de suscripción. En relación con el valor real hay que entender que éste no tiene que coincidir necesariamente con el valor teórico-contable y, a nuestro juicio, debería ser el más alto del valor de mercado y el valor liquidativo (por ejemplo las acciones de sociedades de cartera e inmobiliarias suelen cotizar con un descuento sobre su valor liquidativo que no debería tenerse en cuenta para determinar su valor real).

c) *Requisitos y procedimiento para la ampliación de capital*

Para realizar una ampliación de capital cuyo contravalor consista en nuevas aportaciones dinerarias al patrimonio social, será requisito 24
previo, salvo para las sociedades de seguros, el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas. Podrá realizarse sin embargo el aumento si existe una cantidad pendiente de desembolso que no exceda del 3 % del capital social (art. 154 LSA).

Las nuevas acciones habrán de desembolsarse, como mínimo, en un 25 % del nominal (art. 152.3). Las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones no dinerarias como consecuencia de un aumento del capital suscrito deberán ser totalmente liberadas en un plazo de cinco años a partir del acuerdo de aumento (art. 155.2).

En cuanto al procedimiento a seguir se exige:

(i) *Acuerdo de la junta general*

El aumento de capital habrá de acordarse por la junta general con 25
los requisitos establecidos para la modificación de estatutos (art. 152 LSA), lo que supone, entre otros requisitos, la necesidad de que concurren en primera convocatoria accionistas que posean, al menos, el 50 % del capital suscrito con derecho de voto. En segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25 % de dicho capital.

Cuando concurren accionistas que representen menos del 50 % del capital suscrito con derecho a voto, el acuerdo sólo podrá adoptarse válidamente con el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta (arts. 144 y 103 LSA).

- 26 No obstante lo anterior, la junta general, con los mismos requisitos, podrá delegar en los administradores (art. 153 LSA):

— La facultad de señalar la fecha en que el acuerdo ya adoptado de aumentar el capital social deba llevarse a efecto en la cifra acordada y de fijar las condiciones del mismo en todo lo no previsto en el acuerdo de la junta general. El plazo para el ejercicio de esta facultad no podrá exceder de un año, excepto en el caso de conversión de obligaciones en acciones (delegación de facultades).

— La facultad de acordar en una o varias veces el aumento del capital social hasta una cifra determinada en la oportunidad y en la cuantía que ellos decidan, sin previa consulta a la junta general. Estos aumentos no podrá ser superiores en ningún caso a la mitad del capital de la sociedad en el momento de la autorización y deberán realizarse mediante aportaciones dinerarias dentro del plazo máximo de cinco años a contar desde el acuerdo de la junta (capital autorizado).

(ii) *Comunicación a la CNMV y registro del folleto de emisión*

- 27 Cuando las acciones emitidas se ofrezcan públicamente para su suscripción y, en todo caso, cuando la sociedad emisora cotice en bolsa, el aumento de capital habrá de comunicarse a la CNMV y deberá cumplir los requisitos establecidos en el artículo 26 de la LMV, debiendo registrar un folleto de la emisión (véase el apartado 5 anterior). La suscripción deberá hacerse constar en un documento que, bajo el título de boletín de suscripción, se extenderá por duplicado y contendrá al menos las indicaciones previstas en el artículo 97 de la LSA.

(iii) *Publicación del anuncio de emisión*

- 28 Una vez registrada la emisión en la CNMV (cuando sea procedente), deberá publicarse el anuncio de emisión en el BORME (art. 158 LSA).

(iv) *Plazo de suscripción*

- 29 Una vez publicados los anuncios oficiales se inicia el plazo de suscripción durante el tiempo que se haya establecido en el acuerdo y que para el período de suscripción preferente no será inferior al mes.

Terminado el período de suscripción preferente (o si éste hubiese sido excluido) las acciones sobrantes pueden ofrecerse al público para su suscripción. El procedimiento de colocación es libre pero deberá

quedar definido y hacerse público en todos sus extremos en el folleto informativo (art. 29 LMV).

(v) *Cierre de la ampliación*

Transcurrido el período de suscripción, los administradores otorgarán la correspondiente escritura de ampliación de capital, suscripción y desembolso. Asimismo, deberán expedir las pólizas de suscripción en favor de los suscriptores y solicitar, en su caso, la admisión a cotización de las nuevas acciones. Los suscriptores quedan obligados a hacer su aportación desde el momento mismo de la suscripción en las condiciones fijadas en el acuerdo de ampliación. Sin embargo, pueden pedir la resolución de dicha obligación y exigir la restitución de las aportaciones realizadas si transcurridos seis meses desde que se abrió el plazo de suscripción no se hubieran presentado para su inscripción en el Registro Mercantil los documentos acreditativos del aumento del capital (art. 162 LSA). 30

Hasta la inscripción del aumento del capital social en el Registro Mercantil no podrán entregarse ni transmitirse las acciones (art. 62 LSA).

(vi) *Suscripción incompleta*

Es muy importante señalar que el acuerdo de emisión debe prever expresamente la posibilidad de suscripción incompleta. Si se ha previsto, cuando el aumento de capital no se suscribe íntegramente dentro del plazo fijado para su suscripción, el capital sólo se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas. 31

Por el contrario, si no se hubiera previsto la posibilidad de suscripción incompleta y el aumento no se suscribe íntegramente, éste quedará sin efecto y los administradores vendrán obligados a publicarlo en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y a restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas en el plazo de un mes (art. 161 LSA).

Cuando la CNMV hubiese intervenido en la verificación inicial del aumento de capital, el fracaso total o parcial del mismo deberá comunicarse a dicha Comisión (Disposición adicional primera de la LSA).

D) EMISIÓN DE ACCIONES POR REDUCCIÓN DEL VALOR NOMINAL

Como ya hemos señalado, un supuesto de emisión de nuevas acciones sin aumento de capital es el de reducción del valor nominal de las acciones (ej.: 5 acciones nuevas de 100 Ptas. por una acción antigua de 500 Ptas.). En este caso no será necesario seguir el procedimiento establecido en los artículos 151 y siguientes LSA por no haber aumento de capital. Sin embargo, al producirse una modifica- 32

ción de estatutos se requiere el acuerdo de la junta general que deberá adoptarse con los requisitos del artículo 144 LSA. Asimismo será necesario proceder al canje de las antiguas acciones por las nuevas, que deberá realizarse conforme a lo previsto en el artículo 59 LSA. Deberá respetarse igualmente, en caso de que se trate de una sociedad cotizada en bolsa, lo dispuesto en la LMV y registrarse en la CNMV una comunicación de la emisión y los documentos acreditativos del acuerdo de emisión y de las características de los nuevos valores (en este sentido artículo 27 del Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo).

E) LA EMISIÓN DE ACCIONES SIN VOTO

33 Una de las principales novedades introducidas por la nueva legislación sobre sociedades anónimas es la posibilidad de emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital desembolsado (arts. 90 a 92 LSA). La causa última de la regulación de este tipo de acciones es el tradicional absentismo de los accionistas en las grandes sociedades. Se pretende así ofrecer a los inversores un instrumento que, desprovisto de los derechos políticos, otorga mayores derechos económicos.

34 En nuestra legislación las acciones sin voto confieren los derechos siguientes:

— Percibir el dividendo anual mínimo que establezcan los estatutos sociales, que no podrá ser inferior al 5 % del capital desembolsado por cada acción sin voto. Una vez acordado el dividendo mínimo los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Dentro de ese plazo, mientras no se satisfaga la parte no pagada del dividendo mínimo, las acciones sin voto conferirán ese derecho en las juntas generales de accionistas.

— Obtener el reembolso del valor desembolsado de sus acciones antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones en caso de liquidación de la sociedad.

— No quedar afectadas por la reducción de capital por pérdidas sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

— Los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo el de voto y designación de consejeros por el sistema de representación propor-

cional. Corresponde, por tanto, a las acciones sin voto el derecho de suscripción preferente sobre cualquier clase de acciones y obligaciones convertibles en la misma proporción y condiciones que a las restantes acciones. No atenta contra este derecho el acuerdo de aumentar capital con acciones con voto y acciones sin voto siempre que se respete la proporcionalidad entre una y otra categoría (véase A. MENÉNDEZ y E. BELTRÁN: «Las acciones sin voto» en *RDM* núm. 191, p. 9).

Sin embargo, hasta la fecha, la figura de las acciones sin voto no ha tenido éxito y no tenemos conocimiento de que se haya realizado ninguna emisión. La razón, a nuestro juicio, es doble. Por una parte el hecho de que el legislador haya fijado el dividendo anual mínimo en un 5 % del capital desembolsado en vez de dejar al mercado que determine el porcentaje que en cada caso considere razonable. La consecuencia es que ese 5 % resulta a todas luces excesivo ya que si se añade a los dividendos ordinarios satisfechos por las grandes empresas cotizadas (que son las principales interesadas en emitir este tipo de acciones) resultará que el coste de captar recursos por la vía de las acciones sin voto es más caro que un préstamo o una emisión de deuda y además los dividendos (a diferencia de los intereses) no son fiscalmente deducibles para el emisor. 35

El segundo error del legislador es no haber advertido que la Directiva 89/299/CEE de 17 de abril relativa a los fondos propios de las entidades de crédito excluye del cómputo de la base de capital las acciones acumulativas. Dado que las acciones sin voto en derecho español tienen esta condición (la parte del dividendo mínima no pagada se acumula durante los cinco ejercicios siguientes) y que además necesariamente han de cifrarse en pesetas, lo que limita su colocación en mercados exteriores, resultan un instrumento perfectamente inútil para la captación de fondos propios de los bancos. Ello ha provocado que las emisiones de acciones sin voto de los bancos españoles se hayan hecho a través de filiales en el exterior sujetas a derecho extranjero. 36

F) LA EMISIÓN DE ACCIONES RESCATABLES

Se denominan «acciones rescatables» aquellas que son amortizables en el plazo y condiciones previstas en el acuerdo de emisión. Caben acciones rescatables en una fecha determinada o determinable y en este último caso a opción del emisor o del suscriptor. 37

Las acciones rescatables están reguladas en el artículo 39 de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades y existe una amplia experiencia de su regulación en derecho comparado. El artículo 38

101.d) del proyecto de Ley de Sociedades Anónimas las contemplaba expresamente, pero finalmente fue suprimido, por lo que en la actualidad no existe regulación alguna en España sobre este tipo de acciones. Se plantea así la cuestión de su admisibilidad en nuestro Derecho.

- 39 Sin embargo, del silencio del legislador no puede deducirse sin más una prohibición, máxime cuando su régimen jurídico es perfectamente compatible con la regulación general de las sociedades anónimas (véase *in extenso* FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit., p. 242).
- 40 En cuanto a los requisitos de emisión, el acuerdo debe de ser adoptado por la junta general sin que quepa delegar esta facultad a los administradores. El acuerdo de emisión debe producirse simultáneamente al acuerdo de reducción de capital necesario para hacer frente al rescate. El acuerdo de reducción de capital expresará la finalidad (el reembolso de las acciones rescatadas); la cifra de reducción; el tiempo en que han de ser rescatadas y la suma que haya de abonarse a los accionistas (art. 164.1 y 2 LSA). Es necesario reconocer a los accionistas y titulares de obligaciones convertibles el derecho de suscripción preferente de las acciones rescatables. Si la reducción se realiza con cargo a beneficios y reservas libres el procedimiento de amortización será el contemplado en el artículo 157.3 LSA. Si se reembolsan con cargo a capital habrá que respetar el derecho de oposición de los acreedores, quedando el derecho del accionista condicionado.

9. La emisión de obligaciones

A) LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR SOCIEDADES ANÓNIMAS

a) Regulación

- 1 Las obligaciones representan una parte alicuota de un crédito contra la entidad emisora. La emisión de obligaciones, por sociedades anónimas se rige por lo dispuesto en los artículos 282 y siguientes de la LSA.
- 2 En función de sus características podemos distinguir entre diversas clases de obligaciones. Entre las más importantes cabe citar las siguientes:
- *Por su nominal*: obligaciones en pesetas o en divisas.
 - *Por el tipo de emisión o amortización*: existen obligaciones con o sin prima de emisión (descuento sobre el valor nominal al tiempo de la suscripción) o de reembolso (pago de una cantidad superior al nominal al vencimiento).

- *Por el tipo de interés:* cabe distinguir entre obligaciones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. También cabe hablar de obligaciones participativas cuando la remuneración del obligacionista se fija total o parcialmente en función de los beneficios de la sociedad.
- *Por el vencimiento:* cabe distinguir entre obligaciones con vencimiento determinado y obligaciones perpetuas sin plazo marcado de vencimiento rescatables a voluntad del emisor o del acreedor (sobre la admisibilidad de las obligaciones perpetuas en nuestro Derecho, FERNANDEZ DEL POZO, ob. cit., p. 227; véase art. 313 C. Com.).
- *Por las garantías:* podemos distinguir entre obligaciones simples y garantizadas con hipoteca, prenda, aval u otras formas de garantía de las previstas en el artículo 284 LSA; y subordinadas que están postergadas en el rango de caso de quiebra de la entidad emisora, situándose detrás de todos los acreedores y antes de los accionistas [sobre la subordinación véase el Capítulo III.3.D.h)]
- *Por su convertibilidad:* si las obligaciones incorporan un derecho de conversión en acciones de nueva emisión de la sociedad emisora se denominan convertibles. Si incorporan un derecho de canje por acciones en circulación se denominan canjeables. A su vez cabe distinguir entre obligaciones convertibles o canjeables a opción del obligacionista o de la sociedad y obligatoriamente convertibles.

b) *Límites a la emisión de obligaciones*

El artículo 282 LSA establece que el importe total de las emisiones de obligaciones en circulación de una sociedad no puede ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Una cuestión de interpretación que se plantea en relación con este artículo es si el cómputo del límite debe hacerse sobre la cifra de capital social existente en el momento del acuerdo de emisión o en el último balance aprobado. A nuestro juicio la mención al último balance aprobado (se entiende por junta general) se refiere exclusivamente a las reservas que figuren en el mismo pero no al capital que debe tomarse el desembolsado en el momento de la emisión, ya sea igual, superior o inferior al que figure en dicho balance por haberse producido desde entonces aumentos o reducciones de capital que no, por estar públicamente registrados, no pueden ignorarse. Asimismo entendemos que si la sociedad tuviera pérdidas acumuladas en su balance, deberían deducirse de las reservas e incluso del capital si aquéllas fueran insuficientes, a efectos de determinar los recursos propios de la sociedad.

3

4

5 Por otra parte, según dispone la DA 4ª de la LDIEC estos límites no son aplicables a las emisiones de obligaciones por entidades de crédito.

6 Tampoco son aplicables los límites existentes para la emisión de obligaciones en el caso de que la emisión esté debidamente garantizada mediante (art. 284 LSA):

- Hipoteca mobiliaria o inmobiliaria.
- Prenda de valores que deberán ser depositados en un banco oficial o privado.
- Garantía del Estado, de Comunidad Autónoma, Provincia o Municipio.
- Aval solidario de banco oficial o privado o de caja de ahorros.

c) *Procedimiento y requisitos para la emisión de obligaciones*

(i) *Acuerdo de la junta general*

7 La emisión de obligaciones requiere acuerdo de junta general. Para que la junta pueda acordar válidamente la emisión deberán cumplirse los requisitos de constitución establecidos en el artículo 103 LSA. La junta puede delegar esta facultad en el consejo de administración (art. 283 Reglamento del Registro Mercantil). Los administradores deben hacer uso de la facultad delegada dentro del plazo de cinco años. No puede delegarse en los administradores la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Queda a salvo la facultad de determinar los extremos no fijados por la junta que acuerde la emisión de esta clase de obligaciones (la legalidad de esta prohibición ha sido cuestionada por GARCÍA DE ENTERRÍA: «La prohibición de delegar en los administradores la facultad de acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones; ¿un supuesto de incumplimiento de las Directivas comunitarias?» *La Ley* núm. 24571 [1990] p. 1).

(ii) *Reglas especiales para la emisión de obligaciones convertibles*

8 La LSA (arts. 292 y ss.) establece reglas especiales para la emisión de obligaciones convertibles.

9 En primer lugar, los administradores deben redactar con anterioridad a la convocatoria de la junta un informe que explique las bases y modalidades de la conversión que deberá ir acompañado por otro de los auditores de cuentas (art. 292.2 LSA).

Por lo que se refiere al acuerdo de la junta, ésta deberá determinar las bases y modalidades de conversión y acordar aumentar el capital social en la medida necesaria (art. 292.1 LSA). 10

En relación al tipo de emisión, las obligaciones convertibles no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal. Tampoco pueden ser convertidas obligaciones en acciones cuando el valor nominal de aquéllas sea inferior al de éstas (art. 292.3 LSA). La razón de ser de ésta norma es asegurar el desembolso de las acciones y que no se conviertan obligaciones en acciones cuando el nominal de las obligaciones y, por tanto, el importe desembolsado por el suscriptor, sea inferior al nominal de las acciones. 11

En cuanto a la conversión, lo normal es que la junta al tiempo de la emisión acuerde a quien corresponde la decisión de convertir (puede ser el emisor o el tenedor, cabiendo incluso obligaciones necesariamente convertibles, en las que la conversión ya está preestablecida) y el procedimiento de conversión y, en cualquier caso, debe señalar el plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión. Si la junta no ha establecido un procedimiento, supuesto inusitado en la práctica, los obligacionistas podrán solicitar en cualquier momento la conversión. En este caso, los administradores, dentro del primer mes de cada semestre, emitirán las acciones que correspondan a los obligacionistas que haya solicitado la conversión en el semestre anterior e inscribirán durante el siguiente mes en el Registro Mercantil el aumento de capital correspondiente a las acciones emitidas (art. 294.1 LSA). 12

Por último, una de las cuestiones más interesantes que se han suscitado como consecuencia de la nueva regulación de las obligaciones convertibles es la de dilucidar si caben en nuestro Derecho ecuaciones de conversión variable, es decir, aquellas en las que el valor de las acciones y, por tanto, el número de acciones que da derecho a suscribir una obligación, no se fija al tiempo de la emisión sino que dependerá del valor de cotización en bolsa (generalmente con un descuento) de la acción al tiempo de la conversión. GARCÍA DE ENTERRÍA («Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de Sociedades» en *RDM* núm. 185-86, p. 274, [1987] y «El significado de la nueva regulación de obligaciones convertibles en acciones» en *RDM* núm. 195 [1990] p. 7) ha puesto de manifiesto que la regulación contenida en la LSA se basa en un modelo de ecuaciones de canje fijas. Sin embargo, discrepamos de este autor en que ello conlleve la prohibición de las obligaciones convertibles a cambio variable que son las tradicionales en nuestro país. Creemos que es posible realizar una interpretación de las normas con consecuencias menos traumáticas que la propugnada por GARCÍA DE ENTERRÍA que, en nuestra opinión, no es la pretendida por el legislador (conforme FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit., p. 163). De hecho en la 13

práctica, aún después de la reforma, la mayoría de las emisiones de obligaciones convertibles que se han realizado han sido a cambio variable, lo que ha sido admitido por la CNMV y los registros mercantiles correspondientes.

Para GARCÍA DE ENTERRÍA, la exigencia de aumento de capital simultáneo a la emisión de las obligaciones convertibles (art. 292), el derecho de suscripción preferente reconocido a las tenedores de éstas sobre los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones y sobre las nuevas emisiones de obligaciones convertibles (arts. 158.1 y 293.2) y la modificación de la relación de cambio de aumento de capital con cargo a reservas o de reducción del capital por pérdidas por parte de la sociedad emisora con anterioridad a la conversión (art. 294.2) son disposiciones que sólo pueden ser aplicadas correctamente mediante el recurso a relaciones fijas. En nuestra opinión, como ya hemos señalado, esta interpretación debe ser matizada.

En primer lugar, es cierto que en las emisiones de obligaciones convertibles a cambio variable no es posible determinar al tiempo de la emisión el aumento máximo de capital necesario para hacer frente a la conversión tal y como exige el artículo 292 LSA. Sin embargo, este obstáculo es fácilmente superable con la introducción de un cambio mínimo de conversión de forma que se establezca un valor mínimo de las acciones a efectos de su emisión y, por tanto, el número máximo de acciones que pueden emitirse.

En segundo lugar, coincidimos con GARCÍA DE ENTERRÍA que «es un auténtico despropósito reconocer el derecho de suscripción preferente sobre los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones a los titulares de obligaciones convertibles cuando éstas recurren a relaciones variables de conversión». La razón, como señala GARCÍA DE ENTERRÍA, es que de reconocerse el derecho de suscripción en estos casos el tenedor dispondría de un doble mecanismo de tutela frente al efecto dilución del aumento de capital, por un lado, el derecho de suscripción preferente y, por otro, la protección que le asegura el carácter variable de la relación de cambio (pues la dilución llevará consigo una reducción del precio de las acciones y con ello un incremento de las acciones a entregar). Sin embargo, creemos que la solución de este problema no es la de entender que de ello se deriva una prohibición de las emisiones de obligaciones convertibles a cambio variable (lo que no resulta expresamente de ningún precepto de nuestro ordenamiento jurídico que incluso se refiere a ellas en el artículo 2.4 del RD 1197/1991 de 26 de julio sobre las ofertas públicas de adquisición de valores) sino, por el contrario, que en las obligaciones convertibles a cambio variable no es necesario reconocer a los obligacionistas convertibles el derecho de suscripción preferente previsto en los artículos 158 y 239 LSA (conforme FERNÁNDEZ DEL POZO, op.

cit., p. 163). Ello no obstante, la junta general, si así lo desea, puede reconocer este derecho en el momento de la emisión, lo que viene sucediendo normalmente para evitar problemas interpretativos de los citados artículos 158 y 293, en cuyo caso es conveniente introducir en las condiciones de la emisión una cláusula de ajuste de la ecuación de canje, que evite un enriquecimiento injusto del obligacionista por la reducción de precio de las acciones causada por el efecto dilución.

Por último, en nuestra opinión, el artículo 294.2 LSA tampoco constituye un obstáculo insuperable para la realización de obligaciones convertibles a cambio variable ya que el ajuste es automático afectando de igual manera a los accionistas y obligacionistas, tal y como exige la ley. Únicamente cuando la ampliación con cargo a reservas o la reducción por pérdidas se produzca dentro del periodo de cómputo del tipo de conversión será necesario el ajuste lo que se consigue a través de las «cláusulas antidilución» tradicionales de este tipo de emisión (conforme FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit., p. 163).

(iii) *Comunicación a la CNMV y folleto de emisión*

Las emisiones de obligaciones realizadas por sociedades cotizadas o que pretendan ofrecerse a la suscripción pública (véase la pregunta quinta anterior en relación con los requisitos administrativos para la emisión de valores negociables), deberán comunicarse previamente a la CNMV, debiendo cumplir los requisitos establecidos en el artículo 26 de la LMV para las nuevas emisiones que hemos visto con anterioridad. 14

(iv) *Publicación del anuncio de emisión*

Una vez inscrita en los Registros de la CNMV, (cuando sea necesario) debe publicarse el anuncio de la emisión en el BORME que deberá contener las menciones exigidas en el artículo 286 LSA. 15

(v) *Período de suscripción*

Una vez publicados los anuncios se inicia el período de suscripción que tendrá lugar en el plazo establecido al efecto en el acuerdo de emisión. 16

En el supuesto de emisión de obligaciones convertibles, los accionistas de la sociedad y los tenedores de obligaciones convertibles de emisiones anteriores tendrán derecho de suscripción preferente durante el plazo que se establezca en el acuerdo de emisión, que no será inferior a un mes. Tras este período puede abrirse un nuevo plazo de suscripción abierta en la que pueden admitirse peticiones de terceros en régimen de oferta pública. El procedimiento de colocación es libre aunque debe quedar definido en el folleto informativo (art. 29 LSA).

(vi) *Cierre de la emisión*

- 17 La emisión deberá documentarse en escritura pública (que deberá recoger las menciones previstas en el artículo 285 LSA) e inscribirse en el Registro Mercantil, debiendo constituirse un sindicato de obligacionistas.

Si la emisión no hubiera sido totalmente cubierta, se reducirá al importe efectivamente suscrito, debiendo comunicarse a la CNMV el fracaso total o parcial de la emisión (DA 1ª LSA).

Si hubiera exceso de peticiones se aplicarán las reglas de adjudicación que se hubiesen establecido en el acuerdo de emisión.

Hasta que no se haya inscrito la escritura en el Registro Mercantil no podrán entregarse ni transmitirse las obligaciones (art. 285.2 en relación con el art. 62 LSA).

(vii) *Sindicato de obligacionistas*

- 18 En toda emisión de obligaciones, convertibles o no, debe constituirse un sindicato de obligacionistas entre los adquirentes de las obligaciones conforme a lo establecido en los artículos 295 al 305 de la LSA. El comisario, designado provisionalmente por la sociedad y que debe concurrir al otorgamiento de la escritura de emisión, convocará, tan pronto como quede suscrita la emisión, la asamblea general de obligacionistas que deberá aprobar o censurar su gestión confirmarle en el cargo o designar a la persona que haya de sustituirle (art. 297).

- 19 La asamblea de obligacionistas está facultada para acordar lo necesario a la mejor defensa de los legítimos intereses de los obligacionistas frente a la sociedad emisora, modificar, de acuerdo con la misma, las garantías establecidas, destituir o nombrar al comisario, ejercer cuando proceda las acciones judiciales correspondientes y aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes (art. 300). Para reducir la cifra del capital social o el importe de las reservas se precisa el consentimiento de la asamblea (art. 289).

- 20 El comisario, por su parte, será presidente del sindicato de obligacionistas y, además de las facultades que le hayan sido conferidas en la escritura de emisión y las que le atribuya la asamblea general de obligacionistas, tendrá la representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan (art. 303.1).

En todo caso, el comisario será el órgano de relación entre la sociedad y el sindicato y como tal podrá asistir, con voz y sin voto, a las deliberaciones de la junta general de la sociedad emisora, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de la misma los informes

que, a su juicio, o al de la asamblea de obligacionistas, interese a éstos (art. 303.2).

Los gastos normales que ocasione el sostenimiento del sindicato correrán a cargo de la sociedad emisora, sin que en ningún caso puedan exceder del 2 % de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas (art. 296).

B) LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR PERSONAS JURÍDICAS QUE NO SEAN SOCIEDADES ANÓNIMAS

a) Regulación

La emisión de obligaciones simples, hipotecarias, con garantía de prenda sin desplazamiento o con cualquier otra garantía por sociedades colectivas, comanditarias o de responsabilidad limitada y por asociaciones u otras personas jurídicas que no tengan la forma de sociedad anónima se rige por lo dispuesto en la Ley 211/1964 de 24 de diciembre. Ello no obstante, por disposición expresa de las leyes de presupuestos del Estado para 1989 (art. 127), 1991 (art. 101) y 1992 (disposición adicional vigésima), la Ley 211/1964 no es de aplicación a las emisiones de obligaciones del Instituto de Crédito Oficial (ICO), del Instituto Nacional de Industria (INI) y del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH). *A sensu contrario*, debe entenderse que resulta de aplicación a las emisiones realizadas por otras sociedades estatales de las previstas en el artículo 6.B) de la LGP distintas de las citadas y de RENFE ya que el artículo 76 de su Estatuto confiere a la emisión de obligaciones de RENFE el carácter de deuda pública. 21

b) Límites

El importe total de las emisiones de obligaciones sujetas a la Ley 211/1964 tendrá como límite máximo el capital social desembolsado si se trata de sociedades colectivas o comanditarias; el capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado, si se trata de sociedades de responsabilidad limitada; o la cifra de valoración de sus bienes cuando se trate de asociaciones o de otras personas jurídicas. 22

Para reducir la cifra del capital o el importe de las reservas, tratándose de sociedades de responsabilidad limitada, de modo que disminuya la proporción inicial entre la suma de éstos y la cuantía de las obligaciones pendientes de amortizar, se precisará el consentimiento del sindicato de obligacionistas. No será necesario este consentimiento. 23

to cuando se aumente el capital de la sociedad con cargo a las cuentas de regularización y actualización de balances o a las reservas.

- 24 No operarán las expresadas limitaciones cuantitativas cuando la total emisión esté garantizada mediante hipoteca mobiliaria o inmobiliaria, prenda de efectos públicos depositados en banco oficial o privado, garantía del Estado, Comunidad Autónoma, Provincia o Municipio, aval solidario de banco oficial o privado o caja de ahorros. Si se constituye aval solidario de sociedad de garantía recíproca inscrita en el registro especial del Ministerio de Economía, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad avalista en el momento de prestarlo, de acuerdo con su normativa específica.

c) *Requisitos para la emisión*

- 25 Las emisiones de obligaciones sujetas a la Ley 211/1964 se formalizarán en escritura pública que se inscribirá en el Registro Mercantil y, además, en su caso, en el de la Propiedad o en el de prenda sin desplazamiento que sean competentes, sin cuyos requisitos no podrán ponerse en circulación los títulos.
- 26 Asimismo la entidad emisora deberá constituir un sindicato de obligacionistas y designar un comisario que concurra al otorgamiento de la escritura de emisión en nombre de los futuros tenedores de los títulos.

Si las entidades emisoras no constituyen el sindicato de obligacionistas podrán tomar la iniciativa y solicitar su constitución los propios obligacionistas que representen, como mínimo, el 30 por 100 del total de la serie o emisión, previa deducción de las amortizaciones realizadas. A la asamblea en que se adopten estas decisiones deberá ser convocada la entidad emisora y el comisario designado en la escritura de emisión.

- 27 El sindicato de obligacionistas, una vez constituido legalmente, tendrá las mismas facultades de que gozan los de la misma clase de las sociedades anónimas y podrá acordar en sus asambleas lo necesario para la mejor defensa de los intereses de los obligacionistas frente a la entidad emisora; ampliar, modificar o sustituir, de acuerdo con ésta, las garantías establecidas; destituir o nombrar al comisario y ejercitar, cuando proceda, las acciones judiciales pertinentes.
- 28 Por último mencionar que la emisión quedará sujeta a las reglas de la LMV (verificación y registro de la emisión) en la medida en que los valores emitidos sean ofrecidos públicamente para su suscripción o sean objeto de difusión, promoción o comercialización en territorio nacional a través de cualquier persona o entidad dedicada a esta actividad conforme a los artículos 25 y siguientes de la LMV y disposiciones de desarrollo (véase el apartado 5 anterior).

C) EMISIÓN DE OBLIGACIONES CON GARANTÍA HIPOTECARIA U OTROS VALORES REEMBOLSABLES POR PERSONAS FÍSICAS

La emisión de obligaciones hipotecarias por personas físicas debe ajustarse a lo dispuesto en el artículo 154 de la Ley Hipotecaria. Adicionalmente, el artículo 26 del Real Decreto de emisiones y ofertas públicas de venta de valores dispone que la emisión por personas físicas de obligaciones con garantía hipotecaria quedará sujeta al cumplimiento de todos los requisitos establecidos en el mismo (comunicación y registro de la emisión en la CNMV) y ello aunque no se den las circunstancias de publicidad e intermediación en la oferta de los valores. 29

En este caso será documento acreditativo de los acuerdos y demás documentos de emisión, la escritura de emisión pendiente de inscripción. El requisito de auditoría de los estados financieros del emisor quedará cumplido con la presentación de tasación de los bienes hipotecados por experto independiente si de ella resulta un valor superior en un 20 % al importe global de la emisión. En otro caso, será preciso aportar una valoración del patrimonio del emisor hecha por experto independiente. 30

El contenido del folleto se adaptará a las especiales características del supuesto, conteniendo, en particular, referencia al sentido y finalidad de la operación, a las emisiones análogas realizadas durante los últimos años, al resultado de la tasación y a si existen en el patrimonio del emisor inmuebles distintos de los hipotecados u otros bienes de gran valor libres de gravámenes.

Las reglas anteriores serán de aplicación a las emisiones por personas físicas de otros títulos o, en general, valores con garantía hipotecaria que tengan por causa la captación de fondos reembolsables. 31

Ello no obstante, no estarán sujetas al procedimiento de verificación y registro por la CNMV las emisiones de obligaciones u otros valores realizadas por personas físicas si su importe nominal global es inferior a 100 millones de pesetas y su suscripción ha tenido lugar en el propio acto de otorgamiento de la correspondiente escritura.

10. La emisión de pagarés de empresa

A) CONSIDERACIONES GENERALES

En los últimos años se ha generalizado la emisión de pagarés como fórmula de captación de recursos por parte de las empresas inspirada 1

en instrumentos financieros como el «commercial paper» de gran tradición en los mercados anglosajones.

- 2 La denominación de pagarés de empresa, o pagarés financieros como también se les conoce, ha sido acuñada por la práctica y la doctrina que se ha ocupado del tema y obedece a una doble consideración. De una parte, la utilización de la figura tradicional del pagaré como base para el desarrollo de este nuevo activo financiero. De otra parte, la función estrictamente financiera ajena a toda operación comercial en la que pudiera servir de instrumento de pago.
- 3 A pesar de haber transcurrido casi diez años desde las primeras emisiones de pagarés de empresa realizadas en nuestro mercado, la cuestión de su régimen jurídico sigue siendo controvertida sin que exista una posición unánime en la doctrina ni se haya promulgado una norma que clarifique y resuelva definitivamente la cuestión. Ello es especialmente grave dada la importancia creciente que tiene el pagaré de empresa en nuestro mercado financiero y que ha servido de base al desarrollo de un mercado organizado como el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) (en relación con este mercado véase el capítulo décimo). En particular debemos analizar la aplicación a los pagarés de empresa de la LMV, la LCC y la LSA.

B) APLICABILIDAD DE LA LMV

a) *Calificación de los pagarés de empresa como valores negociables*

- 4 Como ya hemos señalado en la segunda pregunta de este Capítulo, la LMV se aplica a los valores negociables. Se plantea por tanto la cuestión de determinar si los pagarés de empresa son valores negociables.

En este sentido el Real Decreto de emisiones considera valores negociables a los pagarés, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos.

Es decir, únicamente los pagarés derivados de operaciones comerciales no se considerarán valores negociables. Los pagarés financieros se consideran siempre valores negociables, aunque sean emitidos singularmente (lo cual no deja de ser una contradicción con la característica de homogeneidad y agrupación en emisiones típicas de los valores negociables).

- 5 La calificación de los pagarés de empresa como valores negociables determina la aplicabilidad de la LMV y del régimen jurídico previsto

en la misma para estos valores. En particular ello supone que los pagarés de empresa podrán estar representados mediante títulos o anotaciones en cuenta; su emisión estará sujeta al cumplimiento de los requisitos administrativos establecidos en los artículos 25 y siguientes LMV y su transmisión deberá cumplir las previsiones del artículo 36 y DA 3.º LMV.

b) *Forma de representación*

Como el resto de valores negociables, los pagarés de empresa pueden estar representados mediante títulos o anotaciones en cuenta (art. 5 LMV). 6

En el caso de que estén representados mediante títulos podrán ser nominativos, a la orden o al portador.

Tradicionalmente los pagarés de empresa han estado representados mediante títulos. Sin embargo, lo habitual será que en lo sucesivo los pagarés de empresa estén representados mediante anotaciones en cuenta por ser éste un requisito indispensable para su admisión a negociación en mercados organizados (bolsa, AIAF).

A este respecto, el Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero incluye una disposición especialmente prevista para facilitar la representación de pagarés de empresa mediante anotaciones en cuenta. En efecto, según el artículo 6 de la citada disposición en el caso de programas de emisión que comprendan la posibilidad de emitir durante cierto plazo valores de distintas características, bastará con la existencia de una sola escritura pública que refleje las que sean comunes a condición de que en certificación complementaria expedida por el órgano de administración del emisor o por persona con poder bastante al efecto se hagan constar las características diferenciadas. Estas certificaciones, cuyas firmas habrán de estar legitimadas notarialmente, serán depositadas y puestas a disposición del público junto con la copia de la escritura. 7

c) *Requisitos administrativos para su emisión*

En primer lugar hay que señalar que las emisiones de pagarés de empresa cuyo plazo de vencimiento sea superior a dieciocho meses requieren la previa autorización de la DGTPF (art. 25 LMV y OM de 14 de noviembre de 1989). 8

Adicionalmente, cualquiera que sea su plazo de vencimiento, las emisiones de pagarés están sujetas a verificación de la CNMV con las únicas excepciones previstas en el Real Decreto de emisiones al que nos hemos referido con anterioridad [véase el apartado 5.E)] (por 9

ejemplo: estarán exentos de verificación los pagarés que, sin derivar de operaciones comerciales, sean librados singularmente, y las emisiones de pagarés a menos de 12 meses realizadas por entidades de crédito dirigidas exclusivamente a inversores institucionales o que vayan a ser negociados exclusivamente con su clientela).

- 10 En cuanto a la documentación sujeta a registro, hay que señalar que para los programas de emisión deberá registrarse en la CNMV toda la documentación exigida por el artículo 26 LMV salvo que proceda alguna de las excepciones previstas en el Real Decreto de emisiones [véase el apartado 5.F)] (por ejemplo: los pagarés cuyo importe nominal unitario sea superior a 25 millones de pesetas o dirigidos exclusivamente a inversores institucionales, en cuyo caso, no hace falta registrar el informe de auditoría del emisor ni folleto informativo; en el caso de pagarés del ICO o RENFE no hará falta registrar la auditoría aunque sí el folleto).

d) *Requisitos para su transmisión*

- 11 Otra consecuencia de la calificación como valor negociable es la aplicabilidad de los artículos 36 y DA 3.º LMV. Por tanto, si los pagarés de empresa se negocian en un mercado secundario oficial (ej. bolsa) su transmisión por título de compraventa exige la mediación de un miembro del correspondiente mercado sin lo cual será nula de pleno derecho.

Si no cotizan en un mercado secundario oficial se requiere la intervención de fedatario público, sociedad o agencia de valores para la válida transmisión de pagarés financieros al portador (no para los nominativos ni para los representados mediante anotaciones en cuenta; deben tenerse presente sin embargo las normas fiscales, Ley de Activos Financieros, y de control de cambios a las que nos hemos referido en el apartado 4 anterior).

C) *APLICABILIDAD DE LA LCC*

- 12 Debemos plantearnos igualmente la aplicación de la LCC a los pagarés de empresa. En este punto hay que distinguir según los pagarés estén representados mediante títulos o anotaciones en cuenta.

Si están representados mediante títulos no hay inconveniente en aplicar la LCC siempre que los pagarés sean nominativos o a la orden y se ajusten a las previsiones de la LCC. En el caso de pagarés al portador su régimen es el previsto en el artículo 544 C. Com. que, en nuestra opinión, sigue en vigor al no haber sido derogado por la LCC.

Sin embargo, lo habitual será que en el futuro los pagarés de empresa, al menos los emitidos en programas, estén representados mediante anotaciones en cuenta pues es este un requisito indispensable para su admisión a negociación en mercados organizados. En este caso el artículo 9 LMV establece que la transmisión de las anotaciones se realiza por «transferencia contable» que «produce los mismos efectos que la tradición», lo que nos remite al régimen de los títulos valores al portador. Por tanto la LCC no resultará de aplicación a los pagarés de empresa representados mediante anotaciones en cuenta.

D) APLICABILIDAD DE LA LSA

Por último debemos analizar la aplicabilidad a las emisiones de pagarés de empresa del régimen previsto en la LSA para la emisión de obligaciones. En este punto la doctrina está dividida (a favor de la aplicación PAZ-ARES: *La letra de favor* [1987] p. 105 y FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit. p. 109; contra OTERO LASTRES: «Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y ss. de la LSA a los pagarés de empresa», *La Ley* núm. 1148 y URÍA MERUENDANO: *El mercado de pagarés de empresa*, [1983]; una postura intermedia ha sido defendida por SACRISTÁN REPRESA: «Emisión y descuento de pagarés de empresa», en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, op. cit., p. 307).

En nuestra opinión el intento de aplicar el régimen previsto en la LSA para la emisión de obligaciones a las emisiones de pagarés de empresa se debe a una defectuosa comprensión de lo que son los programas de emisión de pagarés y de las evidentes diferencias que presentan con las emisiones de obligaciones y ello por tres razones fundamentales:

- El artículo 282 LSA se refiere a la emisión de valores «en serie numerada». Las emisiones de pagarés de empresa son valores «agrupados en emisiones» en el sentido de la LMV pero no valores «en serie» pues generalmente en un mismo programa se emiten pagarés con características distintas de nominal, vencimiento, tipo de emisión, etc. De hecho la LMV ha abandonado el concepto de valores «en serie» por el más amplio de «agrupados en emisiones» para comprender en el mismo a los programas de pagarés de empresa.
- En las emisiones de obligaciones el acuerdo de emisión supone una declaración de voluntad del emisor de emitir las obligaciones y ponerlas en circulación si se suscriben. Por el contrario en los programas de emisiones de pagarés no hay un compromiso de emitir sino que se establecen las condiciones generales en las que

el emisor puede emitir si le conviene y existe demanda para los títulos. Adicionalmente, durante la vigencia del programa se amortizan y emiten nuevos pagarés con la única limitación que el saldo vivo en cada momento no exceda del importe máximo del programa.

- En tercer lugar, es preciso recordar que el anteproyecto de Texto Refundido de la LSA contenía un artículo (281.1) cuyo tenor literal era «*todos los valores que emita la sociedad quedarán sometidos al régimen que para las obligaciones se establece en el presente capítulo*».

Sin embargo, este precepto fue modificado en la redacción final quedando limitado a «*los valores emitidos por la sociedad a que se refiere el apartado anterior*» (es decir, en serie numerada). En consecuencia, si el legislador hubiera querido aplicar el régimen de las emisiones de obligaciones a los pagarés de empresa lo hubiera hecho.

- 15 En cualquier caso, debe señalarse que la no aplicación del régimen de las obligaciones se encuentra algo matizada en la práctica dado que la CNMV viene exigiendo que el acuerdo de emisión de los pagarés se adopte por la junta general o por los administradores con delegación de ésta y que el importe total del programa no exceda de los límites establecidos en la LSA para la emisión de obligaciones (el artículo 4.4 del RD 291/1992 autoriza a la CNMV a establecer límites al saldo de vivo o importe de los pagarés emitidos, a la duración del programa o del periodo de suscripción y a la diferencia máxima entre los plazos de amortización de los pagarés). Asimismo para los pagarés de empresa representados mediante anotaciones en cuenta se exige el otorgamiento de escritura pública en los términos del artículo 6 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero. Todas estas medidas unidas a la obligación de registro de un folleto informativo y de autorización de la DGTPF para emisiones a plazo superior a dieciocho meses consagran un cuadro normativo en el que los tenedores de los pagarés gozan de un régimen de protección e información adecuado a las características de estos títulos como instrumentos de financiación a corto plazo que cumplen en el mercado financiero internacional una función muy distinta a la de las obligaciones.

11. Las emisiones de «warrants»

A) CONCEPTO Y CLASES

- 1 La Comisión de Operaciones de Bolsa de Francia define los «warrants» como «títulos que atribuyen a su tenedor el derecho a adquirir

o ceder un activo subyacente o el derecho de percibir la diferencia entre la cotización del activo subyacente y el precio de ejercicio del «warrant».

De esta definición se deduce la gran variedad de «warrants» existentes. Así cabe distinguir entre «call warrants» que otorgan un derecho de adquisición o suscripción y «put warrants» que otorgan un derecho de venta de los valores subyacentes. En función del valor subyacente se habla de «equity warrants» cuando se refieren a acciones o de «bond warrants» cuando se refieren a obligaciones. Los «cash-difference warrants» son «warrants» sobre índices bursátiles, tipos de cambio o valores que se liquidan por diferencias. A su vez los «warrants», cualquiera que sea su modalidad, pueden emitirse en forma autónoma («naked warrants») o ligados a otra emisión. 2

La emisión de «warrants» carece de regulación jurídica adecuada en España, aunque el Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones y el Real Decreto 219/1992 de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores se refieren expresamente a ellos. La falta de regulación y la diversidad de tipos de «warrant» que hemos mencionado anteriormente ponen de manifiesto la dificultad de precisar el régimen jurídico aplicable. 3

B) ORGANISMO COMPETENTE PARA ACORDAR LA EMISIÓN

En este punto, como en otros muchos, hay que distinguir según la clase de «warrants». 4

A nuestro juicio si se trata de «warrants» sobre acciones nuevas para la emisión se requiere el acuerdo de la junta general de accionistas adoptado con los mismos requisitos que para la emisión de obligaciones convertibles ya que la emisión de los «warrants» conlleva, al igual que aquellas, una eventual ampliación de capital (en este sentido art. 17.2 RD 291/1992).

Por el contrario, en el caso de «warrants» sobre acciones en cartera (sean propias o de un tercero), la emisión puede ser acordada por el propio consejo de administración siempre que éste tenga facultad plena de disposición sobre las acciones objeto de los «warrants».

En el caso de «warrants» sobre otros valores el criterio debe ser el mismo. Si el consejo tiene facultades para disponer de los valores subyacentes podrá emitir «warrants» sobre los mismos. En otro caso la competencia corresponderá a la junta general de accionistas.

- 5 Mayores dificultades plantea la emisión de «warrants» liquidables por diferencias («cash-difference warrants») en los que no es válido el criterio anterior al referirse a índices bursátiles, tipos de cambio, etc. A nuestro juicio, en este tipo de emisiones la competencia para acordar la emisión corresponde al consejo si está dentro del objeto social (como puede ser el caso de las entidades de crédito de ámbito general y sociedades de valores). En otro caso la competencia corresponderá a la junta general que podrá delegar en el consejo.

C) DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

- 6 El problema del derecho de suscripción de los accionistas se plantea en los «equity warrants». En este punto cabe distinguir igualmente entre «warrants» sobre acciones a emitir y «warrants» sobre acciones en cartera. En el primer caso no nos cabe duda que los accionistas deben tener un derecho de suscripción preferente de los «warrants» en los mismos términos que si se tratara de una ampliación de capital o una emisión de obligaciones convertibles (art. 29.6 de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades). Sin embargo, por aplicación analógica del régimen de las obligaciones convertibles y por la propia naturaleza del «warrant», no debe existir derecho de suscripción preferente en el aumento de capital posterior resultante del ejercicio de los «warrants» (en este sentido se pronuncia igualmente FERNÁNDEZ DEL POZO, op. cit. p. 183) y resulta claramente del artículo 29.6 de la Segunda Directiva. Ello no obstante, dado que el artículo 158 LSA no incluye expresamente este supuesto entre los que no existe el derecho de suscripción preferente, en ocasiones se ha excluido expresamente por acuerdo de la junta conforme al artículo 159.
- 7 Por el contrario, en el caso de «warrants» sobre acciones en cartera, no existe derecho de suscripción preferente pues los «warrants» se refieren a acciones en circulación sobre las que no existe un derecho preferente de suscripción.

D) CONDICIONES PARA EL EJERCICIO DE LOS «WARRANTS»

- 8 Las condiciones para el ejercicio de los «warrants» deben quedar fijadas en el momento de la emisión. En el caso de «warrants» sobre acciones nuevas, por aplicación analógica igualmente del régimen de las obligaciones convertibles, la junta general que acuerde la emisión debe determinar las bases y modalidades de su ejercicio y debe acordar aumentar el capital en la cuantía necesaria.

Los administradores deberán redactar con anterioridad a la convocatoria de la junta un informe que explique las condiciones de emisión

y ejercicio de los «warrants» que deberá ser acompañado de otro de los auditores de cuentas.

E) VERIFICACIÓN Y REGISTRO DE LA EMISIÓN

En principio la emisión de «warrants» es libre y no requiere autorización administrativa previa. Sin embargo, ésta puede ser necesaria, de acuerdo con lo dispuesto en la Orden de 14 de noviembre de 1989, dado que los «warrants» carecen de rendimiento explícito, cuando el plazo para el ejercicio de los mismos sea superior a dieciocho meses. La competencia para autorizar la emisión en este caso corresponde a la DGTPF. 9

Una vez obtenida la autorización o si ésta no es necesaria, la emisión debe ser verificada y registrada por la CNMV. 10

A este respecto cabe señalar que el Real Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (art. 17) prevé que cuando se trate de emisiones que tengan por objeto valores a los que no sea de aplicación un régimen legal típico definido (caso de los «warrants») o impliquen, cuando ello sea posible, variaciones sobre el régimen típico previsto en las disposiciones legales aplicables, el folleto deberá recoger la siguiente información adicional:

- Definición del régimen jurídico de los valores, con especificación de los procedimientos que garanticen la certeza y efectividad de los derechos de su primer titular y de los siguientes.
- Justificación razonada de que la emisión de tales valores, su régimen jurídico o las garantías que incorporan no se oponen a lo establecido en normas imperativas.

En particular, tratándose de valores distintos de las obligaciones convertibles que confieran opción a adquirir otros valores (caso de los «warrants»), deberán identificarse con claridad éstos; su titularidad o disponibilidad por el emisor del valor que confiera el derecho de opción, y las garantías de su inmovilización o afectación a las resultas del eventual ejercicio de las opciones otorgadas; la disposición legal o cláusula de los estatutos de la entidad emisora de los valores objeto de la opción que ampare la emisión de ésta, y plazo fijado para su ejercicio; el procedimiento a seguir para el ejercicio de la opción; y los datos relativos al emisor de los valores objeto de la opción. 11

Si el emisor de los valores que confieran la opción fuera el mismo que el de los valores objeto de ella, y éstos consistieran en acciones ya emitidas, deberá señalarse expresamente que el importe máximo de las acciones afectas al eventual ejercicio de opciones no excede del límite legal de autocartera del emisor. 12

- 13 En todos los casos en que la opción dé derecho a la adquisición de acciones pendientes de emisión, deberán recogerse reglas de igual contenido que las previstas para las obligaciones convertibles en el artículo 293, y en los números 2, segundo párrafo y 3 del artículo 294 de la LSA.

12. La emisión de títulos hipotecarios

A) ENTIDADES AUTORIZADAS PARA SU EMISIÓN

- 1 Según los artículos 43 y 61 del Real Decreto 685/1982 de 17 de marzo de Regulación de determinados aspectos del Mercado Hipotecario (RMH), según nueva redacción dada por el RD 1289/1991 de 2 de agosto, los títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) sólo pueden ser emitidos por las siguientes entidades:

a) Las cédulas hipotecarias pueden ser emitidas por el Banco Hipotecario de España y las restantes entidades de crédito de capital público estatal, los bancos privados, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las sociedades de crédito hipotecario, estas últimas siempre que mantengan el 75 % de su cartera de créditos invertida en préstamos hipotecarios que reúnan los requisitos de la LMH.

b) Los bonos y participaciones hipotecarios pueden ser emitidos por las entidades mencionadas en la letra a) anterior y, además, por las entidades de financiación siempre que tengan cinco años, al menos, de funcionamiento autorizado y cuenten con recursos propios no inferiores a 250 millones de pesetas.

B) CLASES DE TÍTULOS HIPOTECARIOS

Como ya hemos apuntado, existen tres clases de títulos hipotecarios: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. Su régimen jurídico se resume a continuación.

a) *Cédulas hipotecarias*

- 2 Las cédulas hipotecarias son títulos muy flexibles en cuanto a sus características ya que, según el artículo 11 de la LMH, podrán ser nominativos, a la orden o al portador, con amortización periódica o no periódica, a corto o largo plazo, con interés constante o variable, con o sin prima, emitidos en serie o singularmente.

Lo esencial de su régimen jurídico, lo constituye sin embargo la garantía de estos títulos ya que el capital y los intereses de las cédulas hipotecarias están especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la entidad emisora, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma (art. 12 LMH). 3

Este artículo ha sido interpretado por SÁNCHEZ CALERO («El mercado de títulos hipotecarios en España: líneas esenciales de su regulación», *RDBB* núm. 7, pág. 583) en el sentido de que «es más lógico estimar que la hipoteca que el artículo 12 LMH reconoce a los tenedores de las cédulas tenga por objeto los créditos hipotecarios de los que es titular el banco y no simplemente las hipotecas, que son accesorias a los créditos concedidos por la entidad emisora». En consecuencia, para SÁNCHEZ CALERO, «la garantía especial (denominada hipoteca por el art. 12 LMH) grava precisamente los créditos hipotecarios de los que es titular la entidad emisora».

Las cédulas hipotecarias contendrán su denominación, expresando si son nominativas, a la orden o al portador. Si no se expresa nada, se entenderán emitidas al portador. Además deberán contener las características económicas de las mismas (importe, intereses, vencimiento, etc.), fecha de emisión, autorizaciones administrativas, nombre, sello y domicilio del emisor y datos de su inscripción en el Registro Mercantil y firma de uno de los consejeros o administradores del emisor (art. 44 del Real Decreto 685/1982 según redacción dada por el RD 1289/1991 de 2 de agosto). No requieren escritura pública de emisión (excepto cuando estén representadas mediante anotaciones en cuenta), pudiendo existir, en su caso, varias series dentro de la misma emisión. Para la emisión en serie de cédulas será preciso, antes de su suscripción o introducción en el mercado, publicar un anuncio en el *BORME* conteniendo una serie de datos identificativos de la emisión (vid. artículo 47 del Real Decreto 685/1982), y cumplir los requisitos establecidos en la *LMV* [véase apartado C) siguiente]. 4

b) *Bonos hipotecarios*

Los bonos hipotecarios pueden reunir las mismas características que las cédulas hipotecarias. Se diferencian de éstas en que los bonos hipotecarios están especialmente garantizados por determinados créditos hipotecarios de los que componen el activo del emisor que deberán afectarse en la escritura de emisión. La afección de estos créditos hipotecarios a los bonos se hará constar en el Registro de la Propiedad por nota al margen de las respectivas inscripciones de las hipotecas afectadas (art. 13 LMH). 5

- 6 Los bonos hipotecarios deben reunir los mismos requisitos que las cédulas, pero además deben expresar los datos del notario en cuyo protocolo obre la escritura de emisión y la fecha de ésta y la de su inscripción en el Registro Mercantil, que los bonos están garantizados por la afección de los créditos hipotecarios que se señalen en la escritura de emisión y el domicilio del sindicato de tenedores de bonos (sindicato de obligacionistas) (art. 45 RMH).

c) *Participaciones hipotecarias*

- 7 Por último, las participaciones hipotecarias son títulos que representan una participación de un determinado crédito hipotecario y pueden estar representadas mediante títulos nominativos o anotaciones en cuenta (art. 61 RMH). Las participaciones deben reflejar las condiciones de las mismas y los términos del crédito hipotecario participado. No pueden emitirse participaciones de créditos hipotecarios que garanticen la emisión de bonos hipotecarios (art. 62.1 RMH).
- 8 En principio su suscripción y tenencia está limitada a inversores institucionales o profesionales. Cuando la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a dichas entidades se requiere que se emitan en escritura pública de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente. Practicada la nota marginal, los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario, lo harán con la carga del pago de la participación y de sus intereses (art. 64 RMH). También se exige el otorgamiento de escritura pública cuando las participaciones hipotecarias estén representadas por anotaciones en cuenta (art. 64.2 RMH).
- 9 Cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la entidad emisora. En este supuesto el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor (art. 62 del RMH).

C) LÍMITES PARA LA EMISIÓN DE TÍTULOS HIPOTECARIOS

- 10 No es aplicable a la emisión de cédulas y bonos hipotecarios la limitación establecida en la LSA para la emisión de obligaciones (arts. 12 y 13 LMH), siendo aplicables a estos efectos los límites establecidos en los artículos 58 y 59 de la LMH y que son los siguientes:

a) *Cédulas hipotecarias*: el volumen de las cédulas hipotecarias emitidas y no vencidas no puede superar el 90 % del importe de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios de la cartera de la entidad aptos para servir de cobertura.

En el caso de entidades que simultáneamente hayan emitido bonos o participaciones hipotecarias, el 90 % se calculará sobre el importe de los créditos hipotecarios de la cartera, menos los créditos hipotecarios afectados a los bonos y menos la porción participada de los que hayan sido objeto de participaciones.

b) *Bonos hipotecarios*: las entidades no podrán emitir bonos hipotecarios por importe superior al 90 % de los capitales no amortizados de los créditos afectados.

c) *Participaciones hipotecarias*: al tratarse de participaciones de un crédito determinado el límite viene determinado por el propio crédito objeto de la participación.

D) REQUISITOS DE LOS PRÉSTAMOS MOVILIZADOS MEDIANTE TÍTULOS HIPOTECARIOS

Para que un préstamo o crédito hipotecario pueda ser movilizado mediante la emisión de títulos hipotecarios debe de cumplir una serie de requisitos establecidos por la LMH (arts. 4 a 10) y su reglamento entre los que destacan: 11

- Los préstamos habrán de estar garantizados mediante hipoteca inmobiliaria con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca.
- El préstamo garantizado con hipoteca no podrá exceder del 70 % del valor de tasación del bien hipotecado (80 % en el caso de construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas).
- Los bienes hipotecados habrán de estar asegurados contra daños por el valor de tasación.

E) VERIFICACIÓN Y REGISTRO DE LA EMISIÓN EN LA CNMV

Para la emisión de cédulas y bonos hipotecarios en serie será requisito previo a su colocación la verificación de la emisión por la CNMV y el registro de la documentación y la publicación de los anuncios correspondientes. 12

Por el contrario, las participaciones hipotecarias, al tratarse de títulos valores nominativos que representan participaciones individua- 13

les de un crédito determinado, no están sujetas a verificación y registro por la CNMV antes de su emisión siempre que estén destinadas a ser adquiridas por inversores institucionales o profesionales y que no sean susceptibles de suscripción o ulterior adquisición por el público no especializado [art. 6.g) RD 21/1992].

F) DERECHOS DE LOS TENEDORES DE LOS TÍTULOS HIPOTECARIOS

- 14 Lógicamente los derechos fundamentales de los tenedores de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias son los de exigir el pago del principal y de los intereses de los títulos.

En este sentido el artículo 14 de la LMH establece que las cédulas y bonos hipotecarios incorporan el derecho de crédito de su tenedor frente a la entidad emisora, garantizado en la forma que vimos anteriormente, y llevan aparejada ejecución para reclamar del emisor el pago después de su vencimiento.

- 15 Los tenedores de los bonos y cédulas hipotecarias tienen, además, la consideración de acreedores singularmente privilegiados, con la preferencia que señala el artículo 1.923 del Código Civil frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor cuando se trata de cédulas y con relación a los créditos hipotecarios afectados cuando se trate de bonos. Los tenedores de los bonos de una emisión tendrán prelación sobre los tenedores de las cédulas cuando concurran sobre un crédito afectado a la emisión de bonos.

- 16 Por lo que se refiere a las participaciones hipotecarias, el titular de las mismas tiene acción ejecutiva contra la entidad emisora, siempre que el incumplimiento de las obligaciones por la entidad emisora no sea consecuencia de la falta de pago del deudor del crédito a que se refiere a la participación hipotecaria (art. 65 RMH).

En caso de incumplimiento del deudor hipotecario, el titular de la participación hipotecaria concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el deudor principal, cobrando a prorrata de su respectiva participación en la operación. El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución y si no lo hiciera en el plazo de sesenta días, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución por la cuantía de su respectiva participación (art. 66 RMH).

- 17 En caso de quiebra de la entidad emisora de la participación, el negocio de emisión solo será impugnabile en caso de fraude de

acreedores (no se ve afectado por la retroacción absoluta del artículo 878 C.Com.) y el titular de la participación gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los artículos 908 y 909 del Código de comercio. Igual derecho de separación le asistirá en caso de suspensión de pagos o situaciones asimiladas de la entidad emisora de la participación (artículo 4 de la Ley de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria).

**G) UTILIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS
COMO INSTRUMENTO PARA EL DESARROLLO DE OPERACIONES
DE «TITULIZACIÓN» DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS**

Como ha hemos señalado, el RD 1289/1991 de 2 de agosto modificó el régimen jurídico aplicable a las participaciones hipotecarias permitiendo a la entidad emisora dar de baja en su balance el crédito hipotecario participado siempre que la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra. 18

Ello ha abierto la posibilidad de utilizar a las participaciones hipotecarias como base para el desarrollo de operaciones de «movilización» o «titulización», características del proceso de desintermediación bancaria, a los que nos hemos referido en términos generales en el Capítulo I. La reciente regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria (véase el Capítulo VII anterior) establece la base legal necesaria para llevar a cabo tales operaciones.

13. La emisión de cuotas participativas de las cajas de ahorros

A) REQUISITOS PARA SU EMISIÓN

Al hablar de las cajas de ahorros en el Capítulo III ya nos hemos referido a las cuotas participativas de las cajas de ahorros reguladas por primera vez en España por el Real Decreto 664/1990 de 25 de mayo. La finalidad de la norma era permitir a las cajas de ahorros captar recursos propios para reforzar su solvencia. Sin embargo, hasta la fecha, la figura ha tenido poco éxito. Las cuotas participativas de las cajas de ahorros son valores negociables nominativos de duración indefinida, emitidas por las cajas de ahorros, que sin otorgar derecho político alguno confieren a su titular los siguientes derechos (art. 1 RD 664/1990): 1

- El de participar en el reparto del excedente de libre disposición
 - El de obtener el reembolso del valor liquidativo de las cuotas en caso de liquidación de la caja de ahorros.
 - El de suscribir preferentemente cuotas participativas en las nuevas emisiones.
- 2 La emisión de cuotas participativas habrá de ser autorizada por la asamblea general de la caja de ahorros, previa verificación del proyecto de acuerdo de emisión por el Banco de España. Se entenderá que la verificación es positiva si el Banco de España no formula observaciones en el plazo de quince días desde la presentación de la documentación completa (art. 2.1 RD 664/1990).
- 3 La emisión de las cuotas participativas está sujeta igualmente a lo establecido en la LMV y, por tanto, se exigirá la verificación y registro por la CNMV antes de la oferta al público (art. 2.2 RD 664/1990).
- 4 Las cuotas participativas no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal y su desembolso se hará siempre en efectivo. Pueden emitirse con prima que se destinará al Fondo de Estabilización o al Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes [sobre estos Fondos véase la letra b) siguiente]. Las cuotas, incluida la prima, deben desembolsarse al menos en un 50 % en el momento de la suscripción y el resto en el plazo máximo de nueve meses. No pueden emitirse nuevas cuotas mientras las anteriores no estén totalmente desembolsadas (art. 1.2 RD 664/1990).

Además, el acuerdo de emisión deberá, en particular (art. 2.2):

- Contener las reglas de distribución correspondientes a las cuotas y de retribución de éstas, incluyendo los criterios de dotación del Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes y, en su caso, de dotación y disposición del Fondo de Estabilización.
- Hacer constar expresamente las limitaciones a la retribución de las cuotas que resultan del propio Real Decreto 664/1990 de 25 de mayo.

El acuerdo de emisión debe inscribirse en el Registro Mercantil (art. 2.3).

B) EL FONDO DE PARTICIPACIÓN, EL FONDO DE RESERVA DE LOS CUOTAPARTÍCIPES Y EL FONDO DE ESTABILIZACIÓN

El Real Decreto 664/1990 regula tres clases de Fondos (de Participación, de Reserva y de Estabilización) relacionados con la emisión de cuotas participativas, cuyo régimen jurídico es el siguiente:

a) *El Fondo de Participación*

Está constituido por las aportaciones correspondientes al valor nominal del conjunto de las cuotas participativas emitidas por la entidad (art. 2.4). Este Fondo no podrá ser dispuesto y se reducirá únicamente en caso de amortización de las cuotas, pudiendo aplicarse asimismo a la compensación de pérdidas de la entidad en la misma proporción y orden en que lo sean los fondos fundacionales y las reservas (art. 8). 5

b) *El Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes*

Está integrado por la parte que se atribuya al mismo de la prima de emisión de las cuotas y por la parte de los excedentes de libre disposición que se apliquen a este Fondo por acuerdo de la asamblea general (arts. 1.2 y 6.3). Se trata de un Fondo que no podrá ser dispuesto más que para la compensación de pérdidas de la entidad [esta limitación resulta del artículo 2.2.a) del Real Decreto que, a diferencia del Fondo de Estabilización, no se refiere a la disposición del Fondo de Reserva sino únicamente a la dotación del mismo]. El Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes se reducirá en caso de amortización de cuotas en la parte correspondiente a la participación de la cuota amortizada en el Fondo de Reserva. 6

c) *El Fondo de Estabilización*

Su creación podrá preverse en el acuerdo de emisión. La finalidad de este Fondo es la de moderar las fluctuaciones en la retribución anual de las cuotas participativas (art. 5.1). Estará integrado por la parte que se atribuya al mismo de la prima de emisión de las cuotas y de la parte de los excedentes de libre disposición que se destinen al Fondo de Estabilización por acuerdo de la asamblea (arts. 1.2 y 6.3). 7

La aplicación de los recursos del Fondo de Estabilización a la retribución de las cuotas participativas deberá ser acordada anualmente por la asamblea general (art. 5.2). El Fondo de Estabilización puede aplicarse igualmente a la compensación de pérdidas de la entidad en la misma proporción y orden en que lo sean los fondos fundacionales y las reservas (art. 8).

d) *Valor liquidativo de las cuotas*

El valor liquidativo de cada cuota a efectos de su amortización será el resultado de sustraer la proporción de pérdidas que le corresponda a la suma de su valor nominal, su participación en el Fondo de 8

Estabilización y su participación en el Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes (art. 1.1).

C) RETRIBUCIÓN DE LAS CUOTAS

- 9 El porcentaje de los excedentes de libre disposición (beneficio neto) de la caja de ahorros que corresponderá a las cuotas participativas será el que represente, según media del año, la suma del Fondo de Participación, del Fondo de Estabilización y del Fondo de Reserva respecto de la suma total de los recursos propios de la entidad (excluidas las financiaciones subordinadas) y del Fondo de Estabilización (art. 6.1).

La parte del excedente de libre disposición que corresponda a las cuotas participativas así calculado, se distribuirá por la asamblea general entre la parte que deba efectivamente satisfacerse a los Cuotaparticipes, la que deba aplicarse al Fondo de Estabilización y la que deba aplicarse al Fondo de Reserva, conforme al acuerdo de emisión (art. 6.3).

- 10 Ello no obstante, en el caso de que la caja de ahorros o el grupo consolidado al que pertenezca presente un déficit de recursos propios superior al 20 por 100 del mínimo exigido, se aplicarán las siguientes reglas (art. 6.4):

— Deberá aplicarse al Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes la totalidad del excedente anual correspondiente a las cuotas.

— La retribución de los Cuotaparticipes con cargo al Fondo de Estabilización requerirá previa autorización del Banco de España, sin que pueda superar el importe distribuido el 50 por 100 del excedente de libre disposición del ejercicio de que se trate.

- 11 Si el déficit de recursos propios fuera inferior al 20 por 100 del mínimo exigido, se estará a las siguientes reglas (art. 6.5):

— Deberá aplicarse al Fondo de Reserva de los Cuotaparticipes al menos la mitad del excedente anual correspondiente a las cuotas.

— La retribución de los Cuotaparticipes con cargo al Fondo de Estabilización requerirá previa autorización del Banco de España, sin que pueda superar el importe distribuido con cargo a dicho Fondo el 50 por 100 del excedente de libre disposición del ejercicio de que se trate.

- 12 Si no existiera déficit de recursos propios pero la caja de ahorros hubiera sufrido pérdidas, el importe distribuido en el ejercicio con cargo al Fondo de Estabilización no podrá exceder del 80 por 100 de

la media de los importes totales efectivamente distribuidos a los Cuotaparticipes en los tres ejercicios precedentes (art. 6.6).

D) TRANSMISIBILIDAD DE LAS CUOTAS

El Real Decreto 664/1990 no contiene mención alguna al régimen de transmisibilidad de las cuotas participativas. Debe entenderse por tanto que las cuotas, como los derechos de suscripción resultantes de las mismas, son libremente transmisibles aunque, en principio, nada impediría establecer en el acuerdo de emisión restricciones a su libre transmisibilidad. Si las cuotas van a cotizar en bolsa no cabría establecer tales restricciones. 13

Por tratarse de valores nominativos su transmisión no requerirá la intervención de fedatario público aunque deberá registrarse en el libro registro correspondiente. Si las cuotas cotizan en un mercado secundario oficial la transmisión por título de compraventa requerirá la intervención de un miembro del mercado de acuerdo con lo previsto en el artículo 36 de la LMV.

E) DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DE NUEVAS EMISIONES

En las nuevas emisiones de cuotas participativas, quienes ya sean cuotaparticipes podrán ejercitar, dentro del plazo que a este fin les conceda el acuerdo de emisión, que no será inferior a un mes desde la inscripción del mismo en el Registro Mercantil, el derecho a suscribir un número de las nuevas cuotas proporcional al valor nominal de las que posean en relación con el valor nominal total de las cuotas no amortizadas (art. 7.1). 14

Los derechos de suscripción preferente serán transmisibles en las mismas condiciones que las cuotas (art. 7.2).

Ello no obstante, en los casos en que el interés de la caja de ahorros emisora así lo exija, la asamblea general, al decidir la emisión de nuevas cuotas, podrá acordar para las cuotas ya existentes la supresión total o parcial del derecho preferente de suscripción. 15

Para la validez de este acuerdo será imprescindible (art. 7.3 del Real Decreto 664/1990)

— Que en el acuerdo de emisión de las cuotas cuyos derechos de suscripción preferente se suprimen o en un acuerdo posterior de modificación de aquél adoptado según lo previsto en el artículo 4 del Real Decreto 664/1990 se haya hecho constar dicha posibilidad y los supuestos en que podrá acordarse por la asamblea general.

- Que en la convocatoria de la asamblea general correspondiente conste como punto del orden del día la propuesta de supresión del derecho de suscripción preferente y el precio de emisión de las nuevas cuotas.
- Que al tiempo de convocatoria de la asamblea general se ponga a disposición de sus miembros una memoria elaborada por el consejo de administración en la que se justifiquen detalladamente la propuesta y el precio de emisión de las nuevas cuotas, con indicación de la causa excepcional que justifica la supresión del derecho de suscripción preferente y de las personas o entidades que suscribirán las nuevas cuotas. Igualmente se pondrá a disposición de informe elaborado bajo su responsabilidad por el auditor de cuentas de la caja sobre el valor liquidativo de las cuotas existentes y sobre la exactitud de los datos contenidos en la memoria elaborada por el consejo.
- Que el precio de suscripción de las nuevas cuotas, incluyendo cuando deba existir, la prima de emisión se corresponda con el valor liquidativo que resulte del informe de los auditores a que se refiere la letra anterior.

No habrá lugar al derecho preferente de suscripción cuando la nueva emisión se deba exclusivamente a la absorción por la caja emisora de otra entidad (art. 7.4).

F) AMORTIZACIÓN DE LAS CUOTAS

- 16 Las cuotas participativas tienen una duración indefinida. No obstante, cuando la caja de ahorros emisora adopte acuerdos de fusión con otras entidades deberá otorgar a los cuotaparticipes un plazo no inferior a un mes durante el cual podrán optar por vender sus cuotas a la caja que, tras abonar su valor teórico contable (equivalente al valor liquidativo en caso de liquidación), las amortizará de inmediato (art. 3.1).
- Fuera de este supuesto las cuotas participativas no podrán ser adquiridas por la caja de ahorros que la emita o por las entidades de su grupo, ni con financiación de dichas entidades. Tampoco pueden ser pignoradas en ellas (art. 9.1).
 - Si por adjudicación en pago de deudas, sucesión *mortis causa* u otras razones extraordinarias, la caja de ahorros emisora llegará a ser titular de alguna cuota participativa deberá proceder, en el plazo máximo de tres meses desde la fecha de su adquisición, a su amortización (art. 9.2).

14. La emisión por residentes de valores en el extranjero

A) RÉGIMEN JURÍDICO

La única regla de Derecho positivo que puede servir de guía en esta materia se encuentra en el artículo 10.3 C.c., según el cual «la emisión de los títulos valores se atenderá a la Ley del lugar en que se produzca».

La citada norma parte de la idea de que en toda emisión de títulos valores se produce una separación entre el acto societario por el cual la sociedad acuerda crearlos, y el negocio jurídico bilateral, en virtud del cual la sociedad los emite, pone en circulación y entrega, y los suscriptores los reciben y satisfacen su valor (la distinción se encuentra nítidamente recogida en el art. 283.2 LSA, al describir el «contrato de emisión» al que concurren el comisario, en nombre de los obligacionistas, y la propia sociedad emisora).

En toda sociedad española, el acuerdo social de creación de títulos valores únicamente se puede adoptar en España; y en todo caso, y por imperativo del artículo 9.11 C.c. («La Ley personal correspondiente a las personas jurídicas... regirá en todo lo relativo a capacidad ..., representación, funcionamiento ...»), tal acuerdo quedará sujeto a nuestro ordenamiento jurídico. El C.c., sin embargo, permite expresamente que, si el negocio jurídico de emisión se perfecciona en el extranjero, tal emisión, y por ende los títulos que se emiten, se sujeten al *ius loci*.

La anterior regla plantea graves dudas en el caso de la *emisión de acciones*. ¿Puede una sociedad española emitir acciones en un país extranjero, sometiéndolas a la ley del lugar? La contestación debe ser negativa, puesto que en este caso el contrato de emisión es el propio pacto societario por el que se otorga la condición de socio al accionista, necesariamente sujeto al derecho de nacionalidad de la sociedad. (En igual sentido: L. PASTOR RIDRUEJO: «La emisión exterior de obligaciones por una sociedad anónima española» en *AAMN* [1978] p. 425).

Sin embargo, en el caso de *emisión de obligaciones*, no existe duda alguna que, perfeccionando el contrato de emisión en un país extranjero, se puede someter la emisión al *ius loci*.

En el supuesto de *obligaciones convertibles*, la situación es intermedia: la operación se divide en una emisión de obligaciones, a la que será de aplicación el principio del *ius loci*, que posteriormente sufre una novación extintiva, a través de la emisión de nuevas acciones, que son entregadas al obligacionista en pago de su crédito. Esta emisión de nuevas acciones y la conversión de las obligaciones, tendrán, en

todo caso, y por las razones que antes se expresaron para las ampliaciones de capital, que sujetarse al Derecho español.

- 7 Con independencia de lo anterior, la aseveración que una emisión de obligaciones, convertibles o no en acciones, queda sujeta al *ius loci*, debe matizarse a la luz del artículo 9.11 C.c., que impone la aplicación del Derecho español en temas de capacidad y funcionamiento del emisor, y de la obligatoriedad de inscripción en el Registro Mercantil, que para ciertos actos societarios establece el artículo 94 RRM. A la luz de estos preceptos, entendemos que en todo caso y de forma obligatoria son aplicables a una emisión de obligaciones convertibles realizada por una sociedad anónima española en el extranjero, las siguientes *normas de derecho español* (analizamos primero el caso de la obligaciones convertibles por ser más complejo que el de las obligaciones simples a las que nos referiremos más adelante):
- 8 a) *Limite*: en primer lugar, es de aplicación obligatoria la limitación legal que el importe de las obligaciones en circulación no puede exceder del neto patrimonial (art. 282.1 LSA). Téngase sin embargo, en cuenta, que esta limitación no juega para entidades de crédito, según prevé expresamente la DA 4.ª LDIEC.
- 9 b) *Sindicato*: la constitución de una asociación de defensa y la designación de un comisario (art. 283.2 LSA), sin embargo, se rigen por el *ius loci*. En consecuencia, no serán de aplicación ni el artículo 283.2 LSA, ni los artículos 295 a 305 que conforman la Sección Cuarta. Sin embargo, las facultades previstas en los artículos 303.2 y 304 LSA, que otorgan un carácter orgánico al comisario, parece que forman parte del funcionamiento interno de la sociedad, beneficiándose de ellas, por lo tanto, el «trustee» designado de acuerdo con el *ius loci*. El funcionamiento de la asamblea de obligacionistas, sin embargo, se regirá por el *ius loci*.
- 10 c) *Derecho de suscripción*: el derecho de suscripción preferente que establece el artículo 293.1 LSA para obligaciones convertibles, y del que, según el artículo 293.2 LSA, también disfrutaban los obligacionistas de títulos convertibles en circulación, son también normas de obligado cumplimiento, sea cual sea el lugar de emisión. Igual conclusión debe predicarse con respecto al artículo 292.3 LSA (emisión por debajo de la par, conversión por debajo del valor nominal), con respecto al párrafo segundo del artículo 294 LSA (modificación de relación de cambio), y a los artículos 294.3 y 289 LSA (reducción de capital).
- 11 d) *Procedimiento y requisitos*: en cuanto a los requisitos para la emisión de obligaciones convertibles, en nuestra opinión son de aplicación necesaria los siguientes requisitos del Derecho español:
— *Acuerdo de la junta general de accionistas*, con los requisitos de los artículos 144 LSA y 103 LSA, y, en el caso de entidades de depósito, los

quorums establecidos por el artículo 11 de la Ley 13/1985 de Coeficientes de Inversión, Recursos propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (que, como norma especial, continúa en vigor, a pesar de la modificación de la LSA). La delegación de facultades, en su caso, se deberá ajustar al artículo 283 RRM.

- *Informe de los administradores* previsto en el artículo 292.2 LSA [y en caso de supresión de derecho de suscripción preferente, memoria prevista en el artículo 159.1.b) LSA].
- *Informe de los auditores*, en cumplimiento del artículo 292.2. LSA [y en caso de supresión del derecho de suscripción preferente, informe de los auditores con el contenido exigido por el art. 159.1.b) LSA].
- *Escritura pública*: la emisión de obligaciones con sujeción a Derecho español, debe ser formalizada en escritura pública (art. 285 LSA) bajo pena de «no producir obligación ni acción en juicio» (art. 52 III C.Com.). Esta norma, por ser un mero requisito de forma, no es en principio aplicable a las emisiones realizadas en lugares donde tal requisito de forma no viene exigido por la *lex loci* (véase en este sentido art. 11.1 C.c.). Por esta misma razón, tampoco es aplicable a emisiones realizadas en el extranjero la prohibición de puesta en circulación antes de la inscripción, que establece el artículo 285.2 LSA. Nótese, sin embargo, que para tener acceso al Registro Mercantil, el artículo 282 RRM exige que la emisión se formalice en escritura pública. Para dar cumplimiento a esta exigencia, si será necesaria la elevación a escritura pública.
- La *comunicación a la CNMV* que exige el artículo 26.a) LMV, y por mimetismo el artículo 282.2 RRM, no constituye una exigencia, puesto que una emisión de valores fuera de España y sin oferta pública a inversores españoles, cae fuera del ámbito territorial de la LMV (ver art. 3 LMV). Por la misma razón, siempre que no se efectúe oferta pública de las obligaciones en España, tampoco será obligatoria la publicación de la emisión en el BORME, en base al artículo 286.1 LSA (contra, sin embargo, PASTOR RIDRUEJO, op. cit., p. 440; por esta razón, por la expresa previsión de responsabilidad del art. 286.2 LSA, y dada la facilidad del trámite, en la práctica puede ser, sin embargo, aconsejable proceder a la publicación de la emisión en el BORME, aún si no hay oferta pública en España).
- De acuerdo con el artículo 19.2 C.Com., en relación con el 94.8.º RRM, la *inscripción en el Registro Mercantil de toda emisión de obligaciones es obligatoria*. Esta exigencia alcanza tanto a las emitidas en el extranjero, como a las emitidas en España (coincide PASTOR RIDRUEJO, p. 441). Tal inscripción no tiene carácter constitutivo, ni debe ser realizada antes de la puesta en circulación (no siendo

aplicable el art. 285.2 LSA por las razones ya indicadas), debiendo realizarse por la sociedad dentro del mes siguiente a la emisión (art. 19.2 C.Com.). La exigencia se fundamenta en claras razones de publicidad, de garantía de los terceros, socios y acreedores de la sociedad, permitiendo, además, la comprobación de que no se violan las normas de *ius cogens* de los artículos 282.1, 289, 294, 303.2 y 304 LSA.

- 12 En el supuesto que se tratara de una emisión de obligaciones simples no convertibles serán de aplicación igualmente las normas de derecho español a las que nos hemos referido en las letras a) y b) anteriores así como los requisitos de acuerdo de junta general o consejo por delegación, escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil mencionados en la letra d).

B) RÉGIMEN DE CONTROL DE CAMBIOS

Según el artículo 11 del RD 671/1992 de 2 de julio sobre inversiones extranjeras en España, la emisión o colocación en mercados extranjeros de acciones de sociedades españolas así como derechos de suscripción, obligaciones convertibles u otros análogos, efectuadas por sociedades o entidades españolas, está sujeta a verificación previa de la DGTE.

En el caso de emisiones o colocaciones en mercados extranjeros de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por personas públicas o privadas residentes, ya sean de rendimiento implícito o explícito, e instrumentos financieros emitidos por residentes, tanto en régimen de oferta pública como de colocación privada, se exige la declaración al Banco de España (Circular 11/1992 de 26 de junio sobre préstamos y créditos exteriores). Adicionalmente si los valores estuviesen denominados en pesetas habrán de observarse las obligaciones y requisitos establecidos en el RD 291/1992 de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (art. 11.3 del RD 671/1992 de 2 de julio).

15. La emisión por no residentes de valores en España

A) EMISIONES REALIZADAS POR ESTADOS EXTRANJEROS Y ORGANISMOS INTERNACIONALES

- 1 La emisión, negociación y cotización en España de valores en pesetas emitidos por Organismos Internacionales de los que España sea miembro está regulado por la Orden de 3 de febrero de 1987.

Posteriormente, la Orden de 14 de noviembre de 1989 ha extendido lo dispuesto en la Orden de 3 de febrero de 1987 a las emisiones en pesetas realizadas en España por los Organismos Internacionales de los que España no sea miembro y por los Estados extranjeros o las agencias o instituciones que emitan con garantía expresa de éstos.

Estas emisiones deben ser autorizadas por la DGTPF mediante resolución que será publicada en el «Boletín Oficial del Estado», previo informe de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior. Es necesario cumplir, además, con los requisitos establecidos en los artículos 26 a 30 de la LMV que hemos visto con anterioridad. Ello no obstante, el artículo 30 de la LMV exime de la obligación de cumplir con el requisito del artículo 26.c) de la LMV (presentación de una auditoría de los estados financieros del emisor) en el caso de emisiones realizadas en España por Organismos Internacionales de los que España sea miembro. Esta exención debe entenderse aplicable igualmente a las emisiones realizadas en España por Estados extranjeros y Organismos Internacionales de los que España no sea miembro con la autorización de la DGTPF [en este sentido artículo 7.2.b) del Real Decreto de emisiones]. 2

**B) EMISIONES REALIZADAS POR OTRAS PERSONAS JURÍDICAS
NO RESIDENTES**

No existen disposiciones especiales que las regulen por lo que habrán de cumplir los requisitos generales establecidos en la legislación española. Así, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 25 LMV y la Orden de 14 de noviembre de 1989 las emisiones realizadas por no residentes en el mercado nacional requerirán autorización administrativa previa de la DGTPF (aunque puede cuestionarse esta exigencia tras el RD 1816/1991 de 20 de diciembre de liberalización de las transacciones económicas con el exterior). Adicionalmente, el emisor deberá proceder al registro del folleto informativo y demás documentación complementaria por la CNMV con las particularidades contenidas en el artículo 24 del RD 291/1992 de 27 de marzo. 3

Por lo que se refiere al régimen jurídico sustantivo habrá que aplicar idénticos principios a los enunciados en la pregunta anterior para el caso de emisiones por residentes españoles en el extranjero, con la particularidad de que en este caso el *ius loci* será la ley española y la capacidad y funcionamiento del emisor se regirá por su ley nacional. 4

En consecuencia, las emisiones de obligaciones realizadas por entidades privadas extranjeras en España deberán formalizarse en escritura pública (art. 285 LSA y art. 1 Ley 211/1964) e inscribirse en el 5

Registro Mercantil en la hoja que a tal efecto se abra a la entidad emisora (art. 274 RRM), no pudiendo ponerse en circulación antes de la inscripción (art. 285.2 LSA y art. 1 Ley 211/1964). Adicionalmente, deberá constituirse un sindicato de obligacionistas y designarse un comisario que concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas (art. 283.2 LSA y art. 6 Ley 211/1964).

- 6 En cuanto a los requisitos para la válida adopción del acuerdo de emisión y la existencia, en su caso, de derecho de suscripción preferente de los accionistas se estará a lo establecido en la ley nacional del emisor. Tampoco será de aplicación lo dispuesto en el artículo 282.1 LSA y Ley 211/1964 en cuanto a los límites para la emisión de obligaciones debiendo estarse a lo que disponga la ley nacional en cada caso.

C) RÉGIMEN DE CONTROL DE CAMBIOS

- 7 La adquisición por inversores españoles de valores emitidos en España por no residentes tiene la consideración de inversión española en el exterior, estando autorizada con carácter general la inversión en este tipo de títulos sin límite ni necesidad de verificación administrativa.
- 8 Por lo que se refiere a los inversores extranjeros, la inversión es igualmente libre y la institución emisora gozará del derecho de transferencia al exterior respecto del producto de la emisión y los inversores no residentes respecto de los capitales invertidos y los rendimientos obtenidos sin que estén sujetos a retención o tributación alguna.

CAPITULO X
EL MERCADO DE VALORES:
LOS MERCADOS SECUNDARIOS

1. Mercado primario y mercados secundarios

La LMV dedica el Título III al mercado primario de valores y el Título IV a los mercados secundarios oficiales de valores. Por otra parte, el artículo 77 de la LMV se refiere a los mercados secundarios organizados no oficiales. 1

A este respecto lo primero que hay que distinguir es entre el mercado primario o de emisión y el mercado secundario o de negociación.

En el mercado primario los emisores ponen en circulación los valores que son suscritos por los ahorradores con la mediación o no de intermediarios financieros. En el mercado primario se produce la canalización directa del ahorro a la inversión productiva. 2

En los mercados secundarios se negocian títulos ya emitidos. El mercado secundario proporciona liquidez a los valores emitidos en el primario y facilita su suscripción al hacer más atractiva la inversión en valores, por ser posible la desinversión. Al mismo tiempo, el precio alcanzado por los valores en el mercado secundario determina el precio y condiciones de emisión en el primario.

Al mercado primario nos hemos referido con detalle en el Capítulo anterior al estudiar los requisitos para la emisión de valores negociables. En este capítulo nos vamos a centrar por tanto en los mercados secundarios.

Entre los mercados secundarios cabe distinguir entre mercados organizados y no organizados. Los primeros se diferencian de los segundos en que son mercados de funcionamiento regular, reconocido y abierto y en los que los precios son objeto de difusión pública. A su vez, entre los mercados secundarios organizados puede distinguirse entre los mercados oficiales y los no oficiales. 3

De acuerdo con lo previsto en el artículo 31 de la LMV únicamente tienen la consideración de mercados secundarios organizados *oficiales* de valores los siguientes: 4

- Las bolsas de valores.
- El mercado de deuda pública en anotaciones.
- Aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta que se creen por el Go-

bierno a propuesta de la CNMV. Este es el caso de los mercados de opciones y futuros financieros regulados por Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre.

- 5 Al margen de los mercados secundarios oficiales de valores pueden existir otros mercados secundarios no oficiales de valores (caso del mercado AIAF de Renta Fija único autorizado hasta la fecha). En relación con estos mercados no oficiales es necesario tener en cuenta tres importantes cuestiones:
- En primer lugar que determinados valores (ej. acciones) no pueden ser negociados en ningún mercado secundario organizado distinto de los mercados oficiales correspondientes (las bolsas de valores en el caso de las acciones).
 - En segundo lugar que, según el artículo 77 de la LMV, el funcionamiento de los mercados secundarios organizados no oficiales de valores de ámbito nacional requiere la previa autorización del Ministro de Economía y Hacienda, que atenderá en su otorgamiento, denegación o condicionamiento a los principios establecidos en la LMV para las bolsas de valores y el mercado de deuda pública en anotaciones.
 - En tercer lugar, que no es de aplicación a los mercados secundarios no oficiales el Capítulo primero del Título IV de la LMV lo cual tiene una gran trascendencia en relación con las competencias de la CNMV en materia de admisión, suspensión y exclusión de valores a negociación; la transmisión de valores admitidos a negociación en mercados no oficiales por título de compraventa no exigen la intervención de un miembro de los mismos (a diferencia de lo que sucede en los mercados oficiales dado que el artículo 36 LMV no resulta de aplicación); tampoco son aplicables las restricciones a la operativa por cuenta propia de los miembros del mercado (art. 40) ni la responsabilidad de los miembros por la liquidación de operaciones (art. 41). Todo ello supone, de una parte, una mayor flexibilidad en estos mercados y, al propio tiempo, en lógica contrapartida, una disminución de la protección a los inversores que confieren los mercados oficiales.

2. Las Bolsas de Valores

A) ORIGENES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA

- 1 Los orígenes de las bolsas aparecen, como señala RUBIO (*Sainz de Andino y la Codificación Mercantil* [1950] p. 174) «confundidos con una serie de instituciones históricas imprecisas, cuyo carácter común

es de constituir reuniones periódicas, en lugares determinados de comerciantes para el trato de sus negocios y la defensa de sus intereses». Pero prescindiendo de los antecedentes más remotos, citados por algunos autores (RODRÍGUEZ SASTRE: *Operaciones de Bolsa* [1954] p. 6), que deben tomarse con grandes reservas, el nacimiento de las bolsas se liga generalmente a las ferias y mercados medievales.

Al lado de ellos, suele citarse como antecedente de las bolsas a las lonjas y casas de contratación. Son éstos mercados más estables que las ferias y se celebran en lugares cubiertos y porticados. Ello no obstante, como ha señalado SÁNCHEZ ANDRÉS («La Bolsa de Valores como forma de mercado y como pieza del sistema financiero» en *Estudios en homenaje al Prof. Rodríguez Sastre* [1985] p. 397), no es fácil separar en estas instituciones los aspectos de contratación comercial de su dimensión profesional o corporativa lo que añade una dificultad adicional a su calificación como bolsas. 2

La denominación «bolsa», según la opinión más extendida, recogida por José DE BENITO (*Boceto biográfico de la Bolsa*, Publicaciones de la Universidad de Murcia, [1968]), comenzó a usarse en la ciudad de Brujas en el siglo XV por la costumbre que tenían los comerciantes y negociantes extranjeros que allí acudían, de reunirse en casa de un especulador de aquella ciudad llamado Van der Boursen y en cuya casa había un escudo de piedra con tres bolsas esculpidas. Y del mismo modo que se llamaron lonjas —de loggia o soportal— en Italia primero y en España más tarde a las reuniones de mercaderes porque se encontraban en los soportales o «loggias» para sus tratos, se llamó bolsa a las reuniones en casa de los Van der Boursen. 3

Corresponde, por tanto, a Brujas el origen de la denominación de la institución. Sin embargo, la Bolsa de Brujas, como las lonjas o las casas de contratación, eran centros de contratación de toda clase de mercancías en los que nunca tuvo lugar la contratación de valores mobiliarios por lo que no pueden ser consideradas como auténticas bolsas en sentido moderno.

Con los años el centro del tráfico mercantil en Flandes pasó de Brujas a Amberes. En el año 1527 Carlos V autorizó la creación de una bolsa en la ciudad y en el año 1531 el volumen creciente de comercio impulsó la construcción de una Nieuwe Beurse. Como dice SÁNCHEZ ANDRÉS (op. cit, p. 402), Amberes —aunque no represente todavía la encarnación de la bolsa moderna— debe ser recordada por lo que supuso en orden a la ampliación de la materia del tráfico y porque introdujo una mayor objetivización en las técnicas de contratación. 4

Es la Bolsa de Amsterdam, construida entre 1608 y 1611 sobre el modelo de la de Amberes, la que se considera como la primera bolsa de valores del mundo ya que en ella comienzan a cotizarse las prime- 5

ras acciones de las compañías comerciales. Así las acciones de la Compañía Holandesa de la Indias Orientales fueron objeto de una enorme especulación que ha relatado con detalle el judío español José DE LA VEGA en su libro *Confusión de Confusiones*, obra considerada como el primer tratado sobre bolsa conocido en el mundo, por el que sabemos que en Amsterdam se realizaban ya operaciones al contado y a plazo en sus diversas modalidades.

- 6 En Inglaterra, el precedente más antiguo de la bolsa se encuentra en la constitución, en 1571, del Royal Exchange, promovido por Sir Thomas Gresham, representante del gobierno inglés en Amberes, a semejanza de la bolsa de esta ciudad. Sin embargo, el Stock Exchange, auténtico origen de la Bolsa de Londres, no se creó hasta 1773. En efecto, en 1697 el Rey Guillermo III promulgó una legislación para evitar los abusos en el mercado por parte de los brokers y jobbers. Muchos fueron los que abandonaron el Royal Exchange y se instalaron en los cafés cercanos a Change Alley. Entre ellos fueron especialmente famosos el Jonathan y el Ganaway.

Hacia finales de 1760, 150 brokers decidieron formar una asociación en el Jonathan y, tras la destrucción de éste en un incendio, construyeron su propio local que se denominó el New Jonathan en Theadmedle Street. En 1773 los socios del New Jonathan decidieron cambiar el nombre por el de Stock Exchange. Esta bolsa será durante mucho tiempo la más importante del mundo y centro de las cotizaciones durante el siglo XIX. Hoy en día, rebautizada tras el «big-bang» como The International Stock Exchange, es la tercera bolsa del mundo, tras las de Nueva York y Tokyo.

- 7 La Bolsa de París, que se funda en 1724, nace para ordenar el mercado financiero tras el desastre de la emisión de títulos de la Compagnie de Mississipi que creó John Law para la colonización y explotación de la Luisiana. Como consecuencia de ello, se promulgó en 1724 la Ley de Bolsas, considerada como la partida de nacimiento de las bolsas modernas.
- 8 Por su parte, la Bolsa de Nueva York, la más importante del mundo, se constituyó en 1817, año en el que los brokers de la ciudad acordaron crear una organización que se reuniera periódicamente y a horas determinadas. El 8 de marzo de 1817 se constituyó el New York Stock Exchange Board (NYS & EB). Con anterioridad, el 17 de marzo de 1792 los veinticuatro brokers de la ciudad habían firmado el llamado acuerdo de Buttonwood (Buttonwood Agreement) debajo de un árbol en Wall Street donde los brokers se reunían para hacer sus negocios. Por virtud de este acuerdo convinieron, ya en 1792, cobrar una comisión mínima en sus transacciones y dar preferencia a los firmantes del acuerdo en sus negociaciones.

La Bolsa de Tokyo se constituyó en 1878. Su importancia es fruto del espectacular despegue económico japonés tras la segunda guerra mundial. En su actual ordenación, consecuencia de la Ley del Mercado de Valores de 1 de abril de 1949, se asemeja mucho a las bolsas de los Estados Unidos al haberse regulado por las fuerzas de ocupación americanas conforme a los principios de éstas. 9

Por lo que se refiere a España, prescindiendo de antecedentes como las lonjas y las casas de contratación que proliferaron en la Edad Media, y el intento de José Bonaparte de 1809, la primera bolsa es la de Madrid creada en 1831. El proyecto surgió del Ministro de Hacienda, López Ballesteros, y el redactor de la Ley fue el ilustre mercantilista, autor del Código de Comercio de 1829, D. Pedro Sainz de Andino. La Ley se inspiró fundamentalmente en el modelo francés y su promulgación obedeció a una necesidad pública: facilitar la contratación de la deuda del Estado. 10

La Bolsa de Bilbao celebró su primera sesión el 5 de febrero de 1891. En Barcelona, la Bolsa oficial no se constituyó hasta 1915, aunque desde 1840 existía el llamado Bolsín Catalán. La Bolsa de Valencia es la más reciente de las existentes en nuestro país ya que fue creada en 1980 sobre la base del bolsín que existía en dicha ciudad.

B) SISTEMAS DE BOLSA

En función de su orígenes, del mayor o menor grado de intervención pública y de las características de sus miembros se han distinguido tradicionalmente tres sistemas bursátiles o modelos de organización: a) el modelo anglosajón; b) el modelo latino y c) el modelo germánico. Analicemos cada uno por separado. 11

a) *El modelo anglosajón*: En sus orígenes las Bolsas son asociaciones privadas. Además están caracterizadas por la libre asociación de sus miembros y libertad de funcionamiento. Los miembros son personas físicas o jurídicas que actúan como auténticos intermediarios financieros. En el modelo anglosajón el sistema bancario limita su papel al de depositario de los valores y a suministrar fondos que nutren el mercado bursátil. Toda la labor de promoción, asesoramiento, liquidación, contratación e información se lleva a cabo por unidades especializadas (casas de *brokerage*). 12

b) *El modelo latino*: En este sistema las Bolsas son instituciones públicas, creadas por iniciativa de los poderes públicos u oficializadas por éstos aunque se hubiera constituido originalmente por iniciativa privada. Los miembros son agentes individuales nombrados por el Estado que, a su función de intermediarios, unen la de fedatarios públicos. Las funciones de promoción se realizan fundamentalmente 13

por los bancos limitándose los agentes a la contratación y liquidación de las operaciones.

Mientras que en el sistema anglosajón la clientela de las casas de valores es directa, en el sistema latino es indirecta a través del sistema bancario.

- 14 c) *El modelo germánico*: Las Bolsas germánicas son generalmente de estatuto público si bien, a diferencia del modelo latino, los miembros son los bancos. Como consecuencia de ello, una parte significativa de las operaciones bursátiles se realiza entre los bancos fuera de Bolsa.
- 15 De los diferentes sistemas no cabe duda que el más importante es el modelo anglosajón en el que se encuadran las Bolsas de Nueva York, Tokyo y Londres, las tres más importantes del mundo. Sin embargo, las diferencias entre unos y otros sistemas se han difuminado notablemente en los últimos años como consecuencia de las reformas de las principales bolsas mundiales a las que nos hemos referido en el Capítulo primero.

En efecto, actualmente todas las bolsas están sujetas a importantes controles e intervención de organismos gubernamentales. Además, las bolsas del sistema latino (España, Francia, Bélgica, Portugal e Italia) han evolucionado o están evolucionando decididamente hacia modelos de corte más anglosajón sustituyendo los agentes de cambio y bolsa por intermediarios especializados. Por otra parte, los sistemas anglosajones, especialmente el británico, han sufrido importantes modificaciones estructurales.

El efecto combinado de todas estas reformas, unido a la generalización de la contratación continua informatizada y a la implantación de sistemas de anotaciones en cuenta, es que, cada vez más, se tiende a la implantación de un sistema bursátil de carácter universal que, sin perjuicio de algunas peculiaridades de cada mercado, responde en lo esencial a principios comunes más acordes con la realidad de los tiempos actuales caracterizados por la internacionalización de los mercados financieros en general y de las bolsas en particular.

C) RÉGIMEN PARA LA CREACIÓN DE BOLSAS EN ESPAÑA

- 16 La LMV (disposición adicional primera) reconoce la existencia de las cuatro bolsas de valores que operaban en España antes de la reforma, es decir, las de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

La creación de nuevas bolsas de valores corresponde al Gobierno, salvo que se trate de bolsas de valores ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de Autonomía les reconoz-

can competencia al efecto. En este caso la creación de bolsas de valores corresponderá a dichas Comunidades aunque requerirá la conformidad del Gobierno de la nación, atendiendo a los elementos y consecuencias supracomunitarias de dicha creación (art. 45 LMV). Precisamente éste y otros extremos de la LMV han sido recurridos al Tribunal Constitucional por las Comunidades Autónomas de Cataluña y el País Vasco por entender que viola sus respectivos estatutos de autonomía.

D) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA

La LMV ha reducido notablemente el objeto de la negociación en bolsa contenido en el artículo 67 del C.Com. En este sentido resulta expresivo el cambio de su propia denominación de Bolsas de Comercio por el de Bolsas de Valores que expresa con claridad el objeto de la negociación en las mismas. 17

Tras la reforma (art. 46 LMV), 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 (Ej.: «equity warrants»). También pueden negociarse en las bolsas valores de renta fija pero en este caso no tienen la exclusiva y compiten con otros mercados (caso del mercado AIAF o del mercado de deuda pública anotada cuyo régimen bursátil ha sido autorizado por Orden de 16 de enero de 1992).

E) ORGANOS DE GOBIERNO

Cada una de las bolsas de valores está regida y administrada por una sociedad rectora responsable de su organización y funcionamiento interno y titular de los medios necesarios para ello. A las sociedades rectoras, a la Sociedad de Bolsas, responsable del sistema de interconexión bursátil, y al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores nos hemos referido con detalle en el Capítulo VII. 18

F) MIEMBROS

De conformidad con el artículo 47 de la LMV, tendrán la condición legal de miembros de las bolsas de valores aquellas sociedades y agencias de valores que participen en el capital de la correspondiente sociedad rectora. Estas sociedades y agencias se denominarán «Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa» y son las únicas entidades 19

autorizadas para ejecutar órdenes en bolsa. A las sociedades y agencias de valores nos hemos referido igualmente en el Capítulo VII.

G) ADMISIÓN, SUSPENSIÓN Y EXCLUSIÓN DE VALORES
DE LA NEGOCIACIÓN EN BOLSA

a) *Admisión: reglas generales*

- 20 De acuerdo con lo previsto en el artículo 32 de la LMV, por regla general, con las únicas excepciones que veremos más adelante, la admisión de valores a negociación en bolsa requiere la verificación previa por la CNMV del cumplimiento de los requisitos establecidos por la legislación vigente. Esta verificación será única y válida para todas las bolsas de valores.

Una vez obtenida la verificación de la CNMV, la admisión a negociación en cada una de las bolsas se producirá por acuerdo del organismo rector correspondiente. La admisión deberá referirse con las excepciones o limitaciones que el Gobierno establezca, a la totalidad de los valores emitidos (art. 46 LMV).

- 21 Los *requisitos* para la admisión a negociación en bolsa están regulados por el artículo 32 LMV, pendiente del necesario desarrollo reglamentario. Mientras tanto siguen en vigor las disposiciones contenidas en los artículos 22 y siguientes del Reglamento de Bolsas (Decreto 1808/1967 de 30 de junio) con las modificaciones introducidas por la disposición adicional quinta del RD 726/1989 de 23 de junio y por la disposición derogatoria del RD 291/1992 de 27 de marzo. Deben tenerse en cuenta igualmente las previsiones de la Directiva 79/279 CEE de 5 de marzo sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores y el artículo 29 del RD 11/1992 de 14 de febrero que establece que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será condición necesaria para su admisión a negociación en bolsa. Por último son importantes los acuerdos del consejo de la CNMV relativos a los procedimientos de admisión de valores extranjeros y de valores de renta fija.

b) *Admisión de efectos públicos*

- 22 Conforme al artículo 22 del Reglamento de Bolsa se entiende por efectos públicos en orden a la admisión a cotización:

— Los títulos-valores que representen créditos contra el Estado, las provincias, municipios y organismos autónomos del Estado (deben

considerarse incluidos igualmente en este precepto los emitidos por las Comunidades Autónomas).

- Los emitidos por las naciones extranjeras, si su negociación ha sido autorizada debidamente por el Gobierno español (deben incluirse también los emitidos por organismos internacionales de los que España sea miembro, de acuerdo con el artículo 23 del Reglamento de Bolsa y la OM de 3 de febrero de 1987).
- Los emitidos por las entidades oficiales de crédito.
- Los que pudieran emitirse con tal carácter por disposición legal.

Según el artículo 24 del Reglamento de Bolsa, los efectos públicos serán admitidos de oficio a cotización, para lo cual será condición previa que la emisión se haya publicado en el BOE con indicación de su puesta en circulación, número de títulos emitidos, series que componen la emisión, tipo de interés, numeración, primer vencimiento de interés y, en general, sus características esenciales. 23

Sin embargo, como hemos señalado, el artículo 32 de la LMV establece que la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requerirá en todo caso la verificación previa de la CNMV con las siguientes excepciones: 24

- Los valores emitidos por el Estado se considerarán admitidos de oficio a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones o en las bolsas de valores, según se representen mediante anotaciones en cuenta o mediante títulos, respectivamente.
- Los valores emitidos por las Comunidades Autónomas y por los organismos internacionales de los que España sea miembro se entenderán admitidos a negociación en virtud de la mera solicitud del emisor, si bien su admisión a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones, cuando sean emitidos bajo esta forma de representación, deberá estar autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda.

La Orden Ministerial de 14 de noviembre de 1989, por su parte, ha extendido a las emisiones en pesetas realizadas en España por organismos internacionales de los que España no sea miembro y por los Estados extranjeros o las agencias o instituciones que emitan con garantía expresa de estos, el régimen aplicable a los organismos internacionales de los que España sea miembro. 25

No queda claro, sin embargo, el régimen aplicable a otros efectos públicos de los contemplados en el artículo 22 del Reglamento de Bolsas, en particular, a los emitidos por los Ayuntamientos y las entidades oficiales de crédito. Dado que el artículo 32 de la LMV no se refiere a ellos podría entenderse derogado respecto de estos valores 26

el régimen de admisión previsto en el artículo 24 del Reglamento de Bolsas, exigiéndose por tanto, la verificación de la CNMV con carácter previo a la admisión a cotización oficial en bolsa. Ello resultaría plenamente justificado en el caso de las entidades oficiales de crédito (que ya no son tales según el RDL 3/1991, véase el Capítulo III anterior) aunque es más dudoso en el caso de los Ayuntamientos.

c) *Admisión de acciones y obligaciones de sociedades españolas*

27 En cuanto a la admisión a cotización de acciones y obligaciones emitidas por sociedades españolas las condiciones mínimas para la admisión a cotización oficial son las establecidas en los artículos 26 y 32 de la LMV y en los artículos 26 y siguientes del Reglamento de Bolsas que se resumen a continuación y que deben ponerse en relación con la Directiva 79/279 de 5 de marzo.

28 (i) *Acciones*

1. *Situación jurídica de la sociedad:* la situación jurídica de la sociedad deberá ser regular desde el punto de vista de las leyes y reglamentos a los que esté sometida, tanto en lo que respecta a su constitución como a su funcionamiento estatutario.

2. *Dimensión mínima de la sociedad:* la sociedad deberá tener un capital mínimo de doscientos millones de pesetas (la Directiva 79/279 exige un mínimo de un millón de ECUS pero no hay inconveniente en que los Estados exijan condiciones más rigurosas). Adicionalmente, a efectos de este mínimo no se tendrá en cuenta la parte de capital correspondiente a accionistas cada uno de los cuales, directa o indirectamente, posea una participación en el mismo igual o superior al 25 % [art. 32.b) del Reglamento de Bolsa].

3. *Duración de la sociedad:* de acuerdo con lo previsto en la Directiva 79/279 CEE la sociedad deberá haber publicado o presentado, con arreglo al derecho nacional, sus cuentas anuales relativas a los tres ejercicios anteriores a la solicitud de admisión a cotización oficial. Excepcionalmente las autoridades competentes (CNMV en el caso español) pueden eximir de esta condición cuando resulte deseable en interés de la sociedad o de los inversores y las autoridades competentes tengan la seguridad de que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre la sociedad y sobre las acciones cuya admisión a cotización oficial se ha solicitado.

4. *Beneficios de la sociedad:* el Reglamento de Bolsa [art. 32.c)] exige, además, que los beneficios de la sociedad en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos dentro de los últimos cinco años, deberán ser suficientes para haber podido repartir un dividendo de, al menos, el 6 % del capital desembolsado, una vez hecha la provisión

para el impuesto sobre sociedades y dictadas las reservas legales y obligatorias que correspondan.

5. *Negociabilidad de las acciones*: las acciones deben ser libremente negociables.

6. *Difusión de las acciones*: la Directiva 79/279 establece que deberá realizarse una difusión suficiente de las acciones entre el público de uno o varios Estados miembros al tiempo de la admisión. Se presume realizada una difusión suficiente bien cuando las acciones que sean objeto de la solicitud de admisión estén repartidas entre el público hasta un 25 %, por lo menos, del capital suscrito representado por esa categoría de acciones, bien cuando, en razón del elevado número de acciones de una misma categoría y del alcance de su difusión entre el público, el funcionamiento regular del mercado quede garantizado con un porcentaje más bajo. En España el Reglamento de Bolsa [art. 32.f) exige que el número de accionistas con participación inferior al 25 % del capital sea al menos de cien. Aunque se permite, como alternativa, la designación de una sociedad de contrapartida [art. 32.h) del Reglamento; véase igualmente en relación con las sociedades de contrapartida lo que se dice en el apartado e) siguiente].

(ii) *Obligaciones y otros títulos de renta fija*

29

1. *Situación jurídica de la sociedad*: la situación jurídica de la sociedad deberá ser regular desde el punto de vista de las leyes y reglamentos a las que esté sometida tanto en lo que respecta a su constitución como a su funcionamiento estatutario.

2. *Dimensión de la emisión*: el importe total nominal de las obligaciones puestas en circulación de cada emisión cuya admisión a cotización oficial se solicite será como mínimo de cien millones de pesetas [art. 32.d) Reglamento de Bolsas; la Directiva 79/279 exige un mínimo de 200.000 ECUS].

3. *Negociabilidad de las obligaciones*: las obligaciones deberán ser libremente negociables.

4. *Difusión de las obligaciones*: el número de obligacionistas con participación individual al 25 % de la emisión deberá ser al menos de cien [art. 32.f) Reglamento de Bolsa].

5. *Obligaciones convertibles, canjeables y con «warrants»*: la Directiva 79/279 establece que las obligaciones convertibles, canjeables y con «warrants» sólo podrán admitirse a cotización oficial si las acciones a que se refieran han sido anteriormente admitidas a cotización en otro mercado regulado, de funcionamiento regular, reconocido y abierto, o son admitidas al mismo tiempo. Ello no obstante, los Estados miembros pueden prever la admisión a cotización oficial de obligaciones

convertibles, canjeables o con «warrants» si tienen la seguridad de que los tenedores de las obligaciones disponen de todas las informaciones necesarias para formarse un juicio sobre el valor de las acciones a que hagan referencia dichas obligaciones.

30 (iii) *Documentación que debe aportarse para la admisión a cotización de acciones y obligaciones*

Para la admisión a cotización en bolsa de sus acciones y obligaciones, la sociedad emisora deberá presentar para su verificación y registro por la CNMV y las sociedades rectoras la documentación establecida en la LMV y disposiciones de desarrollo. Dado que, como hemos señalado, el artículo 32 LMV no ha sido objeto todavía del necesario desarrollo reglamentario sigue en vigor lo dispuesto en el artículo 27 del Reglamento de Bolsa con las modificaciones introducidas por la disposición derogatoria del RD 291/1992 de 27 de marzo. La enumeración de documentos contenida en dicho artículo es puramente enunciativa y la CNMV y las sociedades rectoras de las bolsas pueden solicitar los documentos complementarios que estimen necesarios.

Por otra parte, en el caso de valores de renta fija, la CNMV tiene establecido un procedimiento de verificación del proceso de admisión a negociación bursátil de estos valores que, sin alterar, la normativa en vigor, antes citada, pretende facilitar la admisión a negociación de los resguardos justificativos de la suscripción de estos valores con el fin de procurar un funcionamiento más fluido de estos mercados y proporcionar una mayor liquidez a los inversores. En el caso de la Bolsa de Madrid este procedimiento ha sido desarrollado en la Circular 1/1992 de 24 de marzo sobre normas y procedimientos aplicables a la negociación de valores de renta fija.

d) *Admisión de valores extranjeros*

31 Una de las novedades introducidas por la LMV ha sido la posibilidad de solicitar la admisión a cotización oficial en las bolsas españolas de valores emitidos por sociedades extranjeras, lo que no estaba permitido hasta el pasado 29 de julio de 1989.

La liberalización venía impuesta por la Directiva 85/566 CEE de 17 de noviembre de 1986 sobre libre circulación de capitales. Sin embargo, el plazo de adaptación de la legislación española no terminaba hasta el 31 de diciembre de 1990, por lo que se adelantó en un año y medio.

32 En tanto no se dicten las nuevas disposiciones que deban regular la admisión a negociación de valores y las normas especiales que, en su caso, puedan resultar precisas para adecuar los requisitos generales de admisión y las normas generales de contratación a las singularida-

des propias de los valores extranjeros, los requisitos de admisión se aplicarán, cuando resulte necesario, de forma analógica con los principios vigentes para la admisión de valores nacionales, con respeto a los principios inspiradores de las Directivas 79/279 de 5 de marzo y 80/390 de 27 de marzo y, en particular, al principio de seguridad e información de los inversores (Disposición adicional sexta del RD 717/1989 de 23 de junio). En este sentido resultan fundamentales los criterios en materia de admisión a negociación en bolsa de valores extranjeros establecidos por la CNMV con fecha 28 de diciembre de 1989.

Según estos criterios, la entidad emisora extranjera debe designar una entidad directora y una entidad de enlace (que puede ser la propia entidad directora). La entidad directora desarrollará la función de representación del emisor ante la CNMV y las sociedades rectoras durante la tramitación del expediente de admisión y dirigirá el proceso de introducción de los valores en el mercado español a través de la correspondiente oferta pública de venta de valores. La entidad de enlace asumirá la representación del emisor ante la CNMV y las sociedades rectoras a efectos del cumplimiento de las obligaciones de información y demás derivadas de la negociación en bolsa, servirá de cauce para el ejercicio por los inversores de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores negociados en España y asumirá la relación con la entidad extranjera depositaria de los títulos o que lleve el registro global de los valores negociados en la bolsa española. 33

Con independencia de cuál sea su forma de representación (títulos o anotaciones) los valores extranjeros admitidos a cotización en España se incorporarán a los registros del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. La suma de los saldos de las cuentas de dichos valores extranjeros en el Servicio debe coincidir en todo momento con el que afecto al mercado español mantenga en depósito o registrados una entidad extranjera habilitada a este efecto (art. 35 del RD 116/1992). En línea con lo expuesto en los criterios de la CNMV antes citados, el artículo 35 RD 116/1992 faculta a la CNMV para exigir a la entidad de enlace, que deberá ser una entidad financiera suficientemente solvente, que se haga responsable del mantenimiento de esa correspondencia añadiendo esta función de garantía a las de relación con la entidad emisora que pudiera desempeñar. 34

Cabe plantearse la cuestión de si es necesario que los valores extranjeros estén admitidos a cotización en bolsa en su país con carácter previo a su admisión en España. Este requisito resulta del artículo 35.a) del Reglamento de Bolsa. Sin embargo, como hemos señalado con anterioridad, la letra a) del artículo 35 ha quedado derogada por la DA 5ª del Real Decreto 726/1989 de 23 de junio de conformidad con lo dispuesto en el artículo 6 de la Directiva 79/279 según el cual los Estados miembros no pueden supeditar la admisión a cotización 35

oficial de valores mobiliarios emitidos por sociedades u otras personas jurídicas nacionales de otro Estado miembro a la previa admisión a cotización oficial en una bolsa de valores que opere en uno de los Estados miembros. Ello no obstante, la Directiva autoriza a los Estados miembros a denegar la admisión si tienen la seguridad de que la falta de cotización en el país de origen se debe a la necesidad de proteger a los inversores (Anexo A, II.7 de la Directiva 79/279/CEE).

- 36 Es oportuno señalar, finalmente, que la cotización en España de valores extranjeros debe expresarse necesariamente en pesetas.

e) *El segundo mercado bursátil*

- 37 Con el objeto de facilitar el acceso a bolsa de pequeñas y medianas empresas y sociedades de nueva constitución que no pueden cumplir los requisitos exigidos para la admisión a cotización en el primer mercado, se creó por Real Decreto 710/1986 de 4 de abril (desarrollado por OM de 26 de septiembre de 1986) el segundo mercado bursátil.

- 38 Los requisitos de admisión al segundo mercado son menos severos que en el primer mercado. Así, sólo se requiere un capital mínimo, si se trata de acciones, o un importe del empréstito, si fueran obligaciones, de 25 millones de pesetas. Sin embargo, no se renuncia a las garantías en cuanto a la documentación aportada, debiendo estar auditados el balance y la cuenta de resultados.

- 39 Por otra parte, para facilitar la liquidez de los valores se establece la exigencia de la designación de una sociedad de contrapartida a cuya disposición habrá de ponerse al menos el 20 % del capital.

Las sociedades de contrapartida de empresas admitidas a cotización en el segundo mercado tienen obligación de fijar un precio de compra y otro de venta con una diferencia máxima entre ambos del 10 % del valor nominal de las acciones. A los precios fijados deben atender, como mínimo, un 2 % del total de acciones admitidas en el segundo mercado. Si la oferta o la demanda fueran superiores a las cantidades demandadas u ofrecidas por las sociedades de contrapartida, aquéllas se atenderán a prorrata.

En principio, podría realizar las funciones de contrapartida cualquier sociedad que tenga un capital no inferior al 10 % del valor de las acciones para las que hagan la contrapartida. La función de contrapartida no está contemplada, sin duda por olvido, en la larga lista de actividades de las sociedades de valores incluida en el artículo 71 de la LMV. Sin embargo, tras la entrada en vigor de ésta, la interpretación más razonable, dadas las limitaciones que se imponen en las

actividades relacionadas con el mercado de valores, es que la contrapartida de sociedades cotizadas en el segundo mercado debe corresponder con carácter exclusivo a sociedades de valores y a las entidades contempladas en la letra a) del segundo párrafo del artículo 76 de la LMV (entidades oficiales de crédito, bancos y cajas de ahorro).

A pesar de todas estas normas, hasta la fecha, el segundo mercado ha tenido poco éxito siendo muy escaso el número de sociedades cotizadas en el mismo. 40

f) *Suspensión de valores de la negociación en bolsa*

De acuerdo con lo previsto en el artículo 33 de la LMV, la CNMV podrá suspender la negociación de un valor en todos los mercados secundarios oficiales en que esté admitido cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los mismos o aconsejen dicha medida en aras a la protección de los inversores. En particular, la Orden de 18 de enero de 1991 establece la posibilidad de que la CNMV suspenda la cotización de un valor en caso de incumplimiento por el emisor de sus obligaciones periódicas de información (véase el Capítulo VIII anterior) y el Real Decreto 1289/1991 de 2 de agosto, faculta a la CNMV para suspender la negociación en caso de OPA (véase el Capítulo XI siguiente). 41

La suspensión podrá acordarse de oficio, a instancia del emisor o del organismo rector del correspondiente mercado y su duración no excederá del plazo que reglamentariamente se fije.

g) *Exclusión de valores de la negociación en bolsa*

Asimismo, la CNMV podrá proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan (art. 34 LMV) (hasta el momento este precepto no ha sido desarrollado por lo que debe entenderse que sigue vigente lo dispuesto en el artículo 49 del Reglamento de Bolsa). 42

Dicha exclusión se acordará por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales.

La exclusión de la negociación de un valor en un mercado secundario oficial podrá también ser solicitada por la entidad emisora. No obstante, la CNMV, en caso de que considere que aquella puede lesionar legítimos intereses de sus tenedores o titulares, podrá denegarla o condicionarla a que por el emisor se promueva una oferta 43

pública de exclusión. Esta se extenderá a todos los valores afectados por la exclusión de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que reglamentariamente se establezca (sobre las ofertas públicas de adquisición véase el Capítulo XI).

- 44 Acordada por la CNMV la exclusión de valores de negociación en Bolsa, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en el plazo de tres meses, adoptará las medidas necesarias para el traspaso de los valores a los registros de la entidad designada por la emisora para la llevanza de los mismos (cabe no obstante que el Servicio siga llevando el registro si lo desea la emisora).

3. El mercado de deuda pública en anotaciones

A) REGULACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

- 1 El mercado secundario de la deuda pública se ha desarrollado especialmente desde que en abril de 1987 se creó el mercado de deuda pública en anotaciones.

Su regulación está contenida, fundamentalmente, en la LMV (arts. 55 a 58), 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 (modificado por RD 54/1988 de 29 de enero y por el RD 1009/1991 de 21 de septiembre) y en la Orden de 19 de mayo de 1987 (modificada por las de 28 de diciembre de 1987, 7 de enero de 1988, 16 de junio de 1988, 27 de enero de 1989, 26 de mayo de 1989, 22 de enero de 1990 y 31 de octubre de 1991) que, a su vez, ha sido objeto de desarrollo por diversas Circulares del Banco de España (16/1987, 20/1987, 21/1987, 12/1988, 11/1989, 3/1990, 4/1990 y 5/1990, 6/1991 y 8/1991) y Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (de 24 de junio de 1987, 21 de marzo de 1989 y 8 de marzo de 1990). Merece destacarse asimismo el Real Decreto 139/1990 de 2 de febrero sobre composición y funcionamiento de la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y la Orden de 16 de enero de 1992 a la que ya hemos hecho referencia por la que se autoriza el sistema de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las bolsas de valores.

B) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN

- 2 El mercado de deuda pública en anotaciones tiene por objeto exclusivo la negociación de la deuda pública representada mediante

anotaciones en cuenta, así como la de aquellas categorías de valores que, emitidos bajo esta forma de representación por las Comunidades Autónomas, por otras entidades y sociedades públicas o por organismos internacionales de los que España sea miembro, autorice el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor (art. 55 LMV).

C) LA CENTRAL DE ANOTACIONES

El organismo rector del mercado de deuda pública en anotaciones es la Central de Anotaciones. 3

La Central de Anotaciones carece de personalidad jurídica propia estando encomendada su gestión al Banco de España (art. 57 LMV).

La Central de Anotaciones gestiona la emisión y amortización de los valores incluidos en el sistema de anotaciones en cuenta, los pagos de los intereses devengados por sus titulares y las transferencias de saldos que se originen por su transmisión en el mercado secundario. A tal efecto, la Central de Anotaciones lleva las cuentas correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas a nombre propio de titulares autorizados a operar directamente con la Central, bien de forma global, en el caso de las cuentas de terceros de las entidades gestoras (art. 56 LMV). 4

La liquidación de operaciones se efectúa mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo en el Banco de España.

D) MIEMBROS DEL MERCADO

Tienen la condición de miembros del mercado de deuda pública en anotaciones tanto los titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones como las entidades gestoras. 5

En el mercado de deuda pública en anotaciones, los titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones sólo pueden operar por cuenta propia. Las entidades gestoras pueden operar bien por cuenta propia o ajena, bien sólo por cuenta ajena.

Pueden tener cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones además del Banco de España, las personas y entidades que reúnan los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda 6

(art. 58 LMV). Según la Orden de 19 de mayo de 1987 pueden tener cuenta a nombre propio las entidades que se relacionan en su artículo segundo (según redacción dada por la OM de 29 de septiembre de 1991) siempre que presenten la oportuna solicitud y cumplan los requisitos establecidos en la citada OM. En dicha relación se encuentran incluidas todas las entidades de crédito, las sociedades de valores, las entidades de seguros, las sociedades de garantía recíproca y las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.

- 7 Sin embargo únicamente pueden ser entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones, los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, las sociedades mediadoras del mercado de dinero y las sociedades y agencias de valores [art. 58 de la LMV en relación con los artículos 71 y 76 a), b) y c) y el artículo 5 de la Orden 19 de mayo de 1987, según redacción dada por la OM de 31 de octubre de 1991]. La Orden de 22 de enero de 1990 otorga al Banco de España la condición de entidad gestora para facilitar el acceso al mercado a aquellas personas físicas o jurídicas no autorizadas a operar directamente a través de la Central de Anotaciones.
- 8 A su vez las entidades gestoras se clasifican en «entidades gestoras con capacidad plena» y «entidades gestoras con capacidad restringida». Son entidades gestoras con capacidad plena aquellas entidades autorizadas a realizar todo tipo de operaciones con sus comitentes y que ostenten la condición adicional de titular de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones. Las entidades gestoras con capacidad restringida únicamente pueden actuar como meros comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartida en el mercado o realizando las anotaciones pertinentes por orden conjunta de las partes contratantes, pudiendo, cuando ostenten la condición adicional de titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, ofrecer contrapartida en nombre propio sólo en operaciones de compraventa simple al contado. Las agencias de valores únicamente pueden ostentar la condición de entidad gestora con capacidad restringida (esta figura está pensada esencialmente para ellas).
- 9 Las entidades gestoras llevarán las cuentas de quienes no estén autorizados a operar a través de la Central de Anotaciones y mantendrán en ésta una cuenta global que constituirá, en todo momento, la contrapartida exacta de aquellas cuentas (art. 56.3 LMV).

En el caso de las entidades gestoras que ostenten la condición adicional de titulares de cuentas en nombre propio en la Central de Anotaciones, estas últimas se llevarán en dicha Central con total separación de las mencionadas en el párrafo anterior (cuentas de terceros) (art. 65.4 LMV).

La autorización de las entidades gestoras y su revocación corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la CNMV (art. 58.4 LMV). 10

La condición de entidad gestora puede ser revocada por las causas enumeradas en los puntos a), b), c) y d) del artículo 67 de la LMV, así como por no alcanzar el saldo vivo de anotaciones en cuenta de terceros que señale con carácter general el Ministerio de Economía y Hacienda (art. 58.3 LMV). Dichos saldos mínimos han sido establecidos en el artículo séptimo de la OM de 31 de octubre de 1991.

E) LA COMISIÓN ASESORA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

El artículo 57 de la LMV prevé la constitución de una Comisión Asesora del Mercado de deuda pública en Anotaciones, integrada por un representante del Ministerio de Economía y Hacienda, dos de la CNMV y otros dos del Banco de España, correspondiendo a uno de estos últimos la presidencia de la Comisión. Este artículo ha sido desarrollado por el RD 139/1990 de 2 de febrero sobre composición y funcionamiento de la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. 11

Son funciones de la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones: 12

- La emisión de informe previo sobre las decisiones con incidencia en la organización y funcionamiento del mercado de deuda pública en anotaciones que adopten la CNMV y el Banco de España en el ámbito de sus respectivas competencias.
- La propuesta a dichas instituciones de las medidas sobre el citado mercado que estime oportunas.

4. Los mercados de opciones y futuros financieros

A) CONSIDERACIONES GENERALES

Los mercados de opciones y futuros financieros han tenido un gran crecimiento en la última década en todos los países con mercados de valores desarrollados y se han consolidado en los que ya existían. 1

La razón de ser de estos mercados es fundamentalmente de cobertura de riesgos, ya sea de riesgos de tipo de interés, de tipo de cambio o de cotización bursátil. Por ejemplo, el tenedor de acciones de una

determinada sociedad puede cubrir su riesgo de caída de las cotizaciones comprando opciones de venta de esas mismas acciones o, con carácter general, sobre el índice de la bolsa.

En los mercados de opciones y futuros financieros se negocian contratos de opción y contratos de futuros financieros, respectivamente.

- 2 El contrato de opción es un contrato a través del cual el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o de vender un activo determinado al precio pactado en una fecha futura.

La opción de compra se denomina generalmente «call» y la opción de venta «put». El comprador de la opción paga un precio por ella. Si transcurre el plazo pactado sin ejercitarse se pierde la opción. Según el plazo de ejercicio las opciones se clasifican en europeas y americanas. Las opciones «europeas» únicamente pueden ejercitarse en la fecha de vencimiento del contrato de opción. En cambio, las opciones «americanas» pueden ejercitarse en cualquier momento antes de su vencimiento. Las opciones financieras se caracterizan por tener normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio así como su fecha, única (europea) o límite (americana) de ejecución.

- 3 Los contratos de futuros financieros, por su parte, son contratos por virtud de los cuales se acuerda comprar y vender un determinado activo financiero en una fecha futura a un precio establecido de antemano. En los contratos de futuros financieros no hay opción sino obligación de comprar y vender en una fecha futura. Son por tanto contratos a plazo que se caracterizan por tener normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento y que se negocian en un mercado organizado.
- 4 El activo subyacente de los contratos de opciones y futuros financieros puede ser muy variado: valores (acciones u obligaciones), préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos financieros. Cabe incluso la existencia de opciones sobre futuros de cualquiera de los activos subyacentes citados, lo que pone de manifiesto el grado de sofisticación e interrelación que puede llegar a existir entre estos mercados entre sí y con los mercados en los que se negocian los activos subyacentes.

B) CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS

- 5 Los mercados de opciones y futuros financieros presentan características propias que permiten diferenciarlos de los mercados en los que se negocian los activos subyacentes y de algunas operaciones realiza-

das tradicionalmente en ellos (operaciones a plazo individuales). Estas características son las siguientes:

- Los contratos sobre opciones y futuros financieros son contratos normalizados en los que lo único que queda a la negociación de las partes es el precio y la fecha de liquidación entre las permitidas por el mercado. El resto de los términos del contrato y las características de los activos subyacentes están determinadas de antemano y son las mismas para todos los contratos que sobre tales activos se negocien en ese mercado.
- Los contratos de opciones y futuros financieros son contratos cuyo cumplimiento está garantizado por la entidad rectora del mercado. Son contratos «ciegos» en que cada una de las partes contrata con el mercado. Este tiene así cubierta su posición y cada parte contratante tiene la garantía del mercado eliminando el riesgo característico de las operaciones a plazo que es el riesgo de incumplimiento de la contraparte. Para garantizar el buen fin de los contratos, las reglas de funcionamiento de estos mercados suelen exigir a las partes contratantes una garantía determinada en función de la volatilidad del mercado.
- En los mercados de opciones y futuros financieros el objeto de la negociación son precisamente los contratos de opciones y futuros y no los activos subyacentes. Ello supone la existencia de un mercado líquido en el que se pueden comprar y vender estos contratos sin esperar al vencimiento.

C) REGULACIÓN EN ESPAÑA

La creación en España de mercados de futuros y opciones financieros se produjo en 1989, poco antes de la plena entrada en vigor de la LMV, limitándose inicialmente a las operaciones sobre deuda pública. La base jurídica que permitió la creación de estos mercados fue la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989.

Dos fueron los mercados que se crearon: el mercado OMIB de opciones y el mercado MEFF de futuros financieros. El primero tenía su sede en Madrid y el segundo en Barcelona. Recientemente se ha constituido una sociedad holding tenedora de las acciones de las sociedades rectoras de ambos mercados y se ha llegado a un acuerdo para distribuir las operaciones entre los mismos (renta variable en Madrid, MEFF Renta Variable, y renta fija, tipos de interés y divisas en Barcelona, MEFF Renta Fija).

Estos mercados, como queda dicho, centraron su actividad en un primer momento en la negociación de opciones y futuros sobre deuda pública. Con posterioridad, al amparo de lo establecido en la Ley de Presupuestos del Estado para 1990, el Ministro de Economía y Hacienda autorizó por Orden Ministerial de 16 de enero de 1990 la negociación en los mercados de opciones y futuros ya existentes de contratos de opciones y futuros sobre el tipo de interés de depósitos interbancarios en pesetas a tres meses y por Ordenes Ministeriales de 31 de julio de 1991 de contratos de futuros peseta/dólar USA y peseta/marco.

Ello no obstante, el desarrollo de estos mercados de opciones y futuros exigía dotarlos de bases jurídicas más sólidas por lo que recientemente el Gobierno ha aprobado el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre por el que se regulan los mercados oficiales de opciones y futuros, al amparo de lo previsto en los artículos 31 y 59 de la LMV.

D) REQUISITOS PARA LA CREACIÓN DE MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS

- 7 El Real Decreto establece (art. 2) que la autorización para la creación de mercados de futuros y opciones financieros de carácter oficial corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV, que instruirá al efecto el oportuno expediente que deberá estar integrado por una memoria explicativa, un proyecto de estatutos de la Sociedad Rectora y un proyecto de Reglamento del Mercado.

La disposición transitoria primera del Real Decreto concedía un plazo de seis meses, a partir de su entrada en vigor, para que los mercados de opciones y futuros creados por virtud de la Resolución de 21 de marzo de 1989 de la DGTPF se transformasen en mercados oficiales de acuerdo con las disposiciones previstas en el mismo.

E) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN

- 8 Los mercados de opciones y futuros financieros tendrán por objeto la negociación de este tipo de contratos ya tengan por objeto valores, préstamos, depósitos, índices u otros activos subyacentes.

Corresponderá a la CNMV, salvo que el Ministerio de Economía y Hacienda en las condiciones establecidas en el artículo 50 del Real Decreto avoque la competencia, aprobar las condiciones generales de los contratos que hayan de ser objeto de negociación en estos mercados así como sus modificaciones. La aprobación por la CNMV que-

rirá en todo caso el informe de los organismos rectores de los mercados en que se negocien los activos subyacentes.

Podrán negociarse tanto contratos cuyo cumplimiento exija la entrega efectiva, al precio convenido, del valor o instrumento financiero a que se refieran o de otro que resulte financieramente equivalente, como contratos cuya liquidación se efectúe por diferencias, abonándose por la parte obligada el importe que resulte de la diferencia entre el precio inicialmente convenido y el precio de liquidación, determinado de acuerdo con lo previsto en sus propias condiciones generales.

9

F) ORGANOS DE GOBIERNO

Cada uno de los mercados de opciones y futuros estará regido y administrado por una sociedad rectora a la que ya nos hemos referido en el Capítulo VII *supra*.

10

G) MIEMBROS

De acuerdo con el artículo 15 del Real Decreto, se considerarán miembros del mercado las entidades facultadas para negociar contratos en él, de conformidad con las especificaciones contenidas en el Reglamento del propio mercado. Los miembros podrán clasificarse en categorías, según actúen sólo por cuenta ajena, sólo por cuenta propia o de ambos modos. De igual manera podrán dividirse en categorías según participen o no en la liquidación de los contratos u otras tales como creadores de mercado según se prevea en el Reglamento del mercado.

11

Sólo podrán adquirir la condición de miembro del mercado las sociedades y agencias de valores y las entidades señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 76 de la LMV. Todo miembro del mercado que lo solicite tendrá derecho a adquirir la condición de socio de la sociedad rectora, pero no es obligatorio. Pueden existir por tanto miembros del mercado que no sean socios de la rectora y socios de la rectora que no sean miembros del mercado.

En el caso de MEFF Renta Fija y Renta Variable existen tres clases de miembros: miembro negociador, miembro liquidador y miembro liquidador custodio. Se considera miembro negociador al miembro cuya función es negociar en el mercado. El miembro liquidador tiene por funciones negociar, responder del cumplimiento de obligaciones, realizar pagos y cobros de efectivos y realizar compra-ventas de activos subyacentes, en las condiciones establecidas en el Reglamento del mercado. El miembro liquidador custodio, además de las funciones

propias de un miembro liquidador, tiene la de recibir y custodiar garantías.

5. El mercado AIAF de renta fija

A) REGULACIÓN

- 1 El mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) de Renta Fija ha sido autorizado como mercado secundario organizado no oficial por Orden de 1 de agosto de 1991 (en relación con los mercados no oficiales véase lo dicho en la primera pregunta de este Capítulo).
- 2 El funcionamiento del mercado AIAF se ajusta a lo dispuesto en la LMV y demás disposiciones complementarias y a su reglamento interno denominado «Reglamento del Mercado AIAF». Adicionalmente existen reglas específicas para la negociación en el mercado AIAF de los denominados «bonos matador» (bonos emitidos en pesetas por Estados, Organismos Internacionales y Agencias Gubernamentales). Dichas normas se contienen en el «Reglamento del segmento de bonos matador».
- 3 Cabe señalar asimismo que el mercado AIAF de Renta Fija es uno de los mencionados en la letra c) del número 1 del artículo 17 del Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre por el que se aprueba el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva, por lo que los valores cotizados en el Mercado AIAF son aptos para la inversión de las citadas instituciones.

B) OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN

- 4 El objeto de la negociación en el mercado AIAF son los pagarés de empresa, bonos y obligaciones y otros títulos de renta fija privada y «bonos matador». Dado que el Reglamento del Mercado AIAF no especifica cuales son los requisitos de admisión a negociación de los valores, la CNMV ha establecido los criterios que debe utilizar el órgano rector del Mercado AIAF para llevar a cabo los procesos de admisión y facilitar las tareas de control y supervisión de la CNMV. Estos criterios deberán incorporarse al Reglamento del Mercado. Los criterios son similares a los establecidos para la admisión a negociación en bolsa de valores de renta fija. En todo caso los valores objeto de admisión estarán previamente amparados por un folleto de emisión así como por los correspondientes documentos acreditativos de la emisión registrados en la CNMV.

Es importante señalar asimismo que, en el futuro, los valores que se negocian en el mercado AIAF deben estar representados necesariamente mediante anotaciones en cuenta ya que el artículo 46 LMV dispone que las bolsas de valores son los únicos mercados secundarios organizados autorizados para la negociación de valores representados mediante títulos (aunque el artículo 29 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero haya dejado vacío de contenido este precepto al exigir que la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta será condición necesaria para la admisión a cotización en bolsa, de donde se desprende que los valores negociados en mercados secundarios organizados deben estar siempre representados mediante anotaciones en cuenta).

C) ORGANOS DE GOBIERNO

La entidad rectora del Mercado AIAF es la propia Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, constituida el 1 de julio de 1987. La Asociación está regida por la Asamblea General y por la Comisión Directiva elegida por aquella.

D) MIEMBROS

Son miembros del mercado AIAF de Renta Fija, por derecho propio, todos los miembros de dicha Asociación que deseen operar en el mismo (art. 2 del Reglamento). Pueden ser miembros de la AIAF (art. 9 de sus Estatutos): bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras del mercado de dinero, entidades oficiales de crédito, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario, sociedades de valores y agencias de valores que cumplan ciertos requisitos de capital y operatividad.

E) SUPERVISIÓN

El control y supervisión del mercado AIAF de Renta Fija corresponde a la CNMV que en el ejercicio de sus competencias deberá, al menos:

- Tramitar cualquier añadido o modificación de los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y de los reglamentos antes citados, proponiendo, en su caso, su aprobación al Ministro de Economía y Hacienda.
- Conocer cualquier cambio que se produzca en la composición de la Comisión Directiva de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

- Aprobar cualquier modificación sustantiva que se produzca en el desarrollo y prestación de servicios relacionados con la compensación y liquidación de pagos.
- Establecer la información periódica regular que deberá recibir la CNMV de AIAF de Renta Fija. Asimismo podrá recabar cuanta información específica considere necesaria y realizar las inspecciones precisas para asegurar el cumplimiento de los reglamentos y el buen funcionamiento del mercado.

6. El mercado hipotecario

A) CONSIDERACIONES GENERALES

- 1 Al margen de los mercados (oficiales y no oficiales) reconocidos en la LMV, la LMH regula el mercado hipotecario.

El mercado hipotecario es un mercado secundario no organizado que tiene por objeto la negociación de los títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) emitidos por las entidades autorizadas para ello por la LMH y disposiciones de desarrollo y en las condiciones establecidas en las mismas que tuvimos ocasión de estudiar en el Capítulo IX.

- 2 La negociación en el mercado hipotecario tiene una estructura peculiar ya que puede desarrollarse en bolsa o fuera de ella. En el primer caso los títulos hipotecarios constituyen una clase más de valores negociados en bolsa y su contratación se ajusta al régimen y organización de las bolsas de valores que hemos estudiado con anterioridad.

Sin embargo, la contratación de los títulos hipotecarios también puede desarrollarse al margen de la bolsa en lo que se denomina «mercado secundario individual».

El «mercado secundario individual» consiste en que las entidades emisoras de los títulos hipotecarios están facultadas para comprar, vender y pignorar sus propios títulos hipotecarios para regular el adecuado funcionamiento de su liquidez y cotización en el mercado.

B) LOS FONDOS DE REGULACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO

- 3 El artículo 24 de la LMH regula unos fondos de características especiales, denominados «Fondos de Regulación del Mercado Hipotecario», cuya finalidad es la de regular el mercado secundario de

títulos hipotecarios mediante la compra y venta de los mismos con el fin de asegurar un grado suficiente de liquidez.

La participación en estos fondos está limitada a las entidades emisoras de títulos hipotecarios. No se trata por tanto de fondos de inversión mobiliaria en el sentido que estudiamos en el Capítulo VII anterior, sino de auténticos fondos de intervención constituidos exclusivamente por las entidades emisoras de títulos hipotecarios para regular el mercado de dichos títulos.

Los fondos de regulación deben constituirse con un patrimonio mínimo de 100 millones de pesetas y con un mínimo de diez entidades emisoras. Su constitución exige la previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda de sus estatutos y reglamento (el único existente es el Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario promovido por el Banco Hipotecario). 4

La gestión de estos fondos corresponde a una gestora que deberá adoptar la forma de sociedad anónima y contar con un capital mínimo de veinticinco millones de pesetas. Los activos de los fondos de regulación estarán constituidos por cédulas, bonos, participaciones hipotecarias y demás activos financieros aptos para la inversión de los fondos de inversión mobiliaria. Los activos deberán estar bajo la custodia de un depositario. 5

C) SUPERVISIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO

Según establece el artículo 43 de la LDIEC, el control e inspección de la aplicación de la LMH y sus normas de desarrollo corresponde al Banco de España. 6

Sin embargo, como sucede en otros casos, en el mercado hipotecario existe una confluencia de competencias entre el Banco de España y la CNMV ya que esta última es la encargada de la verificación y registro de las emisiones de títulos hipotecarios y de la supervisión de la negociación de los títulos hipotecarios en bolsa. El Banco de España y la CNMV deberán coordinar sus actuaciones de acuerdo con lo previsto en el artículo 87 de la LMV.

CAPITULO XI
EL MERCADO DE VALORES: ACTIVIDAD

1. La compraventa en los mercados de valores

A) PRINCIPIOS GENERALES

La compraventa es el negocio jurídico típico de los mercados de valores hasta el punto que, de acuerdo con el artículo 36 LMV, únicamente tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial las transmisiones por título de compraventa de los valores admitidos a negociación en dicho mercado. 1

La transmisión por título distinto de la compraventa o por título lucrativo de valores admitidos a cotización no tienen la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial aunque deberán notificarse a la sociedad rectora del correspondiente mercado para que el adquirente pueda negociar los correspondientes valores y ejercer los derechos que los mismos comprenden (art. 37 LMV). 2

Los principios generales que rigen la contratación por título de compraventa en los mercados de valores y que determinan la especialidad de los contratos u operaciones celebrados en los mismos (contratos bursátiles según la denominación tradicional) son los siguientes: 3

- *Objeto definido*: Existe una delimitación del objeto de la contratación en los mercados de valores ya que ésta se limita a los valores previamente admitidos a negociación (sobre los requisitos de admisión en los diferentes mercados véase el Capítulo X anterior). 4
- *Contratación típica*: Los contratos se realizan ajustándose a condiciones y plazos definidos con arreglo a las normas de funcionamiento del correspondiente mercado. 5
- *Contratación pública*: La contratación que se lleva a cabo en los mercados de valores es pública y el principio de publicidad rige todas sus operaciones proclamándose los precios para general conocimiento (art. 43 LMV). 6
- *Contratación por medio de intermediarios*: La transmisión por título de compraventa de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial requiere la participación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro del correspondiente mercado, sin lo cual serán nulas de pleno derecho (art. 36 LMV). No cabe, por tanto, en un mercado secundario 7

oficial, la transmisión por título de compraventa de valores cotizados a través de notario o corredor de comercio, salvo que la cotización se encuentre suspendida o se realice entre quienes no tengan la condición de miembros del correspondiente mercado y hayan convenido entre sí los términos de la operación y se produzca la preceptiva toma de razón por un miembro del mercado.

Las transmisiones a título oneroso por título distinto del de compraventa (ej. aportación) y las transmisiones lucrativas (ej. sucesión, donación) de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo y no requerirán, por tanto, la mediación de un miembro del mercado.

No obstante, como ya hemos señalado, deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado en la forma determinada reglamentariamente (RD 1416/1991 de 27 de marzo). Es también obligatoria la comunicación de las transmisiones por título de compraventa de aquellos valores cuya negociación en un mercado secundario oficial haya sido suspendida. En tanto no tengan lugar dichas comunicaciones el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores ni ejercer los derechos que los mismos comprendan (art. 37 LMV).

- 8 — *Responsabilidad de los intermediarios*: Según dispone el artículo 41 LMV, en las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio.
- 9 — *Irrevindicabilidad de los valores adquiridos de buena fe*: El artículo 9 LMV establece expresamente que el tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta (recordemos que los valores negociados en mercados organizados deberán adoptar en el futuro necesariamente esta forma de representación) de persona que, según los asientos del registro contablearezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado con mala fe o con culpa grave.
- 10 — Adicionalmente a estos principios generales es necesario tener en cuenta que existen normas especiales que regulan las ofertas públicas de adquisición y venta de valores que constituyen compraventas excepcionales que exigen un tratamiento específico y a cuyo análisis dedicamos los apartados segundo y tercero de este Capítulo.

B) LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL

a) *Clases de operaciones bursátiles*(i) *Operaciones de contado*

Es la operación más sencilla y la base del mercado. Consiste en una compraventa en virtud de la cual una de las partes, el vendedor, se obliga a entregar unos valores determinados y la otra, el comprador, a pagar por ello un precio cierto. 11

La ejecución es, en principio, inmediata aunque la operativa del mercado impone unos plazos de liquidación por razones administrativas.

El Reglamento de las Bolsas de Comercio [art. 63.f)] define las operaciones de contado en los siguientes términos:

«Son operaciones al contado aquellas en que las obligaciones recíprocas de los contratantes deben consumarse el mismo día de la celebración del contrato, efectuándose la entrega material de los títulos a lo sumo en el curso de siete liquidaciones tratándose de títulos al portador y de quince si fueran nominativos. Dicha entrega deberá necesariamente efectuarse en un tiempo inferior si así lo acuerdan expresamente los contratantes».

(ii) *El crédito en las operaciones de contado*

Está regulado por la Orden Ministerial de 25 de marzo de 1991. Las operaciones a crédito pueden ser tanto compras a crédito como ventas a crédito. Se trata de operaciones al contado en las que el comprador o vendedor reciben un crédito de dinero o de valores de una sociedad de valores y bolsa. Lo que las distingue de la normal contratación al contado es precisamente ese crédito suplementario. 12

En las compras a crédito el comprador recibe un crédito para la compra de valores que le concede la sociedad de valores y bolsa a través de la cual haya realizado la operación. En las ventas a crédito, el vendedor recibe un crédito de los valores que está vendiendo sin poseer.

El comprador a crédito está esperando un alza del mercado mientras que el vendedor a crédito está esperando una baja por lo que vende unos valores que no tiene con la confianza de poder comprarlos más tarde a un precio inferior.

La operativa a crédito está sujeta a estrictas limitaciones. 13

En primer lugar están limitados los valores en los que puede operarse a crédito. Todos los valores pueden comprarse y venderse al

contado pero únicamente los valores que determine la sociedad rectora de cada bolsa, previa comunicación a la CNMV, pueden comprarse o venderse a crédito.

En segundo lugar no se puede comprar cualquier número de valores. Todas las operaciones a crédito deben hacerse necesariamente en múltiplos de 500.

En cuanto a los plazos, las operaciones contratadas hasta el día 15 tienen como plazo general hasta fin de mes. Las operaciones contratadas desde el 16 al 31 tienen como plazo el fin del mes siguiente. Al vencimiento del plazo inicial la operación puede ser prorrogada uno o dos meses más. La solicitud de prórroga deberá formularse, al menos, con dos días hábiles de antelación al vencimiento. Llegado el vencimiento de la operación el comprador a crédito puede optar por pagar la parte que le quedara pendiente o por vender los valores en el mercado de contado percibiendo o pagando la diferencia. El vendedor a crédito puede optar por entregar los valores si disponía de ellos o comprarlos en el mercado.

- 14 En toda operación a crédito el comprador o vendedor debe entregar a la sociedad de valores una parte del importe de la operación como garantía de la misma. Estas garantías son fijadas por la sociedad rectora de cada bolsa de valores o la Sociedad de Bolsas y no podrán ser inferiores a las fijadas con carácter general por la CNMV. Según la Circular 5/1991 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, las garantías iniciales son del 50 % del importe de la operación. Existen además garantías complementarias de forma que cuando se produce una oscilación de precios de, al menos, el 10 % las sociedades de valores deben solicitar al cliente que abone una garantía complementaria equivalente al perjuicio sufrido. Si posteriormente se produjera una variación en el precio favorable al cliente no se procede a la devolución de la garantía.
- 15 Las sociedades de valores que pretendan otorgar crédito para operaciones deberán fijar, con una periodicidad no inferior a la semanal, las condiciones que aplicarán a dichas operaciones incluyendo las relativas a garantías o coberturas. Cada operación se registrará por las condiciones vigentes en la fecha de su celebración o, en su caso, de su prórroga. Las condiciones deberán ser comunicadas a las sociedades rectoras y publicadas en el Boletín de Cotización antes de su aplicación. La CNMV podrá fijar límites al volumen de operaciones de crédito o a las condiciones de las mismas.

(iii) *Operaciones a plazo*

- 16 En las operaciones a plazo se contratan valores que no se liquidan al contado sino a un plazo convenido. Las operaciones a plazo están reguladas en el Reglamento de las Bolsas de Comercio, pero han

estado prohibidas desde 1940 por su carácter especulativo. El artículo 38 de la LMV las contempla específicamente por lo que cabe esperar que en un próximo futuro puedan ser nuevamente permitidas, aunque con las lógicas garantías. A este respecto, la disposición adicional novena del Real Decreto 726/1989 de 23 de junio de 1989 faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para señalar los valores y orden de sucesión de las operaciones a plazo que vayan a autorizarse en las Bolsas, de conformidad con los artículos 80 y 81 del Reglamento [las operaciones a plazo ya están autorizadas para la deuda pública en anotaciones, véase el apartado D) siguiente].

Hay que distinguir las operaciones a plazo de las operaciones a crédito y de las operaciones con pago aplazado que son operaciones al contado con la particularidad de que en las operaciones a crédito el operador a crédito recibe un crédito de una sociedad de valores y bolsa pero la operación se liquida por el sistema de operaciones al contado. Las operaciones con pago aplazado también se liquidan como operaciones al contado en las que la entrega de los valores se produce al realizarse la operación y el pago del precio queda aplazado por voluntad de las partes. En las operaciones a plazo tanto la entrega de los valores como el pago del precio se produce en el plazo convenido. 17

Las operaciones a plazo pueden ser en firme o condicionales. Son operaciones en firme aquellas en las que comprador y vendedor quedan definitivamente obligados y por lo tanto el plazo fijado para su vencimiento y las condiciones del contrato son inalterables liquidándose la operación en la fecha convenida. 18

Son operaciones condicionales aquellas en las que una de las partes se reserva el derecho a modificar alguna de sus condiciones. Caben las siguientes modalidades:

- *Con prima*: en las que el tomador de la prima puede abandonar el contrato mediante el abono de la misma.
- *Con opción*: en las que el comprador o el vendedor adquiere el derecho de exigir la entrega o la recepción de una cantidad de valores igual o múltiplo a los que son objeto de la operación inicial.
- *A voluntad*: el vendedor o el comprador quedan definitivamente obligados, reservándose el derecho de liquidar en cualquier día de los que median del plazo convenido, debiendo avisar con 24 horas de antelación

En cuanto al régimen de cobertura, el artículo 97 del Reglamento de Bolsas dispone que la realización de cualquier operación a plazo determinará la necesaria provisión de fondos o cobertura, de acuerdo con el régimen establecido por cada bolsa.

(iv) *Operaciones de doble*

- 19 Junto a las operaciones puras de contado y a plazo existen las llamadas operaciones de doble que resultan de la conjunción de ambas y que consisten en la compra al contado o a plazo de valores y en la reventa simultánea a plazo y a precio determinado a la misma persona de valores de la misma especie.

Puesto que la segunda de las operaciones es, en todo caso, a plazo, se produce indefectiblemente un diferimiento. De ahí que normalmente se las considere una modalidad especial del plazo, por lo que, como operación bursátil, han estado y continúan estando prohibidas [aunque están autorizadas las operaciones con pacto de recompra a fecha fija o a la vista de deuda pública en anotaciones, véase el apartado D) siguiente].

Estas operaciones permiten la colocación de excedentes de tesorería. El precio de recompra incluye los intereses pactados correspondientes a los días de duración de la operación. Además, pueden tener otras finalidades como una necesidad transitoria de liquidez del vendedor de los títulos o la necesidad de disponer de votos adicionales para una junta de accionistas.

b) *Sistemas de contratación en bolsa*

(i) *Renta variable*

1. La contratación en corros

- 20 Es el sistema tradicional. La negociación se realiza en breves espacios de tiempo destinados para cada título o grupos de títulos. La contratación se realiza de *viva voz*. Los apoderados de las entidades de valores que intervienen en el corro ofrecen a gritos comprar y vender los valores contratados. El cambio de cierre de una sesión es el último que se ha marcado en ella.

El horario de sesiones se distribuye entre los sucesivos corros en tiempos de diez minutos según el orden establecido por la sociedad rectora.

- 21 Además hay que tener en cuenta que los cambios bursátiles en los corros no se expresan en pesetas sino en enteros, que son porcentajes del valor nominal. Así, para saber el precio en pesetas de una acción debemos multiplicar el cambio por el valor nominal y dividirlo por 100. Por ejemplo, si un valor cotiza al 800 % y su valor nominal es de 500 pesetas, su precio será de 4.000 pesetas.
- 22 Las variaciones que se produzcan en los cambios de cotización de una sesión no pueden representar en relación con el cambio de cierre

de la sesión precedente diferencias superiores al 10 % en valores de renta variable. Cuando dentro de dicha variación no pueda fijarse cambio por existir ofertas o demandas excepcionales se interrumpirá por la Comisión de Contratación la negociación de que se trate, al menos durante treinta minutos. Transcurrido el plazo de interrupción, se abrirá de nuevo el corro, en el que se podrán producir variaciones de hasta el 20 % como máximo (Circular 10/1991 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid).

2. La contratación continua informatizada

Las limitaciones del sistema de contratación por corros y el desarrollo de los sistemas informáticos han permitido la creación de un mercado continuo informatizado que permite realizar operaciones durante toda la jornada mediante la introducción en el sistema de las ofertas de compra y venta. 23

Este sistema de contratación funciona en España desde abril de 1989 y se han ido incorporando sucesivamente los valores más significativos por lo que en la actualidad un porcentaje muy importante de la capitalización bursátil se contrata por ordenador.

El sistema, desarrollado por la Bolsa de Toronto, que fue la primera en implantarlo en 1979, consiste en una red informática de ámbito nacional en la que los intermediarios autorizados dan entrada a las demandas y ofertas sobre los valores contratados en el sistema el cual casa automáticamente las órdenes contrarias según los límites de precio indicados y el orden de recepción. Por tanto, el ordenador no cumplimenta una orden hasta no haber realizado todas las que en ese momento ofrezcan mejor precio y entre las del mismo precio prefiere a las recibidas con anterioridad.

En el mercado continuo, a diferencia del sistema de corros, los precios se fijan siempre en pesetas y pueden variar, como máximo, para cada sesión por regla general un 15 % y, en circunstancias excepcionales, hasta un 20 %. Las normas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil están contenidas en la Circular 6/1991 de la Sociedad de Bolsas (modificada parcialmente por las Circulares 7/1991 y 1/1992). 24

(ii) Renta fija

1. La contratación en corros

Nos remitimos a lo dicho para las acciones con la única particularidad que las variaciones que se produzcan en los cambios de una sesión no pueden representar más del 5 % en relación con el cambio de cierre de la sesión precedente (Circular 10/1991 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid). 25

2. El nuevo mercado de renta fija bursátil y el régimen bursátil de la deuda anotada

- 26 Con el fin de potenciar y modernizar el mercado de renta fija bursátil, las sociedades rectoras de las bolsas han desarrollado un nuevo sistema de contratación basado en procedimientos informáticos (contratación continua) similares a los expuestos para la renta variable. Se incluyen inicialmente en el sistema la deuda pública anotada y aquellas emisiones de renta fija privada que acuerde el consejo de administración de la sociedad rectora. El régimen de las operaciones, sesiones, horarios, etc. para la Bolsa de Madrid es el contenido en la Circular 14/1991 de 18 de diciembre de la Sociedad Rectora (Boletín de Cotización 6 de febrero de 1992). Destacar que en este sistema los precios podrán variar, como máximo, en cada sesión un 10 % sobre el precio de cierre de la sesión anterior y se fijarán en porcentajes sobre el valor nominal del valor a negociar y «ex-cupón». La contratación de bloques en el mercado de renta fija se regula en la Circular 2/1992 de 20 de mayo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

c) *Aplicaciones, operaciones bursátiles a cambio distinto del oficial y con toma de razón*

Un caso particular dentro de las operaciones bursátiles lo constituyen las aplicaciones, las operaciones a cambio distinto del oficial y las operaciones con toma de razón.

(i) *Aplicaciones*

- 27 Las aplicaciones son consecuencia de que en ocasiones los mediadores reciben de sus clientes órdenes de signo contrario sobre un mismo valor. En este sentido el artículo 267 C.Com. dispone que «ningún comisionista comprará para sí ni para otro lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar, sin licencia del comitente». Es lo que se conoce como «autoentrada» del comisionista.

Sin embargo, todas las legislaciones bursátiles permiten, con las debidas cautelas, las aplicaciones. Es decir, se permite al mediador obrar simultáneamente por cuenta del comprador y del vendedor sin autorización de los mismos. Tan sólo debe cumplir ciertos trámites para evitar que se hurten operaciones al mercado. Ello es debido a que la existencia de un precio oficial garantiza los intereses de las partes.

- 28 En España el régimen para las aplicaciones bursátiles está contenido en el Real Decreto 1416/1991 de 27 de septiembre, en la Orden de 5 de diciembre de 1991 y en la Circular 3/1991 de 18 de diciembre de la CNMV que lo desarrollan.

El principio general establecido en el artículo 2 del RD 1416/1991 es que los miembros de las bolsas en quienes concurren órdenes de signo contrario sobre un mismo valor admitido a cotización podrán proceder a su aplicación sólo si formuladas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación quedan casadas por no existir en el momento de su formulación contrapartidas al mismo precio o a otro más favorable. Siendo el sistema de contratación aplicable el de viva voz en corro si las contrapartidas son al mismo cambio propuesto será requisito para proceder a la aplicación cubrir al menos el 20 % de las mismas.

No obstante lo anterior, el Real Decreto permite a los miembros de las bolsas realizar aplicaciones sin formularlas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación y fuera del horario de éste siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el citado Real Decreto (art. 2.3) y la Orden Ministerial de 5 de diciembre de 1991. 29

Dichos requisitos son básicamente los siguientes:

- El precio al que se realice la aplicación, en el caso de valores de renta variable, no podrá ser superior al más alto del cambio medio ponderado o el cambio medio de cierre de la sesión bursátil del día en que se realice la operación, incrementado en un 5 %, ni inferior al más bajo de dicho precios, reducido en un 5 %.
- Para poder realizar la aplicación, en el caso de valores de renta variable, deberán previamente cubrirse, en su totalidad, las posiciones de dinero o papel vinculantes que puedan existir y que presenten las características y requisitos establecidos en el artículo 3 de la OM de 5 de diciembre de 1991.
- El importe de la operación deberá superar los dos siguientes mínimos: a) si se trata de valores de renta variable, 50.000.000 de pesetas efectivas si se negocian en el sistema de interconexión bursátil y 20.000.000 de pesetas si se negocian en el sistema de viva voz en corro; si se trata de valores de renta fija, 50.000.000 de pesetas efectivas con independencia del sistema en que se negocien y b) el 20 % de la media diaria de contratación del valor de que se trate durante el último trimestre natural cerrado, en el caso de valores negociados en el sistema de interconexión bursátil y el 25 % para los valores negociados por cualquier otro sistema.
- Debe tratarse de órdenes individualizadas procedentes de un solo ordenante final estando prohibida la agrupación de órdenes a estos efectos.
- La aplicación debe ser comunicada a los órganos de supervisión de la correspondiente sociedad rectora, o de la Sociedad de Bolsas

dentro el mismo día, en la forma y dentro del horario fijado por la CNMV (Circular 3/1991).

(ii) *Operaciones especiales excepcionales*

30 Se consideran operaciones especiales excepcionales aquellas que pretendan llevarse a cabo sin formulación pública a través del sistema de contratación correspondiente a un precio que suponga una diferencia superior al 5 % del más alto (o más bajo, según proceda) del cambio medio ponderado o el cambio medio de cierre.

31 Estas operaciones exigen autorización previa del órgano de supervisión de la correspondiente sociedad rectora o de la Sociedad de Bolsas que deberá otorgarse o denegarse dentro del mismo día en que sea solicitada, salvo que se requiera documentación complementaria, en cuyo caso deberá resolver en el mismo día en que ésta se aporte. La autorización únicamente podrá concederse si las operaciones cumplen algunas de las condiciones siguientes:

- Superar su importe los dos siguientes mínimos: 250.000.000 de pesetas efectivas, si se trata de valores negociados en el sistema de interconexión bursátil, o 50.000.000 de pesetas efectivas si se trata de valores negociados por el sistema de viva voz en corro y, en ambos casos, el 40 % de la media diaria de contratación de los valores de que se trate durante el último trimestre natural cerrado.
- Por las siguientes consideraciones de interés societario: transmisiones relacionadas directamente con procesos de fusión o escisión de sociedades o que tengan su origen en acuerdos de reorganización de un grupo empresarial.
- Por tratarse de la ejecución de contratos antecedentes y compraventas complejas consecuencia de transacciones o acuerdos dirigidos a poner fin a conflictos o que formen parte de operaciones integradas por una pluralidad de contratos especiales relacionados entre sí.
- Cualquier otra causa que, a juicio del órgano de supervisión, justifique suficientemente la autorización de la operación.

(iii) *Operaciones con toma de razón*

32 Como ya hemos señalado, la contratación bursátil requiere la participación obligatoria de, al menos, un miembro de la bolsa. De ahí que el artículo 8 de la Orden de 5 de diciembre de 1991 establezca que las operaciones convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las bolsas de valores requerirán para su validez la toma de razón por parte de una entidad que ostente esta condición.

En el caso de operaciones que tengan por objeto valores de renta variable deberán cumplir los requisitos de precio e importe mínimo

establecidos para las aplicaciones a las que nos hemos referido con anterioridad. No concurriendo alguno de estos requisitos, será necesario para la toma de razón obtener la autorización de los órganos de supervisión de la sociedad rectora correspondiente o de la Sociedad de Bolsas de acuerdo con las reglas establecidas para las operaciones bursátiles excepcionales, antes citadas.

En el caso de operaciones de toma de razón sobre valores de renta fija únicamente se exige el cumplimiento del requisito de importe mínimo (art. 4 OM de 5 de diciembre de 1991).

En cualquier caso, el miembro del mercado interviniente en cualquier operación de toma de razón deberá comunicar su realización a los órganos de supervisión de la correspondiente sociedad rectora o de la Sociedad de Bolsas el mismo día en que tenga lugar.

C) LA LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES

a) *Principios generales*

La liquidación de las operaciones bursátiles, una vez que se produzca la transformación de los títulos en anotaciones en cuenta, 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 ellas correspondan a cada una de las entidades adheridas (véase el Capítulo VII en relación en el Servicio de Compensación y Liquidación y las entidades adheridas al mismo). Cabe señalar que aunque el artículo 54.2 LMV establece que las Comunidades Autónomas con competencia en la materia puedan disponer la creación por las sociedades rectoras de servicios propios de compensación y liquidación de operaciones sobre valores admitidos a negociación en una única bolsa de valores, hasta la fecha la única Comunidad Autónoma que ha hecho uso de esta competencia es la de Cataluña.

33

El sistema de liquidación y compensación responde a los siguientes principios generales (art. 56 RD 116/1992).

34

- *Universalidad*: el sistema es único admitiendo el menor número de especialidades en función de las diferentes categorías de valores y a través de él se liquidan todas las operaciones bursátiles (sin perjuicio de la competencia de las Comunidades Autónomas antes citada).
- *Entrega contra pago*: las transferencias de valores y efectivo resultantes de la liquidación se practican u ordenan por el Servicio de modo simultáneo.

- *Objetivación de la fecha de liquidación:* La liquidación correspondiente a cada sesión de bolsa tiene lugar un número prefijado de días después. Antes del inicio de la siguiente sesión debe producirse el cierre de la cuenta de contratación. El plazo que media entre las sesiones y la fecha de liquidación de las operaciones en ellas contratadas es siempre el mismo y debe ser lo más corto posible.
- *Aseguramiento de la entrega:* El Servicio dispone de los mecanismos que le permiten, sin incurrir en riesgo con sus miembros, asegurar la puesta a disposición de las entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo en la fecha a que se refiere el número anterior, procediendo para ello, en su caso, a tomar préstamos o a comprar los valores correspondientes (véanse los artículos 57 a 60 del RD 116/1992).
- *Neutralidad financiera:* El sistema de compensación y liquidación es neutral en términos financieros, realizándose, por orden del Servicio, los cargos y abonos en la cuenta de efectivo que cada entidad adherida mantiene en el Banco de España con valor el mismo día y de modo que quede disponible el saldo resultante con esa misma valoración en cualquiera de las oficinas de dicho Banco radicadas en plaza bursátil.

b) *Registro de las transmisiones derivadas de operaciones bursátiles*

- 35 En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en bolsa, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades adheridas.
- 36 Las entidades adheridas, en la fecha de liquidación, abonarán los valores en las cuentas de los adquirentes. El mismo día, las entidades adheridas que hayan puesto a disposición del Servicio los valores vendidos harán el correspondiente adeudo en las cuentas de los transmitentes.
- 37 Cuando la entidad adherida incumpla su obligación de entrega por no poner los correspondientes valores en plazo a disposición del Servicio, procederá éste a tomarlos en préstamo para su entrega a la entidad acreedora en la fecha de liquidación. Cuando por falta de valores disponibles el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores no pueda tomarlos a préstamo, se procederá a la recompra de los necesarios en el mercado para su entrega a la parte compradora.
- 38 El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores está obligado a llevar (art. 59 RD 116/1992) un estricto control de las demoras en la entrega en que puedan incurrir las entidades adheridas.

El Servicio establecerá sin perjuicio de lo previsto en el número 4 del artículo 79 del Real Decreto 116/1992 (pérdida de la condición de entidad adherida) un sistema de penalización de cuantía progresiva en función del volumen y frecuencia de los retrasos.

La inscripción de transmisiones que no resulten de operaciones bursátiles (ej. por donación, véase artículo 37 LMV) se registrarán por el Servicio de acuerdo con lo establecido en el artículo 38 del RD 116/1992. 39

c) *Liquidación de efectivos*

La liquidación de efectivos resultante de la contratación bursátil se lleva a cabo mediante abonos y adeudos en las cuentas de tesorería abiertas en el Banco de España por las propias entidades adheridas o en las cuentas que mantengan en dicho Banco otras entidades designadas como domiciliarias. 40

Tales abonos y adeudos serán consecuencia de los saldos netos resultantes de la compensación que se comuniquen por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores al Banco de España y deberán producirse, como máximo, dentro del día siguiente al de dicha comunicación (art. 60 RD 116/1992).

d) *Fianzas en garantía del mercado*

Las sociedades y agencias de valores miembros de cada bolsa y las demás entidades adheridas que participen en la liquidación deben constituir una *fianza colectiva* con objeto de garantizar entre ellos el cumplimiento de las operaciones pendientes de liquidación que hubieran sido contratadas en la propia bolsa o a través del sistema de interconexión bursátil (arts. 61 al 64 del RD 116/1992). 41

Esta fianza no responde frente a clientes ni personas o entidades distintas de las citadas. Es decir, la fianza responde únicamente del cumplimiento de las obligaciones contraídas por un miembro del Sistema de Compensación y Liquidación frente a otros. 42

Si algún miembro del Sistema dejara de atender en todo o en parte la liquidación, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá de inmediato a ejecutar la parte de su fianza necesaria para cubrir la cuantía del descubierto. Si la fianza de la entidad que hubiera desatendido la liquidación resultara insuficiente, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá a aplicar para la satisfacción de dicho descubierto la parte de la fianza de las demás, a prorrata de su importe. 43

- 44 El importe de la fianza correspondiente al conjunto de las entidades que participan en la liquidación de operaciones bursátiles se establece por la CNMV. El reparto entre los distintos miembros se realiza en proporción al volumen de liquidación bursátil de cada uno de ellos y es objeto de revisión trimestral. En caso de circunstancias excepcionales puede requerirse un complemento de la fianza. Cuando, por cualquier causa, la fianza de un miembro descienda del nivel mínimo fijado por la CNMV, el Servicio le requerirá para que la reponga en el plazo de dos días hábiles y en caso contrario acordará la suspensión provisional del miembro moroso.

La materialización de la fianza puede hacerse:

- Mediante depósitos en efectivo.
- Mediante prenda de valores de Deuda Pública.
- Mediante aval prestado por una entidad de crédito ajena al grupo de la avalada y con solvencia suficiente a juicio del Servicio.
- A través de un seguro de caución o de cualquier otra fórmula financiera que suponga una garantía suficiente y líquida de cobertura de riesgos.

D) CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

- 45 a) *Clases de operaciones*

Las operaciones que pueden realizarse en el mercado de deuda pública en anotaciones son las siguientes:

- De compraventa simple al contado.
- De compraventa simple a plazo.
- De compraventa con pacto de recompra en fecha fija.
- De compraventa con pacto de recompra a la vista.

- 46 Las entidades gestoras con capacidad plena (sobre los miembros del mercado de deuda pública en anotaciones véase el Capítulo X anterior) podrán actuar en tales operaciones:

- Ofreciendo contrapartidas en nombre propio.
- Como meros comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartidas en el mercado.
- Realizando las anotaciones correspondientes por orden conjunta de las partes contratantes.

Las entidades gestoras con capacidad restringida no pueden ofrecer contrapartidas en nombre propio pero pueden actuar como comisionistas, buscando contrapartidas en el mercado y realizar anotaciones por orden conjunta de las partes.

Se consideran operaciones de compraventa simple al contado 47 aquellas en que se determine en el momento de la contratación, la emisión objeto de la operación y se estipulen las condiciones en que se realizará la transacción, que incluirán la transmisión del valor antes del quinto día hábil siguiente al de contratación. Cuando no se especifique fecha se entenderá por estipulada la fecha hábil siguiente a la contratación.

Se consideran operaciones de compraventa a plazo, aquellas en 48 que la transmisión del valor se efectúe en alguna fecha posterior a los cinco días hábiles siguientes a la de contratación. Las operaciones a plazo pueden instrumentarse según la Resolución de la DGTPF de 21 de marzo de 1989, mediante contratos individualizados (contratos a plazo) y contratos normalizados (contratos de futuros y opciones financieras objeto de negociación en los mercados de opciones y futuros a los que nos referiremos en la siguiente pregunta). En los contratos individualizados el importe nominal contratado no puede ser inferior a cien millones de pesetas (Circular 8/1991 del Banco de España).

Por otra parte, se consideran operaciones de compraventa con 49 pacto de recompra en fecha fija, aquellas en que se determine en el momento de la contratación, además de la emisión objeto de la operación, los precios de ambas compraventas y las fechas para la transmisión de valores. El pacto de recompra es a la vista cuando no se fije una fecha para la recompra sino un período durante el cual el comprador tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones establecidas en el momento de la contratación.

En todos los casos, el comprador en una operación de compraventa con pacto de recompra adquiere la propiedad de la deuda anotada objeto de la misma hasta que se efectúe la recompra por el vendedor original.

b) *Sistemas de contratación y liquidación*

Las operaciones se realizan diariamente a través del Servicio Tele- 50 fónico del Mercado de Dinero del Banco de España, en los términos establecidos en las normas reguladoras de dicho Servicio (Circular 5/1990 de 28 de marzo del Banco de España).

Como ya hemos señalado, la Central de Anotaciones del Banco de España se encarga de anotar las operaciones realizadas por los miembros del mercado, por cuenta propia y por cuenta ajena, y de realizar

los correspondientes traspasos de saldos y títulos en las cuentas de cada entidad. Asimismo la Central de Anotaciones pública, al cierre de las operaciones de cada día, los importes negociados y las condiciones de negociación.

- 51 Para el cobro de intereses y en el caso de amortización mediante reembolso, la Central de Anotaciones presentará en la DGTPF la factura pertinente para el conjunto de la emisión representada en anotaciones entre los días hábiles decimonoveno y décimo anteriores a la fecha de vencimiento de la emisión de que se trate, y abonará en esta última fecha los importes correspondientes en las cuentas de efectivo señaladas al efecto en el Banco de España por los titulares de cuentas de valores en la Central de Anotaciones o por las entidades gestoras, quienes los harán seguir a sus comitentes (art. 15 de OM de 19 de mayo de 1987).

E) CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN LOS MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS

- 52 En líneas generales la contratación y liquidación en los mercados de opciones y futuros se rige por las siguientes reglas:
- Para poder operar en cualquiera de estos mercados es necesario ser miembro del mismo, por lo que cualquier interesado en la contratación de estos productos debe acudir a un miembro del mercado para que realice la operación. El obligado ante el mercado, en cualquier caso es el intermediario, con independencia de que éste exija a su vez a la parte contratante que liquide la pérdida y constituya el depósito de garantía exigido para cada posición abierta.
 - Para la cotización de estos contratos es frecuente que se fije una oscilación máxima en términos porcentuales sobre la cotización del día anterior.
 - Existe siempre una cámara de compensación que coordina y garantiza el funcionamiento del mercado, se ocupa de reconocer las diferencias diarias en las cotizaciones de los contratos y en definitiva, de garantizar el buen fin de las operaciones.
 - La cámara calcula diariamente las diferencias de cada posición abierta y el intermediario debe liquidar diariamente las diferencias para cada una de las posiciones que tenga abiertas ya sea por cuenta propia o de tercero.
 - Es necesaria la constitución de un depósito de garantía por cada posición abierta por el intermediario (cuyo importe se calcula a

través de la aplicación de un determinado porcentaje sobre el nominal del contrato) con la finalidad de garantizar la operación.

- La liquidación del contrato se puede producir con anterioridad o el día del vencimiento.
- La liquidación del contrato se puede efectuar por diferencias o bien por entrega del activo subyacente.

En el caso de los mercados MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable las reglas particulares de contratación, compensación, liquidación y garantías son las contenidas en sus respectivos Reglamentos, aprobados por la CNMV.

F) CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MERCADO AIAF

La contratación y liquidación en el mercado AIAF de renta fija se ajusta a las siguientes reglas generales: 53

(i) El horario de contratación es 9 a 17 horas días hábiles en Madrid.

(ii) Cualquier miembro puede formular, dentro del horario de contratación, propuestas no vinculantes de compra o venta de valores cotizados (propuestas de posición).

(iii) Las pantallas recogerán las propuestas de posición formuladas por los miembros.

(iv) La confirmación y cierre de las operaciones se ajustará al siguiente procedimiento:

- Respuesta telefónica del miembro demandante aceptando la propuesta de posición ofertada por el miembro oferente.
- Confirmación escrita por télex o fax remitida por el miembro demandante y confirmada por el miembro oferente el mismo día de la contratación.

(v) Una vez confirmada la operación tendrá la consideración de orden en firme, si bien la operación no podrá ser considerada como definitivamente realizada hasta que sea aceptada por el sistema de liquidación y compensación que se realiza a través de la agencia de valores ESPACLEAR.

G) TARIFAS

- 54 De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 42 LMV las retribuciones que perciban los miembros de un mercado de secundario oficial por su participación en la negociación de los valores son libres.
- 55 Ello no obstante, el Gobierno se ha reservado la facultad (aunque por el momento no ha hecho uso de ella) de establecer retribuciones máximas para las operaciones cuya cuantía no exceda de una determinada cantidad y para aquellas que se hagan en ejecución de resoluciones judiciales.
- 56 La publicación y comunicación a la CNMV o, en el caso del mercado de deuda pública en anotaciones, al Banco de España de las correspondientes tarifas es requisito previo para su aplicación. Según el proyecto de Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores deberán establecerse tarifas para todas las operaciones que la entidad realice habitualmente, pudiendo excluir aquellas derivadas de servicios financieros de carácter singular, en los supuestos que la CNMV determine.
- 57 Las entidades no podrán cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los contenidos en los folletos comunicados a la CNMV o al Banco de España o por conceptos no mencionados en ellos, salvo en las operaciones no habituales excluidas de las tarifas con autorización de la CNMV.
- 58 Los folletos de tarifas deberán estar a disposición del público en el domicilio social, sucursales y representaciones de las diversas entidades y deberán coincidir necesariamente con los comunicados a la CNMV y al Banco de España. La información que con motivo de campañas publicitarias difundan las entidades deberá coincidir igualmente con la contenida en los folletos notificados.

H) DOCUMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES

- 59 El artículo 44 LMV faculta al Gobierno, con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, para que regule los documentos acreditativos de la ejecución de operaciones y demás registros de órdenes. El proyecto de Real Decreto sobre normas de conducta y registros obligatorios, actualmente en tramitación, establece los siguientes principios:
- 60 (i) *Órdenes sobre valores*: Las órdenes de los clientes deberán ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos. Toda orden sobre valores deberá tener el contenido mínimo que el Ministro

de Economía y Hacienda determine, teniendo en cuenta los reglamentos de cada mercado y la operación y los valores de que se trate.

(ii) *Ejecución de órdenes:* Todo receptor de órdenes ejecutará las mismas o pondrá los medios necesarios para hacerlas llegar a la entidad encargada de su ejecución con la máxima celeridad posible y dentro de los plazos que el Ministro de Economía y Hacienda determine. 61

(iii) *Registro de operaciones:* Los miembros de los mercados secundarios deberán disponer de un registro de operaciones que contendrá la información sobre las órdenes recibidas de terceros relativas a la actividad de intermediación, anotación y depósito sobre cualesquiera valores y aquella otra referente a las actuaciones posteriores de la entidad receptora, en relación con las operaciones realizadas a que se refieren dichas órdenes. Además deberán mantener un archivo de justificantes de las órdenes recibidas. 62

(iv) *Contratos tipo:* El Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos en los que la existencia de contratos-tipo reguladores de las actividades u operaciones de que se trate será obligatoria. Los contratos tipo deberán contener, además de las características esenciales de los mismos, ajustadas en todo caso a lo dispuesto por la LCU, los requisitos y condiciones para su modificación y resolución anticipada, el sometimiento de las partes a las normas de conducta y requisitos de información previstos en la legislación del mercado de valores y, en general, los criterios que según las características de la operación de que se trate se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda. En el caso particular de los contratos de opciones y futuros financieros el artículo 12 del RD 1814/1991 de 20 de diciembre exige que la definición de los riesgos que comportan estos contratos figure en una cláusula independiente del contrato identificada con un tipo de letra mayor o de cualquier otra forma que facilite la comprensión de su verdadero alcance. 63

Corresponderá a la CNMV y al Banco de España, en relación con el mercado de deuda pública en anotaciones, la verificación, previamente a su aplicación, de que los contratos-tipo contienen toda la información exigida así como darles la misma publicidad que la prevista para los folletos de tarifas.

(v) *Entrega de documentos contractuales:* La entrega al cliente del documento contractual relativo a la operación de que se trate, debidamente suscrito por las partes, será obligatorio en los siguientes casos: 64

- En las operaciones en las que exista contrato-tipo, conforme a lo que dispona el Ministro de Economía y Hacienda.
- En aquellas operaciones que por su carácter singular no hayan sido incluidas en los folletos de tarifas y normas de valoración y disposición de fondos y valores. En estos casos, el documento contrac-

tual deberá contener las tarifas y normas de valoración y disposición que vayan a aplicarse a estas operaciones.

— Siempre que lo solicite el cliente.

Junto con los documentos contractuales se deberá hacer entrega de una copia de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles y normas de valoración y de disposición de fondos y valores aplicables a la operación concertada. Para ello bastará entregar la hoja u hojas del folleto en que figuren todos los conceptos de aplicación a esa operación.

Será válido, asimismo, que las tarifas aplicables aparezcan expresamente en el contrato, no siendo admisibles las remisiones genéricas al folleto de tarifas sin hacer entrega del mismo.

Las entidades retendrán y conservarán copia firmada por el cliente de los documentos contractuales. También conservarán el recibí del cliente a la copia del documento que le haya sido entregada.

La CNMV y el Banco de España tendrán acceso, en el ejercicio de sus respectivas funciones, a la copia de los contratos a que se refiere el párrafo anterior.

- 65 (vi) *Información a los clientes:* Las entidades facilitarán a sus clientes, en cada liquidación que practiquen por sus operaciones o servicios relacionados con los mercados de valores, un documento en que se expresen con claridad los tipos de interés y comisiones o gastos aplicados, con indicación concreta de su concepto, base de cálculo y período de devengo, los impuestos retenidos y, en general, cuantos antecedentes sean precisos para que el cliente pueda comprobar la liquidación efectuada y calcular el coste o producto neto efectivo de la operación.

Las entidades deberán informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones.

En este sentido, dispondrán y difundirán los folletos de emisión, informarán sobre la ejecución total o parcial de órdenes, fechas de conversión, canjes, pagos de cupón y, en general, de todo aquello que pueda ser de utilidad a los clientes en función de la relación contractual establecida y del tipo de servicio prestado.

2. Las ofertas públicas de adquisición de valores

A) REGULACIÓN

- 1 La regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores obedece a la necesidad de garantizar el principio de igualdad de trato

de todos los accionistas en caso de adquisición por un tercero de una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada en bolsa.

En España fueron reguladas por primera vez por el RD 1848/1980 de 5 de septiembre. Posteriormente, el Real Decreto 279/1984 de 25 de enero estableció el marco normativo en el que se desarrollaron importantes ofertas públicas de adquisición, dando lugar a grandes polémicas en cuanto a su interpretación y aplicación a ciertas operaciones, la más significativa la OPA del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito (sobre la cual cfr. *La OPA del Banco de Bilbao: Documentos y dictámenes jurídicos* [1987]).

La LMV, en su artículo 60, ha fijado las bases de la nueva regulación. Este artículo ha sido desarrollado por el Real Decreto 1289/1991 de 2 de agosto (al que nos referimos como el Reglamento). El Reglamento se ajusta sustancialmente a lo previsto en la Propuesta de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición (ver Capítulo II al respecto). La razón de la aprobación del Reglamento antes de la Directiva se justifica en la exposición de motivos de aquél «en la conveniencia de no demorar por más tiempo la renovación de nuestro ordenamiento en materia de ofertas públicas de adquisición».

Aunque el Reglamento no ofrece un concepto de «oferta pública de adquisición de valores» ésta puede definirse como una proposición de contratar formulada públicamente y dirigida a una pluralidad de sujetos indeterminados pero definidos por su condición común de titulares de los valores objeto de la oferta. 2

B) SUPUESTOS EN LOS QUE ES OBLIGATORIO PROMOVER UNA OPA

a) Principios generales

Es obligatoria la formulación de una OPA cuando se pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en bolsa de valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar lugar a su suscripción o adquisición (tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles o «warrants») y de esta forma llegar a alcanzar, junto con las que ya posea, en su caso, una participación significativa en el capital de la sociedad afectada. Nótese que, por regla general, la OPA debe promoverse previamente a la adquisición de la participación significativa (artículo 40.1 del Reglamento). Existen, no obstante algunas excepciones de OPAS sobrevenidas (casos de fusión o de contratos de aseguramiento previstos en el artículo 3 del Reglamento a los que nos referiremos más adelante). 3

- 4 Se entiende por *participación significativa*, según el artículo 1.2 del Reglamento, todas aquellas que representan porcentajes iguales o superiores al 25 % y al 50 % de la sociedad afectada.
- 5 Se entiende por *sociedad afectada* la sociedad cotizada en bolsa de valores española en la que se pretenda adquirir una participación significativa (tal y como ha sido definida). Hay que señalar que el Reglamento no limita el concepto de «sociedad afectada» a las sociedades españolas por lo que cabe preguntarse cuál sería la norma aplicable en el caso de adquisición de una participación significativa en una sociedad extranjera cotizada en bolsa de valores española (ej.: Bayer). En este caso podría plantearse un conflicto entre la legislación nacional de la sociedad afectada (en este caso la alemana) y la legislación española o de otras bolsas en que cotice.

Curiosamente el Reglamento no lo regula y las normas de Derecho internacional privado del Código Civil no ofrecen una solución clara. En nuestra opinión debería prevalecer la legislación nacional de la sociedad afectada (por aplicación analógica del art. 9.11 C.c.) correspondiendo a la entidad de enlace (véase el Capítulo X anterior en relación con la admisión a cotización de valores extranjeros) facilitar, en su caso, a los accionistas españoles el ejercicio de sus derechos.

b) *Adquisiciones directas*

- 6 En el caso de adquisiciones directas de valores de la sociedad afectada, el número de valores sobre los que debe realizarse la OPA depende del porcentaje de capital que pretenda alcanzarse en la sociedad afectada, siendo indiferente que tal pretensión se pretenda realizar mediante una sola transacción o mediante varias. Cabe distinguir los siguientes supuestos:
 - Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25 % pero inferior al 50 %, la oferta debe realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el 10 % del capital de la sociedad afectada (art. 1.3).
 - Cuando ya se posea una participación superior al 25 % pero inferior al 50 % y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6 %, computado en un período de doce meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10 % del capital de la sociedad afectada (art. 1.4).
 - Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50 % del capital de la sociedad afectada la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar, al menos, el 75 % del capital de la sociedad afectada (art. 1.5).

- Cuando ya se posea una participación superior al 50 % y se pretenda incrementar esta participación, el Reglamento no restringe estas adquisiciones que pueden realizarse libremente sin necesidad de formular una OPA salvo que el adquirente pretenda, además, modificar los estatutos de la sociedad afectada, en cuyo caso se aplicarán las normas de la OPA por modificación de estatutos a las que nos referiremos más adelante.

c) *Adquisiciones indirectas*

El supuesto de hecho es la toma de control de otra sociedad o entidad, española o extranjera, cotizada o no en bolsa, que, a su vez, tenga participación, directa o indirecta, en el capital de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación. Es decir, una sociedad A toma el control de una sociedad B que posee una participación significativa (superior al 25 %) en el capital de la sociedad C, cotizada en bolsa. 7

El Real Decreto 279/1984 no se refería a las adquisiciones indirectas, lo que dió lugar, en el pasado, a fraudes a la legislación sobre OPAS. El artículo 60 de la LMV incluye sin embargo las adquisiciones indirectas y el Reglamento (art. 3) las regula con detalle aunque de forma confusa, pudiendo distinguirse los siguientes supuestos: 8

- Si se trata de la toma de control de una sociedad de mera tenencia de valores deberá formularse una OPA cuando como consecuencia de la adquisición vaya a alcanzarse en la sociedad afectada (es decir, la cotizada en bolsa), cualquiera de los porcentajes considerados como significativos [art. 3.1.a)]. En este caso la oferta deberá formularse con carácter previo a la toma de control y dirigirse a la totalidad del capital de la sociedad afectada siendo de aplicación, además, las reglas para la fijación del precio previstas para las ofertas de exclusión a las que nos referiremos más adelante. Se trata de una norma penalizadora que trata de disuadir las adquisiciones indirectas frente a las directas al imponer a aquéllas condiciones más rigurosas que a éstas en cuanto a precio y número de valores a los que debe dirigirse la oferta.
- Si se trata de la toma de control de una sociedad que no es de mera tenencia de valores pero en la que (i) los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial de su activo o (ii) su adquisición sea motivo determinante de la toma de control, se aplicarán las mismas reglas como si se tratara de una sociedad de mera tenencia de valores [art. 3.1.a)].
- Si se trata de la toma de control de cualquier otra sociedad deberá formularse una OPA si como consecuencia de la toma de control

se alcanza en una sociedad cotizada en bolsa una participación considerada como significativa [art. 3.1.c)].

Ello es así incluso si la toma de control se realiza a través de una OPA (por estar también la sociedad tenedora de las acciones cotizada en bolsa), ya que el Reglamento establece claramente [art. 3.1.c) primer párrafo *in fine*] la obligación de promover tantas ofertas como sociedades admitidas a cotización en las que aquella toma de control determine alcanzar una participación significativa.

En estos casos, la oferta pública deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de toma de control de la sociedad en cuestión y realizarse sobre el número de valores que corresponda según las reglas establecidas para las adquisiciones directas, con un mínimo, en el caso de que se alcance un porcentaje superior al 50 %, del 10 % del capital de la sociedad afectada. Además, para la fijación del precio de la oferta serán de aplicación las reglas establecidas para las ofertas de exclusión.

No obstante lo anterior, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando en el mencionado plazo de seis meses el exceso de participación sobre los porcentajes considerados como significativos sea puesto a la venta mediante una oferta pública de venta en la que el precio no podrá ser superior al que se fijaría para una oferta de exclusión según los criterios de ésta.

d) *Fusiones*

- 9 El Reglamento regula por primera vez en España la obligación de formular una OPA en caso de fusión y la impone únicamente en dos supuestos:

- Si se tratara de la fusión con una sociedad de mera tenencia de valores o en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión. Es el mismo caso de las adquisiciones indirectas que hemos visto con anterioridad y se aplican las mismas reglas [art. 3.1.a)].
- Si se tratara de una fusión con una sociedad distinta de las señaladas en el apartado anterior que tenga participación en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a cotización (la sociedad afectada) sólo será obligatorio promover una OPA cuando como consecuencia de la fusión se haya alcanzado una participación igual o superior al 50 % de la sociedad afectada [art. 3.1.b)].

Este artículo debe ser interpretado en el sentido de que será obligatorio formular una OPA si la suma de las participaciones de las sociedades fusionadas excede del 50 % del capital de la sociedad afectada pero no si cualquiera de ellas excedía de dicha participación con carácter previo a la fusión, pues en este caso la participación superior al 50 % no puede considerarse alcanzada «como consecuencia de la fusión» tal y como exige el artículo 3.1.b) del Reglamento. 10

La oferta pública de adquisición deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de la fusión y realizarse sobre un número de valores que permita alcanzar, al menos, el 75 % del capital de la sociedad afectada y que, en ningún caso, sea inferior al 10 % del capital de ésta. El precio se determinará según las reglas de las ofertas de exclusión.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la OPA cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación se ponga a la venta mediante oferta pública en la que el precio no podrá exceder del que resultaría de la aplicación de los criterios establecidos para las ofertas de exclusión.

El Reglamento no regula, sin embargo, el supuesto de fusión por absorción de una sociedad cotizada por una sociedad no cotizada que produciría a los accionistas de la cotizada la pérdida de la liquidez bursátil. Desde nuestro punto de vista, en estas situaciones debe aplicarse el régimen de las ofertas públicas de exclusión y exigir la formulación de la misma con carácter previo a la fusión, salvo que la sociedad absorbente solicite simultáneamente la admisión a cotización.

Tampoco se contempla el supuesto de fusión entre dos sociedades cotizadas (o una cotizada y otra no cotizada) que no tengan participación en el capital de una tercera cotizada y como consecuencia de la fusión un accionista adquiriera una participación superior al 25 % o al 50 % de la sociedad resultante (Ej: sociedad A cotizada absorbe a sociedad B no cotizada y un accionista de B adquiere más del 50 % de A). En este supuesto parece que no sería obligatoria la formulación de un OPA.

e) *Ampliaciones de capital*

Las ampliaciones de capital pueden dar lugar a la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada por tres vías distintas: 11

(i) Como consecuencia de la adquisición de derechos de suscripción en cuyo caso son de aplicación las reglas generales ya que el artículo 60 de la LMV se refiere no sólo a la adquisición de acciones sino también de otros valores que den derecho a su suscripción.

(ii) Como consecuencia de la adjudicación del sobrante de la ampliación de capital. En este caso no se adquieren derechos de suscripción sino que las acciones no suscritas por el resto de los accionistas se adjudican a otro accionista o a un tercero, que como consecuencia de dicha adjudicación adquiere una participación significativa en la sociedad afectada.

Sin embargo, de la adjudicación resulta una adquisición a título oneroso y si, como consecuencia de ella, se alcanza una participación significativa deberá formularse una OPA según las reglas generales.

Idéntica solución debe darse a los supuestos en que la participación significativa se alcance mediante la suscripción de una ampliación de capital en la que se hubiere excluido el derecho de suscripción preferente.

(iii) Por último cabe considerar el supuesto que un accionista por el mero ejercicio de sus derechos de suscripción, sin adquirir derechos de suscripción adicionales ni adjudicarse acciones sobrantes, incremente su participación tras la ampliación por anularse las acciones no suscritas.

El Reglamento no tiene normas al respecto. La solución más lógica sería aplicar los mismos principios previstos en el artículo 3.2 para la reducción de capital que se exponen a continuación, salvo que la ampliación de capital hubiera sido diseñada para conseguir este efecto, en cuyo caso al tratarse de una operación en fraude de ley, debería verse obligado a formular un OPA (cfr. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Teleología y tipología de las ofertas públicas», en *La Lucha por el control de las grandes sociedades*, [1992] p. 15)

f) *Reducciones de capital*

- 12 El artículo 3.2 del Reglamento establece que si, como consecuencia de una reducción de capital, la participación de un accionista llegara a superar cualquiera de los porcentajes considerados como significativos, dicho accionista no podrá llevar a cabo una nueva adquisición de acciones, o de otros valores que puedan dar lugar a su suscripción o adquisición, sin promover una OPA en las condiciones que correspondan según el grado de participación que pretenda alcanzar como consecuencia de esta nueva adquisición.

Sobre la reducción de capital mediante adquisición de acciones propias para su amortización vease la letra j) siguiente.

g) *Contratos de aseguramiento*

- 13 Otro supuesto de adquisición sobrevenida regulado por el artículo 3.3 del Reglamento es el de las entidades financieras que, en cumpli-

miento de contratos de aseguramiento, se vean en la obligación de adquirir determinados valores de una emisión (u oferta pública de venta) que hubieran asegurado y como consecuencia de ello alcancen una participación significativa en el capital de la sociedad afectada.

En este caso el Reglamento dispone que la oferta deberá realizarse dentro de los seis meses siguientes a contar desde la adquisición y realizarse sobre el número de valores que corresponda según lo establecido en el artículo 1, siendo de aplicación las normas de valoración de las ofertas de exclusión. En tanto no realicen la oferta no podrán ejercitar los derechos políticos de los valores adquiridos.

No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando dentro del señalado plazo de seis meses el exceso de participación se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública.

h) *Modificación de estatutos*

De acuerdo con el artículo 60 de la LMV, quien adquiera un volumen de acciones admitidas a cotización en una bolsa de valores que represente más del 50 % del total de los votos de la sociedad emisora no podrá modificar los estatutos de ésta, salvo en los extremos que reglamentariamente se señalen, sin promover una OPA dirigida al resto de las acciones con voto admitidas a negociación al precio mínimo que reglamentariamente se establezca. 14

El artículo 5 del Reglamento desarrolla el artículo 60 de la LMV y establece las siguientes reglas: 15

(i) La OPA deberá realizarse cuando una persona física o jurídica que sea titular de acciones que representen más del 50 % de los votos de una sociedad cotizada pretenda, por primera vez desde que hubiese adquirido o recuperado dicho porcentaje, modificar los estatutos de la sociedad. La OPA deberá dirigirse al resto de las acciones de la sociedad y formularse con carácter previo a la modificación al precio mínimo previsto para el caso de OPA de exclusión;

(ii) Se entiende que quien posea el citado porcentaje del 50 % pretende modificar los estatutos cuando el órgano de administración de la sociedad acuerde someter una propuesta a la junta general, salvo que los accionistas que representen, al menos, la mayoría de los votos no poseídos por el accionista mayoritario manifiesten por escrito su acuerdo con la propuesta. Se entiende que han manifestado tal acuerdo los accionistas que otorguen su representación a la persona obligada a formular la oferta para que vote a favor de la modificación en la junta general.

(iii) No será obligatoria la formulación de la OPA en los siguientes casos:

- Aquellos en los que las modificaciones estatutarias tengan por objeto exclusivo la modificación de la denominación o domicilio social, el aumento del capital social con aportaciones dinerarias o la reducción del capital social para compensar pérdidas o dotar la reserva legal o vengán impuestas por normas legales o reglamentarias o por resoluciones judiciales o administrativas.
- Aquellos en los que se trate de modificaciones estatutarias respecto de las cuales la CNMV, en contestación a consulta previa formulada por la sociedad, haya considerado innecesaria la oferta pública, en atención a la escasa relevancia de las modificaciones estatutarias previstas.
- Cuando en el momento de la admisión a negociación en bolsa de las acciones de la sociedad, o con anterioridad al 29 de julio de 1989, la persona que resultaría obligada a formular la oferta ya ostentara, al menos, un cincuenta por ciento de los derechos de voto, salvo que con posterioridad su participación descendiera por debajo de tal porcentaje.
- Cuando una persona física o jurídica hubiera realizado en los últimos doce meses, con resultado positivo, una oferta pública de adquisición de la totalidad del capital de la sociedad afectada, y como resultado de ella hubiera alcanzado un porcentaje del capital social igual o superior al cincuenta por ciento.

i) *Exclusión de la cotización*

- 16 Cuando la entidad emisora solicite la exclusión de sus acciones de la cotización oficial, la CNMV podrá condicionarla a que el emisor promueva una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que reglamentariamente se fije (art. 34 LMV).

El Reglamento (art. 7) también desarrolla la LMV respecto de las ofertas de exclusión y establece que la oferta pública sólo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad de la contraprestación.

La oferta deberá extenderse a todas las acciones afectadas por la exclusión así como a las obligaciones convertibles en acciones y demás valores que den derecho a su suscripción o adquisición. No obstante, no será preciso extender la oferta aquellos accionistas que hubiesen votado a favor de la exclusión e inmovilicen sus valores hasta el final de la oferta.

El precio ofrecido, que deberá ser objeto de autorización expresa por la CNMV, no podrá ser inferior al que resulte de tomar en cuenta en el momento de formularse la oferta los siguientes criterios de forma conjunta: 17

- Valor teórico contable de los títulos.
- Valor liquidativo de los títulos.
- Cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
- Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

j) *Amortización de acciones*

Cuando una sociedad cotizada en bolsa pretenda adquirir acciones propias para su amortización estará obligada a ofrecer la compra a todos los accionistas en igualdad de condiciones, para lo que deberán formular una OPA de acuerdo con lo previsto en el artículo 9 del Reglamento en relación con el artículo 170 LSA (aplicable también a sociedades no cotizadas). 17

Las acciones que la sociedad tuviera en autocartera podrán acudir a la OPA concurriendo en igualdad de condiciones que el resto de los accionistas, amortizándose exclusivamente la parte proporcional que le corresponda en función del número de acciones que hayan aceptado la oferta (en este sentido SÁNCHEZ ANDRÉS: op. cit. p. 14).

Otra de las cuestiones polémicas en relación con este tipo de ofertas es si el precio de la oferta es libre o si, por el contrario, debe ser objeto de autorización expresa de la CNMV aplicando por analogía lo dispuesto en el artículo 7.3 del Reglamento para las OPAS de exclusión. SÁNCHEZ ANDRÉS (op. cit. p. 15), parece inclinarse por esta última solución.

C) SUPUESTOS EN LOS QUE NO ES OBLIGATORIO PROMOVER UNA OPA

a) *Reestructuración de participaciones dentro de un mismo grupo*

El artículo 2.2 del Reglamento establece que no producirán obligación de formular una OPA las adquisiciones que resulten de una 18

mera redistribución de valores entre las sociedades de un mismo grupo, sin alteración de la unidad de decisión o control.

b) *Adquisición por los Fondos de Garantía de Depósitos*

- 19 También se excluye la aplicación de la normativa sobre OPAS a las adquisiciones que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios, cajas de ahorros o cooperativas de crédito, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras u otras instituciones similares legalmente establecidas en cumplimiento de las funciones que les atribuyen las disposiciones vigentes [art. 4.a)].

c) *Adquisiciones realizadas de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa*

- 20 El Reglamento [art. 4.b)] ha añadido un nuevo supuesto en el que no es de aplicación la normativa sobre OPAS y que se refiere a las adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa y las demás que resulten del ejercicio por las Autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente.

Por contra, ha suprimido la exclusión que la disposición final primera del RD 279/1984 hacía a las adquisiciones de valores mobiliarios entre entidades de Derecho público y sociedades estatales. No obstante debe entenderse que dichas transmisiones, en la medida que supongan exclusivamente una redistribución de valores dentro del sector público, estarían comprendidas en la exclusión a que nos hemos referido en el apartado a) anterior.

d) *Unanimidad de los accionistas*

- 21 Según el Reglamento [art. 4.c)] la obligación de promover una oferta pública de adquisición tampoco será de aplicación en aquellos casos en los que todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todo el capital de la sociedad.

Esta exención es lógica habida cuenta que en este caso la OPA carecería de sentido pues no habría intereses de accionistas que proteger. El artículo debe interpretarse en el sentido de que no es necesario que se venda «todo el capital social» sino que todos los accionistas consientan la venta, aunque sea de una parte y no de todo el capital.

e) *Reordenación de sectores económicos*

El artículo 4.) del Reglamento también excluye las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos cuando así lo acuerde la Comisión Delegada del Gobierno para asuntos económicos. La razón de esta excepción es que la obligación de formular una o más ofertas podría dificultar la realización de dichas reestructuraciones consideradas de interés general. 22

Sin embargo, la formulación fragmentaria del precepto ha merecido las críticas de la doctrina (JIMÉNEZ-BLANCO, *La normativa de OPAS y el sumidero*, Diario ABC, 28 de octubre de 1991). En efecto, como señala el autor citado, se menciona el órgano competente (Comisión Delegada del Gobierno para asuntos económicos) y el supuesto de hecho (reordenación o reestructuración de sectores económicos) pero no se dice nada sobre extremos capitales, como el procedimiento a seguir para la elaboración de ese acuerdo ni la forma de exteriorización del mismo, puntos cuya respuesta vendrá dada según se entienda que dicho acuerdo de la Comisión Delegada tiene naturaleza de reglamento o de acto administrativo. La audiencia de los afectados o, en su caso, de los interesados en sentido técnico, así como la publicación o notificación del acuerdo y la exigencia de motivación del mismo son en todo caso requisitos exigidos para su validez y que se derivan de la Constitución y de los principios generales del derecho.

Asimismo, del tenor literal del Decreto se desprende que el acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno debe referirse a sectores completos y no a empresas u operaciones concretas sin que pueda existir a estos efectos discriminación entre empresas del mismo sector.

D) *OPAS VOLUNTARIAS*

Aún cuando no sea obligatoria la formulación de una OPA de acuerdo con la legislación vigente, pueden formularse OPAS de modo voluntario (ej. sobre sociedades no admitidas a cotización en bolsa). 23

En caso de que la oferta pública de adquisición formulada de modo voluntario se refiera a valores admitidos a negociación en bolsa, deberá ser autorizada por la CNMV y dirigirse a todos los titulares de los valores objeto de la misma, quedando sujeta a las reglas y procedimientos establecidos para las ofertas obligatorias (art. 8).

E) REGLAS PARA EL CÁLCULO DE LAS PARTICIPACIONES

En la legislación anterior las reglas para el cálculo de las participaciones a efectos de determinar la aplicación o no de la regulación sobre OPAS eran poco precisas. El Reglamento es más detallado en este sentido. Analicemos los distintos supuestos.

a) *Participaciones indirectas*

- 24 Se consideran adquiridas o poseídas por una misma persona física o jurídica las acciones u otros valores adquiridos o poseídos por las sociedades pertenecientes a su mismo grupo, tal y como se define en el artículo 4 de la LMV (art. 2.1).

b) *Participaciones de los consejeros*

- 25 Se mantiene el principio, ya contenido en la legislación anterior, de computar también las participaciones propiedad de los miembros del órgano de administración del adquirente que, salvo prueba en contrario, se presume que actúan por cuenta o de forma concertada con éste (art. 2.1 *in fine*).

c) *Participaciones de personas que actúan en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con el adquirente*

- 26 En la legislación anterior no había ninguna referencia a este supuesto. En el Reglamento (art. 2.1) se establece que a efectos de cómputo de las participaciones se tendrán también en cuenta las acciones poseídas por quienes actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con el adquirente.

La actuación en nombre propio pero por cuenta del adquirente no plantea mayores problemas por ser un supuesto de representación indirecta. Por el contrario, a diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos y en la propuesta de Directiva, la actuación «de forma concertada» no se define, lo que puede dar lugar a numerosos problemas en la práctica como, por ejemplo, cuando dos sociedades independientes actuando en nombre y por cuenta propia adquieran simultáneamente una participación en una sociedad cotizada que considerada conjuntamente exceda de los porcentajes que dan lugar a la aplicación de la legislación sobre OPAS. ¿Basta la adquisición simultánea para que pueda hablarse de concertación? ¿Es suficiente una actuación en paralelo, sin que exista acuerdo previo? Parece que no y que deberían concurrir otras circunstancias (ej.: acuerdo para la adquisición, para el ejercicio posterior de los derechos de voto, ...) que

definieran la concertación (cfr. ZURITA, «La adquisición de participaciones significativas», en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, [1992] p. 146 a 148).

d) *Derechos de voto que se disfruten por otro título*

El Reglamento también precisa que se computarán no sólo las acciones o valores sobre los que se tenga la titularidad dominical sino también los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual (art. 2.3). 27

e) *Valores que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones*

En el caso de posesión o adquisición de valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones, a efectos del cálculo de la existencia o no de participaciones significativas, el Reglamento [art. 2.4.a) y b)] establece las siguientes reglas: 28

(i) En el momento de la adquisición que pueda dar origen a la obligación de promover una oferta pública, se sumará el capital teórico al que den potencial derecho los valores o instrumentos poseídos o adquiridos por el eventual obligado a promover la oferta pública al capital que ya ostente éste en la Sociedad por cualquier título jurídico; y por otra parte se sumará el capital teórico máximo correspondiente al conjunto de valores en circulación de esa naturaleza a la cifra estatutaria de capital de la Sociedad, no incluyéndose en dicha adición aquellos valores que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones ya existentes. En el caso de obligaciones con regla de conversión variable, el cálculo se realizará al tipo teórico de conversión que se derivaría del precio de las acciones del día en que se efectúe la adquisición.

Si realizando el cálculo señalado en el párrafo precedente, fueran a superarse los porcentajes de participación significativa señalados en el artículo 1, deberá promoverse una oferta pública de adquisición en los términos señalados en dicho artículo.

(ii) Una vez abierta cada conversión en acciones a la que se pretende concurrir, deberá nuevamente realizarse el cálculo indicado en la letra precedente.

Si como consecuencia de la no conversión de toda la emisión de los valores e instrumentos a que se hace referencia en este apartado se superaran los porcentajes de participación significativa señalados en el artículo 1, la persona física o jurídica que se encuentre en tal situación por haber ejercitado los derechos de conversión o adquisición que le

corresponderían, deberá proceder en el plazo de seis meses, a la enajenación del exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el citado artículo, o a promover una oferta pública en los términos previstos en el correspondiente número del mencionado artículo. En este último caso, serán de aplicación a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.

Esta regla no será de aplicación cuando en el momento de la adquisición ya se hubiera promovido una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo previsto en el apartado (i) anterior.

f) *Acciones sin voto*

- 29 Según el Reglamento (art. 2.5) las acciones sin voto se computarán únicamente cuando gocen de él, de acuerdo con la legislación vigente (sobre las acciones sin voto véase el Capítulo IX anterior).

g) *Acciones en autocartera*

- 30 Una de las cuestiones que se han planteado en relación con las reglas para el cálculo de las participaciones significativas es el del tratamiento que debe darse a las acciones en autocartera. El Reglamento no tiene normas específicas y en la práctica no se están deduciendo del capital social a efectos del cómputo de participaciones significativas. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 79 LSA, las acciones en autocartera carecen temporalmente de derecho de voto por lo que deberían recibir el mismo tratamiento que las acciones sin voto, es decir, deberían deducirse de la cifra de capital a efectos del cálculo de participaciones significativas.

Ello podría plantear el problema de que como consecuencia de la adquisición de la autocartera un accionista con una participación inferior al 25 % del capital dispusiera de derechos de voto que representaran más del 25 % del total de los que fuera posible emitir. En este caso debería aplicarse, por analogía, lo dispuesto en el artículo 3.2 del Reglamento para el supuesto de reducción de capital.

F) DESTINATARIOS DE LA OFERTA

- 31 Según el artículo 60 de la LMV las ofertas públicas de adquisición de acciones u otros valores que den lugar a su adquisición o suscripción deben dirigirse a todos sus titulares. Nótese que el hecho de que deban dirigirse a todos sus titulares no significa que la oferta deba comprender todo el capital social sino que todos los accionistas tengan derecho a vender acciones en la oferta aplicándose, en caso de que las

aceptaciones excedan del máximo al que se refiera la oferta, las correspondientes reglas de prorrateo [véase la letra I) siguiente].

Según el Reglamento (art. 1.6), la oferta pública deberá dirigirse: 32

(i) A todos los titulares de las acciones de la sociedad afectada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.

(ii) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles en ellas.

Aunque en ningún caso se tendrá en cuenta a efectos del cómputo del número mínimo de valores al que deberá dirigirse obligatoriamente la oferta pública, ésta podrá o no dirigirse a los titulares de «warrants» o de otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en el apartado (i) anterior, por emitir o emitidas. Pero si se dirigiera a ellos la oferta pública de adquisición deberá obligatoriamente dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los «warrants», valores o instrumentos en cuestión.

G) CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA

a) *Regla general*

El artículo 60 de la LMV permite que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente, aclarando así las dudas de interpretación surgidas a raíz de la OPA presentada por el Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito y confirmando que la citada oferta se ajustaba a Derecho. 33

El Reglamento, por su parte, desarrolla estos principios y establece normas específicas en función de la contraprestación ofrecida que analizamos a continuación.

b) *Contraprestación en dinero*

En caso de compraventa, el Reglamento (art. 10.2) establece que la contraprestación en dinero se expresará en pesetas por cada valor unitario. 34

La mayor novedad del Reglamento en este punto es la obligación de formular como compraventa, debiendo consistir en dinero la tota-

lidad de la contraprestación, las ofertas de exclusión y por modificación de estatutos (arts. 5.4 y 7.3).

Mayores dudas plantea la interpretación del artículo 3 del Reglamento que se refiere a las ofertas por adquisición indirecta o sobrevenida de una participación significativa. La cuestión es si las referencias que en dicho artículo se hacen a las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3 implica no sólo la aplicación de dichas reglas para determinar el precio mínimo al que debe hacerse la OPA en estos supuestos sino también el que la totalidad de la contraprestación consista en dinero, dado que esta exigencia, en relación con las ofertas de exclusión, se contiene igualmente en el artículo 7.3. Desde nuestro punto de vista esta última sería la interpretación más lógica en defensa de los intereses de los accionistas minoritarios pero la interpretación literal parece limitarse a las reglas de valoración en sentido estricto.

c) *Contraprestación que consista en valores en circulación*

- 35 El RD 279/1984 únicamente exigía que las permutas fueran claras en la expresión de la naturaleza y características de los valores ofrecidos en canje, así como en las proporciones en que éste hubiera de tener lugar.

El Reglamento (art. 10.2) reitera este principio y además impone la condición de que sólo podrán ofrecerse en canje valores admitidos a negociación en bolsa de valores española o en bolsa radicada en algún Estado miembro de la OCDE.

d) *Contraprestación que consista en valores a emitir por el oferente*

- 36 Como ya hemos señalado, el RD 279/1984 no regulaba expresamente este supuesto lo que dió lugar en su momento a importantes dudas de interpretación resueltas definitivamente por la LMV. El Reglamento (art. 10.5) establece las siguientes reglas en caso de que la contraprestación consista, total o parcialmente, en valores a emitir por el oferente:

- Que el capital de la sociedad oferente esté total o parcialmente admitido a negociación.
- Que la emisión de los valores esté sujeta a la preceptiva verificación y registro por la CNMV.
- Que el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta.

- Que el órgano de administración del oferente, en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, acuerde la convocatoria de la junta general que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación.

El anuncio de la convocatoria de la junta deberá ser publicado en el mismo plazo que establece el artículo 18 del Reglamento para la difusión del contenido de la oferta, es decir, cinco días hábiles. La junta deberá fijarse en primera convocatoria para el decimoquinto día a partir del día siguiente al de publicación de los anuncios, debiendo mediar entre la primera y segunda convocatoria un plazo máximo de cuarenta y ocho horas. El plazo de aceptación de la oferta se ampliará quince días a partir de la celebración de la junta general que apruebe el aumento de capital. La ampliación de capital deberá acordarse por la cuantía máxima necesaria exigida por la oferta, y con posibilidad de suscripción incompleta.

Una de las cuestiones que se ha planteado en relación con las OPAS en las que la contraprestación consista en acciones a emitir por el oferente es el del derecho de suscripción preferente que eventualmente pudiera corresponder a los accionistas de la sociedad oferente. 37

En el Capítulo IX, al tratar de la emisión de acciones, tuvimos ocasión de estudiar el derecho de suscripción preferente que, según la LSA, corresponde a los accionistas y a los titulares de obligaciones convertibles. A este respecto señalábamos que la LSA no ha excluido expresamente este derecho en los casos de aportaciones no dinerarias lo que plantea numerosos problemas de interpretación y puede exigir la exclusión del derecho de suscripción por la vía del artículo 159 LSA.

Pues bien, en el caso de las ofertas públicas de adquisición de acciones en la que la contraprestación consista en acciones a emitir por el oferente nos encontramos ante un supuesto de ampliación de capital con aportaciones no dinerarias a la sociedad oferente (las acciones objeto de la oferta) en la que los aportantes son los destinatarios de la oferta (los accionistas de la sociedad objeto de la OPA). En consecuencia, por aplicación de las reglas generales de la LSA, los accionistas de la sociedad oferente tendrían, en principio, derecho de suscripción preferente sobre las acciones a emitir lo que haría imposible la OPA y requeriría que, al tiempo de acordarse la ampliación, se excluyese el derecho de suscripción preferente por así exigirlo el interés social, siempre que se cumplan el resto de los requisitos establecidos en el artículo 159 LSA.

El Reglamento, sin embargo, en su artículo 10 establece que en estos casos se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 de la LSA para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles, disposición ésta

que simplifica notablemente las OPAS con acciones nuevas a emitir, pero de dudosa legalidad dado que puede suponer una modificación por vía reglamentaria de un texto con rango de ley como es el artículo 158 LSA.

A. SÁNCHEZ ANDRÉS (op. cit. p. 16) ha defendido la corrección de la norma sobre la base que resultando la exclusión del derecho de suscripción preferente forzosa y necesaria en la totalidad de los casos que puedan llegar a plantearse sería una mala técnica legislativa mantener para cada supuesto singular la preexistencia de un falso derecho de suscripción que no está llamado a funcionar.

e) *Proposiciones mixtas*

- 38 En cuanto a las proposiciones mixtas, parte en dinero y parte en valores, los promotores deben explicar qué parte se cubrirá con dinero y cuál será satisfecha mediante la entrega de valores mobiliarios. A los valores ofrecidos en canje les serán de aplicación igualmente las normas anteriores.

f) *Garantías de la contraprestación*

- 39 Con carácter previo a la formulación de la oferta, el oferente debe acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la misma (art. 11.1).

Cuando la contraprestación ofrecida consista en dinero las garantías podrán constituirse en dinero o fondos públicos o mediante aval de entidad de crédito (art. 11.2).

Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores ya emitidos, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta (art. 11.3).

Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores nuevos a emitir el Reglamento exige que los administradores del oferente actúen de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta. El Reglamento faculta a la CNMV para que si, atendidas las circunstancias del caso, apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta, pueda exigirles caución en garantía de las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegue a producirse la emisión de los correspondientes valores en los términos previstos (art. 11.4). La expresión «insuficiente grado de seriedad» es muy vaga y concede a la CNMV un amplio margen de discrecionalidad.

H) PRESENTACIÓN, AUTORIZACIÓN, PUBLICACIÓN, MODIFICACIÓN Y DESISTIMIENTO DE LA OFERTA**a) *Presentación***

La oferta debe presentarse ante la CNMV (art. 12.1). Al escrito de presentación debe acompañarse un folleto explicativo de la oferta cuyo contenido debe ajustarse a lo previsto en el artículo 15 del Reglamento y el resto de la documentación exigida por el Reglamento (art. 16). Los documentos deben ser suscritos por el oferente o, si se trata de una persona jurídica, por persona con poder para obligarle. 40

En el caso de que el oferente sea una persona jurídica, la decisión de promover una oferta pública corresponderá a su órgano de administración, salvo cuando dicha decisión se adopte por la propia junta general u órgano equivalente (art. 12.2).

b) *Suspensión de la negociación de los valores*

Una vez recibida la solicitud de autorización de la OPA, la CNMV acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados (art. 13.1). 41

El Reglamento no establece límite alguno en cuanto a la duración de la suspensión cautelar aunque dispone que ésta quedará sin efecto al día siguiente de la publicación de *cualquiera* de los anuncios de la oferta o cuando la CNMV así lo disponga (art. 13.4).

c) *Operaciones sobre los valores cuya negociación haya sido suspendida*

El Reglamento (art. 13.3) establece al respecto que durante el período de suspensión de la negociación bursátil de los valores, las sociedades y agencias de valores y los fedatarios públicos deberán poner en conocimiento de las sociedades rectoras de las bolsas de valores de las que sean miembros o del correspondiente colegio, según proceda, a más tardar al día siguiente de la operación, las operaciones sobre los valores afectados por la suspensión en que hubieran intervenido, con indicación del transmitente y el adquirente, el título o causa de la transmisión, fecha de ésta y la contraprestación recibida. Las señaladas sociedades rectoras y colegios comunicarán dicha información a la CNMV en el plazo de dos días a contar desde la fecha en que tuvieran conocimiento de las operaciones. 42

d) *Autorización de la oferta*

- 43 La CNMV examinará el folleto informativo y el resto de la documentación presentada y acordará la autorización o denegación de la oferta. Si lo estima necesario, la CNMV puede recabar al oferente la aportación de la documentación adicional que se requiera (art. 17.1).

El acuerdo de autorización o denegación debe adoptarse por la CNMV, en el plazo de quince días hábiles a partir de la recepción de la solicitud o, en su caso, de la información adicional requerida. El acuerdo de denegación deberá ser motivado (art. 17.3).

De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la LMV, el acuerdo de la CNMV pondrá fin a la vía administrativa siendo recurrible ante la jurisdicción contencioso-administrativa previo recurso de reposición que deberá interponerse ante la CNMV en el plazo de un mes (art. 17.3 segundo párrafo) (cfr. J.R. DEL CAÑO, «Supervisión por la CNMV de las ofertas públicas de adquisición», en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, [1992] p. 231 y ss.).

e) *Publicación de la oferta*

- 44 Una vez notificada al oferente la autorización, debe este proceder a la difusión pública y general de la oferta en el plazo máximo de cinco días hábiles, para lo cual habrá de publicar los anuncios correspondientes en el BORME, en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a cotización y en dos periódicos, como mínimo, uno de difusión nacional y otro de entre los de mayor circulación en el lugar de domicilio de la sociedad afectada (art. 18).

Los anuncios deben contener los datos esenciales de la oferta e indicar los lugares en los que el folleto informativo se haya a disposición del público.

f) *Modificación de la oferta*

- 45 El Reglamento (art. 21) establece igualmente el principio de que las OPAS son irrevocables sin que haya lugar a su modificación o desistimiento más que en los supuestos expresamente previstos en el mismo.

Por lo que se refiere a la modificación unilateral por el oferente de las características de la oferta, el Reglamento la admite en cualquier momento anterior a los últimos siete días hábiles previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya porque extienda la oferta inicial

a un porcentaje superior del capital, ya porque mejore la contraprestación ofrecida (art. 22). Aunque el artículo 22 no lo mencione expresamente, también cabe la supresión del límite mínimo que se hubiera establecido por suponer un trato más favorable para los destinatarios.

La modificación de las condiciones queda sujeta a la aprobación de la CNMV quedando automáticamente prorrogado en siete días el plazo de aceptación. Aprobada la modificación, ésta se publicará en la misma forma prevista para la oferta inicial antes de la finalización del plazo de aceptación prorrogado. Salvo declaración expresa en contrario se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a la modificación se adhieren a la oferta revisada (art. 22.6).

g) *Desistimiento de la oferta*

El Reglamento (art. 24) lo permite únicamente en los siguientes 46 casos:

- Cuando se hubiere presentado una oferta competidora.
- Cuando la junta general de la sociedad oferente adopte un acuerdo contrario a la propuesta de aumento de capital en los casos de ofertas en las que la contraprestación ofrecida sean valores de nueva emisión.
- En determinados supuestos en los que la operación esté sujeta al procedimiento previsto para las concentraciones de empresas en la Ley 16/1989 de defensa de la competencia, a los que nos referiremos más adelante.
- Cuando, por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV.

D) ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

a) *Plazo de aceptación*

El plazo de aceptación de la oferta se fijará por el oferente no pudiendo ser inferior a un mes ni superior a dos meses contados a partir de la publicación del primer anuncio (art. 19). 47

Siempre que no se rebase el límite máximo, el promotor de la oferta podrá prorrogar el plazo inicialmente concedido. El Reglamento (art. 19.2 *in fine*) exige que la prórroga sea autorizada por la CNMV y que se publique en los mismos medios que el anuncio de la

oferta con, al menos, tres días de antelación a la finalización del plazo inicial.

b) *Declaraciones de aceptación*

- 48 Las declaraciones de aceptación se harán a través de cualquier sociedad o agencia de valores y bolsa debiendo efectuarse de acuerdo con lo señalado en el folleto informativo (art. 25).

Las declaraciones de aceptación son irrevocables careciendo de validez si se sometieran a condición y únicamente quedarán sin efecto en los supuestos expresamente establecidos en la normativa sobre OPAS (ej. caso de la presentación de ofertas competidoras).

c) *Publicación del resultado de la oferta*

- 49 Transcurrido el plazo de la oferta o, en su caso, el que resulte de su prórroga, las sociedades rectoras, en el plazo máximo de cinco días, comunicarán a la CNMV el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.

Conocido por la CNMV el total de aceptaciones lo comunicará en el plazo de tres días a las sociedades rectoras de las bolsas, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada. El resultado se publicará al día siguiente en el Boletín de Cotización (art. 27).

d) *Liquidación de la oferta*

- 50 Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo, cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán siguiendo el mismo régimen que las operaciones al contado, considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la del día de publicación del resultado de la oferta en el Boletín de Cotización.

Cuando la contraprestación ofrecida sean valores, la OPA se liquidará, en la forma prevista en el folleto.

Liquidada la operación, la CNMV autorizará el levantamiento de la garantía ofrecida (art. 28).

e) *Reglas de prorrateo*

- 51 Cuando la oferta tuviera un límite máximo y el número de aceptaciones excediera de dicho límite, para la liquidación de la operación se aplicarán las siguientes reglas de prorrateo (art. 29):

«1.º Distribución lineal:

Se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de títulos, que será el que resulte de dividir el 25 por 100 del total de la oferta entre el número de aceptaciones.

Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número de valores inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente.

Se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente una sola persona física o jurídica.

2.º Distribución del exceso:

La cantidad no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación.»

f) *Resultado negativo de la oferta*

Cuando la oferta tuviera un límite mínimo, quedará sin efecto si las aceptaciones no alcanzaran dicho límite (art. 30). Ello, no obstante, el artículo 24.2 del Reglamento permite que el oferente, en fase de liquidación, suprima el límite adquiriendo todos los valores ofrecidos. 52

Los promotores de cualquier oferta pública de adquisición que hubiere tenido resultado negativo no podrán formular otra nueva respecto de los mismos títulos hasta dentro de seis meses. Esta prohibición se extiende a los miembros del órgano de administración del oferente, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente y de forma concertada con éste (art. 30.2).

J) LIMITACIONES A LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE Y DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD AFECTADA

a) *Limitaciones a la actuación del oferente*

El Reglamento (art. 23) establece las siguientes limitaciones a la actuación del oferente: 53

— Cuando la contraprestación de la oferta consista en valores, o en metálico y valores, el oferente no podrá adquirir valores de la sociedad afectada hasta la publicación del resultado de la oferta.

- Cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en dinero, la adquisición por el oferente, desde la presentación de la oferta a la CNMV hasta la publicación de sus resultados, de valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos, y que se tengan por no puestos los límites mínimo y máximo a los que pudiera haberse sujetado la oferta, debiéndose igualmente proceder a la ampliación de la garantía.
 - Cuando la oferta pública de adquisición no se hubiera extendido a la totalidad de los valores de la sociedad afectada y hubiera tenido resultado positivo, el oferente en un plazo de seis meses, a contar desde la publicación del resultado de la oferta, no podrá adquirir valores de la sociedad afectada, directamente o de forma concertada, sin formular nueva oferta pública de adquisición en las mismas condiciones que la precedente pero dirigida a la totalidad de los valores de la sociedad afectada.
- 54 En nuestra opinión, cuando la oferta tenga un número mínimo de títulos para su validez el Real Decreto debería haber limitado igualmente la actuación del oferente y haberle prohibido la adquisición de valores de la sociedad afectada fuera del procedimiento de OPA pues de otra forma se produciría una discriminación respecto de los accionistas que se acojan a ésta ya que la oferta podría tener resultado negativo.
- b) *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada*
- 55 El Reglamento, en línea con la Propuesta de Directiva CEE, limita la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada a partir de la suspensión de la negociación de las acciones de dicha sociedad y hasta la publicación del resultado de la oferta.
- 56 De acuerdo con el artículo 14 del Reglamento el órgano de administración de la sociedad afectada debe abstenerse durante la OPA de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios. Nótese que la limitación se predica con respecto al órgano de administración, no con respecto a la junta general de accionistas.
- 57 En particular, durante la OPA, el órgano de administración de la sociedad afectada no podrá (art. 14):

- Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la junta general.
- Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta.
- Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

Cabría plantearse si durante el periodo de adaptación de una OPA los administradores de la sociedad afectada pueden convocar una junta general de accionistas para, por ejemplo, aprobar una modificación de estatutos o una ampliación de capital. Desde nuestro punto de vista ello es perfectamente factible porque no está prohibido por el artículo 14 del Reglamento (convocar una junta general no puede considerarse «concertar una operación» en los términos del citado artículo 14) y la Propuesta de Directiva, que nos sirve de criterio de interpretación dado que el Reglamento se inspira en ella, lo permite expresamente. 58

Ahora bien, si admitimos que durante el periodo de aceptación de la OPA los administradores pueden convocar junta general y ésta puede modificar los estatutos, ampliar capital o tomar otras medidas que perturben el desarrollo de la oferta, debemos admitir, en lógica consecuencia, por aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus* (sobre el alcance y elementos de la misma véase STS de 8 de julio de 1991), que el oferente debe tener derecho en ese caso a modificar las condiciones de su oferta para mantener la equivalencia entre las recíprocas prestaciones de las partes al haberse alterado las circunstancias en las que la formuló. Cabe incluso defender que si la alteración de las circunstancias fuera de tal gravedad que hiciera inviable la continuación de la oferta (caso por ejemplo de una modificación de estatutos de la sociedad afectada limitando el número máximo de votos que pueden ser emitidos por un accionista), el oferente podría desistir de la misma al amparo de lo previsto en el artículo 24.1.d) del Reglamento. Tanto la modificación de las condiciones de la oferta como el desistimiento deberán ser autorizados por la CNMV [arts. 22.4 y 24.1.d)].

c) *Informe del órgano de administración de la sociedad afectada*

El Reglamento (art. 20) obliga al órgano de administración de la sociedad afectada a redactar un informe detallado sobre la OPA que deberá contener sus observaciones a favor o en contra y manifestar 59

expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquella, así como la opinión de estos respecto de la oferta y la intención de aceptar la oferta por aquéllos que sean titulares de valores afectados.

El informe del órgano de administración debe ser publicado por la propia sociedad en cualquiera de las formas previstas para la publicación de la oferta en el plazo máximo de diez días desde la fecha de recepción de la comunicación del acuerdo de la CNMV autorizando la oferta. Con carácter previo a su publicación debe remitirse a la CNMV y a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada.

K) RÉGIMEN DE LAS OFERTAS COMPETIDORAS

- 60 El Reglamento (art. 31 y siguientes) simplifica el régimen de las ofertas competidoras eliminando las OPAS simultáneas. Según el Reglamento se consideran ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que en todo o en parte haya sido previamente presentada a la CNMV otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado.

Es decir, basta que exista una OPA previa presentada a la CNMV, aunque no haya sido publicada, para que se aplique a las siguientes el régimen de las ofertas competidoras. La CNMV comunicará esta circunstancia al nuevo oferente y suspenderá la tramitación de la oferta competidora hasta la autorización de la oferta previa. Publicada ésta, la CNMV dará un plazo de quince días al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique o mejore las condiciones de ésta.

- 61 Toda oferta competidora deberá cumplir, según el Reglamento (art. 33), los siguientes requisitos:
- Que sea presentada antes de transcurridos los quince días siguientes a la publicación de los anuncios relativos a la última oferta precedente.
 - Que tenga por objeto al menos el mismo número de valores que la última oferta precedente.
 - Que mejore la última precedente bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida en al menos un cinco por ciento, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al cinco por ciento de aquella.
 - La contraprestación, en todo caso, deberá ser en metálico.
 - Que su plazo de aceptación sea de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio. En el supuesto de que el plazo de

aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, se prorrogará al plazo de esta hasta la terminación del de aquella.

La exigencia de la contraprestación en metálico nos parece discriminatoria y limita las posibilidades de presentar ofertas competidoras sobre grandes sociedades. Si se admite la contraprestación en valores con carácter general (art. 10) no entendemos la razón de la restricción para las ofertas competidoras. 62

Autorizada una oferta competidora por la CNMV, deberá ser publicada en la misma forma establecida para la oferta inicial. Una vez publicados los anuncios, las declaraciones de aceptación que se hubieren producido con respecto a la oferta u ofertas anteriores quedarán sin efecto y el oferente u oferentes iniciales podrán desistir de ellas. Si no lo hicieran, el plazo de aceptación de las mismas se prorrogará automáticamente hasta la expiración del plazo de aceptación de la última oferta competidora. 63

Solamente el oferente inicial, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones, siempre que cumpla los siguientes requisitos (art. 36.2): 64

- Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas en un cinco por ciento al menos, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior en al menos un cinco por ciento de la máxima de las competidoras.
- Que obtenga autorización de la CNMV y difunda las nuevas condiciones de la oferta en la forma prevista para la oferta inicial.

El limitar al oferente inicial la posibilidad de mejorar la oferta perjudica a los accionistas minoritarios que serían los principales beneficiados de una puja al alza entre dos o más oferentes. Al mismo tiempo, supone una indudable ventaja para el primer oferente frente a los competidores y restringe las posibilidades de éxito de éstos. En última instancia, sin embargo, la razón de no mantener abierta la puja *sine die* no es otra que la de evitar un excesivo alargamiento del proceso que perjudique a la sociedad afectada por la incertidumbre que genera y las limitaciones que se imponen a la actuación de su órgano de administración. 65

L) REGLAS ESPECIALES EN CASO DE OPERACIONES SUJETAS A LA LEY DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA

El Reglamento (art. 37) contiene reglas especiales en caso de que la oferta implique una concentración sujeta a la Ley 16/1989 de 17 de julio de Defensa de la Competencia. 66

De acuerdo con el artículo 14 de la Ley 16/1989 todo proyecto u operación de concentración de empresas o de toma de control de una o varias empresas por parte de otra persona, empresa o grupo de empresas, siempre que afecte o pueda afectar al mercado español y especialmente mediante la creación o reforzamiento de una posición de dominio, podrá ser remitido por el Ministerio de Economía y Hacienda al Tribunal de Defensa de la Competencia para su informe:

- Cuando se adquiriera o se incremente una cuota igual o superior al 25 % del mercado nacional, o de una parte sustancial del mismo, de un determinado producto o servicio, o
- Cuando la cifra del volumen de ventas global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 20.000.000.000 de pesetas.

La Ley 16/1989 establece un procedimiento de notificación voluntaria de estas operaciones al Servicio de Defensa de la competencia que puede igualmente actuar de oficio, correspondiendo en última instancia al Gobierno, previo informe del Tribunal de Defensa de la Competencia, decidir si autoriza o no la operación de concentración o imponer condiciones a la misma.

67 Pues bien, el Reglamento (art. 37) establece que caso de producirse la notificación voluntaria de la oferta por parte del oferente, quedará ésta sometida a condición que producirá los siguientes efectos:

(i) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta se produjera la autorización tácita de la operación de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del número 4 del artículo 15 de la Ley 16/1989, la oferta surtirá plenos efectos.

(ii) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera resolución expresa del Gobierno se estará a lo que resulte de la misma.

Si el Gobierno autorizara la operación la oferta surtirá plenos efectos.

Si el Gobierno se opusiera a la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.

Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir con carácter general salvo cuando a la vista de la poca relevancia de las condiciones impuestas por el Gobierno la CNMV no autorizara el desistimiento.

(iii) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita el oferente podrá desistir de la oferta.

En el supuesto de que el Servicio de Defensa de la Competencia remita las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia el mismo día de la remisión deberá notificarlo al oferente.

Si el oferente decidiera desistir de la oferta lo deberá poner en conocimiento de la CNMV al día siguiente de recibir la notificación a que se refiere el párrafo anterior.

En el supuesto de que el inicio del procedimiento ante el Tribunal de Defensa de la Competencia resulte de la remisión del proyecto de oficio por el Ministerio de Economía y Hacienda se aplicarán las mismas reglas si bien, lógicamente, no habrá lugar al supuesto de autorización tácita. Sorprende, sin embargo, que el Reglamento no haya previsto el supuesto de que antes de la expiración del plazo de aceptación no haya recaído resolución expresa o tácita de los órganos de la competencia y, a pesar de ello, el oferente no desista de la operación. En este caso la oferta producirá plenos efectos y, en nuestra opinión, el oferente deberá soportar las consecuencias de una eventual decisión contraria del Gobierno. En este sentido el artículo 20 del proyecto de Real Decreto sobre el procedimiento a seguir por los órganos de defensa de la competencia en concentraciones económicas dispone que «la decisión del Gobierno sobre la improcedencia de una oferta pública de adquisición no producirá ningún efecto con respecto a la validez de las transacciones realizadas sobre los títulos objeto de la misma». En su resolución el Gobierno determinará, previo informe de la CNMV, la forma y los plazos en que deberá realizarse la cesación del control, teniendo presentes los efectos que puedan producirse en el mercado de valores. 68

Cuando la OPA pueda implicar la existencia de una operación de concentración de dimensión comunitaria será de aplicación lo previsto en el Reglamento (CEE) núm. 4064/1989 de 21 de diciembre, en particular, el régimen de suspensión de la operación de concentración (art. 38). 69

Las operaciones de concentración se consideran de dimensión comunitaria cuando:

- a) el volumen de negocios total, a nivel mundial, de todas las empresas afectadas supere los 5.000 millones de ECUS y
- b) el volumen de negocios total, en la CEE, de por lo menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere 250 millones de ECUS,

savo que cada una de las empresas afectadas por la concentración realice más de las dos terceras partes de su volumen de negocios total en la CEE en un mismo Estado miembro.

Las operaciones de concentración de dimensión comunitaria deben notificarse a la Comisión de las Comunidades Europeas en el plazo de una semana a partir de la fecha de la conclusión del acuerdo, de la publicación de la oferta de compra o canje o de la adquisición de una participación de control, lo primero que suceda.

Si la Comisión comprueba que la operación notificada tiene dimensión comunitaria publicará la notificación y procederá a su examen pudiendo solicitar documentación adicional. En el plazo de un mes la Comisión debe decidir no oponerse a la misma y declararla compatible con el mercado común o, si tiene serias dudas sobre su compatibilidad, incoar el procedimiento previsto en el Reglamento y adoptar una decisión en el plazo de cuatro meses.

Las operaciones de concentración de dimensión comunitaria no pueden llevarse a cabo ni antes de ser notificadas ni durante un plazo de tres semanas después de su notificación. Este plazo de suspensión puede ser prorrogado por la Comisión, total o parcialmente, hasta la adopción de una decisión final u otras medidas provisionales.

Sin embargo, el régimen de suspensión no impide hacer una oferta pública de compra o de canje que haya sido notificada a la Comisión siempre y cuando el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a las participaciones en cuestión o sólo los ejerza para salvaguardar el valor de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión de la CEE (art. 7.3 del Reglamento CEE núm. 4064/1989).

M) SANCIONES POR INCUMPLIMIENTO DE LA LEGISLACIÓN SOBRE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

- 70 El incumplimiento de la obligación de formular una oferta pública de adquisición cuando es preceptiva no supone la nulidad de la adquisición pero se considera infracción muy grave de la LMV [art. 99.r) LMV].

Además, el adquirente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones adquiridas en violación de la legislación sobre OPAS y los acuerdos adoptados con su intervención serán nulos, estando legitimada la CNMV para el ejercicio de las acciones correspondientes.

- 71 Este principio, establecido en el artículo 60 de la LMV, ha sido desarrollado en el artículo 40 del Reglamento que establece que el infractor sólo podrá recuperar los derechos políticos correspondientes mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre el resto de las acciones de la sociedad en la que el precio se fije siguiendo

los criterios de las ofertas de exclusión o mediante el consentimiento unánime del resto de los accionistas.

A estos efectos el artículo 40 del Real Decreto considera como derechos políticos derivados de las acciones y afectados por la suspensión los siguientes: el derecho de asistir y votar en las juntas generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que éstos sean contrarios a la Ley y, en general, todos aquellos que no tengan un contenido exclusivamente económico. La consideración del derecho de suscripción como un derecho político es muy discutible (ZURITA: op. cit. p. 612 es partidario de impedir su ejercicio pero de permitir su venta). 72

La mera reventa de las acciones adquiridas con infracción del deber de formular una oferta pública de adquisición no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de las acciones irregularmente adquiridas que no hubiesen sido enajenadas. El adquirente sólo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllas en el supuesto de que no mantenga ninguna vinculación o actúe de forma concertada con el transmitente (art. 40.4). 73

El cumplimiento de la legislación sobre ofertas públicas de adquisición se intenta reforzar igualmente mediante la imposición a las sociedades y agencias de valores y a los fedatarios públicos de un deber de abstención en aquellas operaciones que tengan conocimiento que pueden infringir la normativa vigente en la materia (art. 41). 74

3. Las ofertas públicas de venta de valores

A) OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES NO COTIZADOS

Por primera vez en España, el artículo 61 de la LMV, desarrollado por RD 291/1992 de 27 de marzo, ha regulado las ofertas públicas de venta de valores (OPV) no admitidos a negociación en un mercado secundario. Este es el caso típico de las salidas a bolsa en las que, con carácter previo a la admisión, se produce una colocación de acciones entre el público. 1

A estos efectos se considera oferta pública el ofrecimiento al público, por cuenta propia o de terceros, mediante cualquier procedimiento, de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario cuya emisión no hubiera quedado sujeta a la plena aplicación de los requisitos previstos en los artículos 26 a 29 de la LMV o cuya emisión 2

hubiera tenido lugar con antelación superior a dos años a la fecha de la oferta pública.

- 3 Según el artículo 61 de la LMV, será de aplicación a las ofertas públicas de venta de valores todo lo dispuesto para las nuevas emisiones de valores. En consecuencia, será necesaria la remisión de la correspondiente comunicación a la CNMV, acompañada de la documentación legalmente exigible, esto es, características de los valores objeto de la oferta, auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor, folleto informativo, etc.

A tal efecto, el artículo 29.2 del RD 291/1992 dispone que en el supuesto de que quien realice la oferta sea una persona o entidad que no pertenezca al grupo de la emisora de los valores y ésta se niegue a facilitar los documentos e informaciones precisas para el debido cumplimiento de los requisitos exigidos por el artículo 26 de la LMV, el oferente cumplirá aportando cuanta información o documentación obre en su poder o pueda obtener de registros públicos. La CNMV requerirá de la entidad emisora los documentos e informaciones adicionales que considere necesarios para el registro de la OPV.

B) OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES COTIZADOS

- 4 Según la disposición adicional segunda del RD 291/1992, la realización, al margen de los sistemas de contratación establecidos, de ofertas públicas de venta de valores admitidos a negociación en bolsa requerirá la presentación previa a la CNMV de un folleto informativo en los mismos términos que para las emisiones de valores. Adicionalmente, la CNMV, cuando concurren las circunstancias del artículo 33 de la LMV, podrá acordar la suspensión de la negociación de los valores afectados por la oferta pública, por un período máximo de 20 días, plazo que podrá ser prorrogado en supuestos excepcionales.

C) OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES EXTRANJEROS EN ESPAÑA

- 5 Las normas del artículo 61 de la LMV y, por referencia, las de los artículos 26 a 29 de la misma ley, son igualmente aplicables en caso de oferta al público en España por cuenta del emisor o de un tercero no residente de valores emitidos en el extranjero, aunque el Gobierno está facultado para introducir en el desarrollo de este principio las excepciones que deriven de las normas aprobadas por la CEE y de los tratados internacionales suscritos por España. En este sentido, se ha regulado recientemente la comercialización en España de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva extranjeras que estudiaremos en la letra D) siguiente.

6 Cuando se trate de ofertas realizadas simultáneamente en España y en otros estados miembros de la CEE, bastará, de acuerdo con los principios establecidos en la Directiva 89/298/CEE, con la presentación del folleto que haya sido sometido a previo control por la autoridad competente de otro Estado miembro de la CEE, aunque deberá agregarse la información adicional que señale el Ministerio de Economía y Hacienda en relación con el régimen fiscal de los valores, la entidad o entidades que se encarguen de la colocación y el servicio financiero de los mismos y el modo de publicación de las informaciones destinadas a los inversores españoles.

7 Igualmente, conforme a la Directiva 90/211/CEE, en el caso de ofertas públicas de venta de valores que hayan sido admitidos a negociación en una bolsa de valores de un Estado miembro de la CEE dentro de los seis meses anteriores, servirá el folleto de admisión el aprobado por las autoridades competentes del señalado Estado miembro (art. 29.4 del RD 291/1992).

D) **COMERCIALIZACIÓN EN ESPAÑA DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EXTRANJERAS**

a) *Instituciones de inversión colectiva domiciliadas en la CEE*

8 La comercialización en España de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva domiciliadas en la CEE y sometidas a las Directivas 85/611/CEE y 88/220/CEE es libre, sujeta a la presentación a la CNMV de la documentación correspondiente. Dicha documentación, que deberá acompañarse de su traducción al castellano, es la siguiente:

a) Comunicación previa del proyecto de comercialización de acciones o participaciones con copia de la comunicación efectuada a la autoridad supervisora de origen.

b) Certificado de las autoridades del Estado miembro de origen de la que resulte que la institución reúne las condiciones establecidas en las Directivas 85/611/CEE y 88/220/CEE.

c) Reglamento del fondo de inversión o escritura de constitución de la sociedad de inversión.

d) Folleto informativo.

e) Último informe anual y último informe semestral.

f) Memoria sobre las modalidades previstas de comercialización en territorio español.

- 9 La CNMV verificará la documentación presentada y la incorporará a sus Registros. Los documentos a que hacen referencia las letras b), c) y d) deben presentarse visados por la autoridad competente del Estado de origen. Si la CNMV no adoptara una decisión en el plazo de los dos meses siguientes a la presentación de la documentación, la institución podrá iniciar la comercialización en los términos descritos en la documentación aportada.
- 10 La comercialización en territorio español deberá producirse necesariamente a través de los intermediarios facultados para ello y en las condiciones establecidas en la LMV. La publicidad deberá respetar asimismo las disposiciones que regulan esta materia en Derecho español.
- 11 La CNMV podrá exigir a la institución correspondiente que pretenda comercializar sus acciones o participaciones en España que adopte las medidas que, a juicio de la CNMV, resulten necesarias para facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, la adquisición por la institución de sus acciones o el reembolso de sus participaciones, la difusión de las informaciones que deben suministrar a los accionistas y partícipes residentes en España y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos.
 - b) *Instituciones de inversión colectiva domiciliadas fuera del territorio de la CEE*
- 12 La comercialización en España de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva domiciliadas fuera del territorio de la CEE o no sometidas a las Directivas citadas exige la autorización de la CNMV a la que debe acreditarse el cumplimiento de los siguientes extremos:
 - Que en su Estado de origen están sometidas a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a un nivel no inferior a la normativa española.
 - Que la autoridad del Estado de origen a la que esté encomendada el control e inspección de la Institución proporcione un informe favorable con respecto al desarrollo de las actividades de ésta.

E) OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES ESPAÑOLES
EN EL EXTRANJERO

- 13 El artículo 11 del RD 671/1992 de 2 de julio establece que la colocación de valores en mercados extranjeros efectuadas por sociedades españolas tanto en régimen de oferta pública como de colocación privada son libres.

No obstante, la colocación de acciones y de valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles u otros análogos que por su naturaleza den derecho a participación en el capital, exige la verificación previa de la DGTE.

En el caso de emisiones o colocaciones en mercados extranjeros de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por personas o entidades públicas o privadas residentes, ya sean de rendimiento implícito o explícito, e instrumentos financieros emitidos por residentes, tanto en régimen de oferta pública como de colocación privada, se exige la previa declaración al Banco de España (Circular 11/1992 de 26 de julio del Banco del España).

Asimismo, si la colocación se refiere a títulos de renta fija denominados en pesetas, habrán de observarse las obligaciones y requisitos establecidos en el Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (véase el Capítulo IX anterior). Esta exigencia se debe a razones de política monetaria para controlar las emisiones exteriores en pesetas.

Por lo que se refiere a la comercialización de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva españolas en algún Estado miembro de la CEE, la disposición adicional primera del Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre exige cumplir los siguientes requisitos: 14

- Informar del proyecto de comercialización a la CNMV.
- Solicitar de la CNMV un certificado de que la institución reúne las características establecidas en las Directivas.

Sorprendentemente el Real Decreto 1393/1990 no regula la comercialización de participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva españolas en Estados no miembros de la CEE. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 11 del RD 671/1992 de 2 de julio, dicha comercialización debe entenderse liberalizada en las mismas condiciones que en el caso de los países miembros de la CEE.

4. El préstamo de valores

Estudiada la compraventa de valores en los mercados organizados y las compraventas excepcionales sujetas al régimen de oferta pública de compra o venta, analizamos a continuación otros negocios jurídicos sobre valores como son el préstamo, la prenda, el depósito, el aseguramiento y colocación y la gestión de carteras de valores. 1

A) REGLAS GENERALES

- 2 El préstamo mercantil (sobre el concepto de préstamo mercantil véase el Capítulo VI *supra*) de valores está regulado en los artículos 312 y ss. C.Com. Por virtud del contrato de préstamo, el prestatario adquiere la propiedad de los valores prestados (recordemos que el contrato de préstamo es un contrato real, que se perfecciona por la entrega, y traslativo del dominio) y contrae la obligación de devolver otros tantos de la misma clase e idénticas condiciones, o sus equivalentes si aquéllos se hubiesen extinguido, salvo pacto en contrario (art. 312 C.Com). Como contraprestación por el préstamo, el prestatario abonará al prestamista un interés siempre que se hubiere pactado por escrito (en otro caso el préstamo no devengará intereses según el artículo 314 C.Com.). Se reputa interés toda prestación pactada a favor del acreedor (art. 315 C.Com.). Puede pactarse el interés del préstamo sin tasa ni limitación de ninguna especie (art. 315 C.Com.), a salvo de la eventual aplicación de la Ley de Usura.
- 3 El vencimiento del préstamo se producirá al término del plazo establecido al efecto. En los préstamos por tiempo indeterminado o sin plazo marcado de vencimiento, no podrá exigirse al deudor la devolución del préstamo sino pasados treinta días, a contar desde la fecha de requerimiento notarial que se le hubiese hecho.

En caso de mora del prestatario, éste deberá abonar intereses de demora. El rédito por mora será el que los valores prestados devenguen o, en su defecto, el legal. Para determinar la base sobre la que calcular el interés de demora, los valores prestados se valorarán por su cotización al día siguiente del vencimiento del préstamo. Si no cotizan, el Código de Comercio dice que se valorarán por el precio que tengan «en la plaza» al día siguiente al del vencimiento, criterio éste, como ha señalado NIETO CAROL («Préstamo y depósito de acciones», *La Ley*, núm. 3028, [1992]) de difícil aplicación práctica, por lo que habría que acudir a otros criterios de valoración, como puede ser, en el caso de acciones no cotizadas, el valor teórico contable según el último balance aprobado.

B) LOS PRÉSTAMOS DE VALORES EN EL SISTEMA DE CRÉDITO PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES BURSÁTILES

- 4 Como ya hemos señalado en la primera pregunta de este Capítulo, la Orden de 25 de marzo de 1991 regula el sistema de crédito de operaciones bursátiles de contado sometiéndolas a diversos requisitos para garantizar el cumplimiento de estas operaciones [véase el apartado 1.B).a) (ii) anterior donde se analiza *in extenso* este sistema]. Lo que aquí más interesa es resaltar los requisitos que deben reunir los

préstamos de valores realizados en el sistema y destinados a la realización de operaciones bursátiles, que constituyen el supuesto más frecuente de préstamo de valores.

Según el artículo 7 de la Orden de 25 de marzo de 1991, las sociedades de valores, cuya declaración de actividades incluya dicha actividad, los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, pueden conceder préstamos de valores destinados a la realización de operaciones bursátiles en el sistema de crédito, utilizando los de su titularidad y aquellos otros que les hayan cedido también en préstamo a tal fin sus respectivos titulares. 5

Estos préstamos se documentarán en contratos en los que deberán identificarse los valores objeto del mismo, a través de la mención a su referencia técnica, indicando expresamente su afectación a dicho uso y la duración del préstamo. 6

En cualquier caso, y sin perjuicio de las demás condiciones que se fijen, los prestamistas de los valores percibirán el importe correspondiente a los derechos económicos que generen durante la cesión pactada los valores prestados, incluidas las primas de asistencia a las juntas generales. Salvo pacto en contrario, si durante el plazo pactado del préstamo sobrevinieran aumentos de capital que dieran derechos de asignación gratuita o de suscripción preferente de nuevas acciones, deberán ponerse a disposición del prestamista, en el momento en que tales valores se segreguen, otros de la misma clase, en la cuantía que corresponda a los valores prestados.

En todos los casos en los que las entidades prestamistas presten valores cuya titularidad corresponda a terceras personas, la entidad en cuestión deberá remitir una copia del contrato en que se base dicha utilización a las sociedades rectoras de las bolsas, en su caso, a la Sociedad de Bolsas y otra al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. 7

Las entidades prestamistas deberán llevar un registro de tales operaciones en el que constarán los contratos de préstamo de valores, especificando los que sean objeto del contrato, el nombre del prestamista, la comisión del préstamo y la fecha de vencimiento del contrato.

C) PRÉSTAMOS DE VALORES AL MARGEN DEL SISTEMA DE CRÉDITO

El artículo 1.3 de la Orden de 25 de marzo sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles establece que lo dispuesto en dicha Orden no impedirá a las entidades facultadas para ello otorgar, al margen del citado sistema, crédito vinculado a operaciones bursátiles. 8

La Circular 3/1992 de 20 de mayo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid establece un procedimiento de comunicación y control de los préstamos de valores efectuados al margen del sistema y destinados a la realización de operaciones bursátiles.

- 9 Según esta Circular, las sociedades de valores cuya declaración de actividades prevea expresamente el otorgamiento de crédito vinculado con operaciones bursátiles, los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito interesadas en conceder, al margen del sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado, préstamos de valores que, estando admitidos a negociación en la Bolsa de Madrid, se encuentren igualmente incluidos en el sistema de liquidación y compensación, sean de su propia titularidad o titularidad de terceros que les hayan habilitado a tal fin, deberán poner la celebración de tales acuerdos de préstamo en conocimiento de la Bolsa de Madrid, a través de una sociedad o agencia de valores miembro de la misma. La forma, plazo y contenido de dichas comunicaciones se regulan con detalle en la Circular a la que nos remitimos.

D) CESIÓN DE VALORES EN PRÉSTAMO POR LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

- 10 La Orden de 31 de julio de 1991 regula la cesión de valores en préstamo por las instituciones de inversión colectiva, estableciendo las condiciones en las que éstas pueden prestar valores de sus carteras.

Conforme a lo establecido en el artículo primero de la Orden citada, las sociedades y fondos de inversión mobiliaria únicamente podrán ceder en préstamo valores de sus carteras destinados a la realización de operaciones bursátiles en el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado con arreglo a lo dispuesto en el número 7.º de la Orden de 25 de marzo de 1991 [véase la letra B) anterior] o para los préstamos que puedan instrumentarse por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores [véase la letra E) siguiente].

En ningún momento el valor efectivo total de los valores prestados podrá exceder del 50 por 100 del valor efectivo de la cartera del fondo o de la sociedad de inversión mobiliaria y los préstamos deberán ser siempre retribuidos a previos de mercado.

E) PRÉSTAMOS AL SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

- 11 Por último, en relación con el préstamo de valores, vamos a hacer una referencia al artículo 57 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 57 del Real Decreto citado regula el préstamo de valores al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores para asegurar la entrega de los valores en la fecha de liquidación de las operaciones bursátiles.

Según este artículo, cuando la entidad adherida vendedora incumpla su obligación de entrega por no poner los correspondientes valores en plazo a disposición del Servicio, procederá éste a tomarlos en préstamo para su entrega a la entidad adherida compradora en la fecha de liquidación. 12

A tal efecto el Servicio suscribirá con todas las entidades adheridas un contrato que regirá los contratos de préstamo al Servicio, cuyo modelo deberá ser aprobado por la CNMV, y que se ajustará a las siguientes condiciones:

a) Podrán ser objeto de préstamo tanto valores propiedad de la entidad adherida como valores de su clientela. En este último caso, deberá constar por escrito el consentimiento del titular de los valores que habrá de suscribir, a su vez, el oportuno contrato con la entidad adherida con arreglo al modelo que igualmente apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el que se preverá, en especial, el régimen de compensación a dicho titular por razón de los derechos económicos que generen durante la cesión pactada los valores, que se ajustará a lo establecido en relación con el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

b) Sin perjuicio de su cancelación antes del vencimiento, la duración máxima de los préstamos será siempre la misma, sin posibilidad de prórroga.

c) La remuneración de los préstamos se calculará sobre el valor de mercado de los valores en el día en que se perfeccionen los correspondientes contratos.

d) El contrato determinará el sistema de designación de prestamistas por parte del Servicio.

El Servicio procederá a la devolución de los valores tomados en préstamo entregando los que reciba de la parte vendedora o, en su defecto, los que adquiera con esta exclusiva finalidad en el mercado.

5. La prenda de valores

A) LOS PRÉSTAMOS CON GARANTÍA DE VALORES COTIZADOS

- 1 Según el artículo 320 del C.Com., el préstamo con garantía de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, hecho en póliza con intervención del Corredor de Comercio Colegiado o en escritura pública, se reputará siempre mercantil.

El prestador tendrá sobre los valores pignorados, derecho a cobrar su crédito con preferencia a los demás acreedores, quienes no podrán disponer de los mismos a no ser satisfaciendo el crédito constituido sobre ellos.

- 2 En la póliza del contrato deberán expresarse los datos y circunstancias para la adecuada identificación de los valores dados en prenda.

Los fedatarios públicos o, en su defecto, los titulares de los valores admitidos a negociación deberán poner en conocimiento de la sociedad rectora del correspondiente mercado la constitución de la prenda.

- 3 En el caso de la Bolsa de Madrid, la comunicación de la constitución de derechos reales de garantía sobre valores admitidos a negociación en dicha Bolsa está regulada por la Circular 4/1991 de 3 de abril. Según esta Circular la comunicación a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, incluirá necesariamente los siguientes datos:

a) Derecho de crédito a cuya garantía se establece la prenda y datos distintivos del mismo, comprendiendo el principal del crédito, fecha de su constitución, plazo o plazos de vencimiento de éste, documento en el que conste e intereses que estén garantizados por el gravamen.

b) Derecho de prenda que se constituye, fecha de constitución de la garantía, documento en el que se formaliza, fecha, clase y características del mismo, Notario o Corredor de Comercio autorizante, número de su protocolo, así como la dirección de su oficina y el colegio al que pertenece.

c) Datos identificativos de las personas intervinientes en la constitución del gravamen: acreedor pignoraticio, deudor y titular de los valores.

d) Las características de los valores: nombre, emisión, clase, serie, cantidad y numeración.

La extinción de la prenda o de otras incidencias posteriores referentes a la prenda de valores deberá comunicarse igualmente a la Sociedad Rectora. Para la transmisión de los valores pignorados se requiere que el acreedor pignoraticio y el adquirente de los valores

remitan a la Sociedad Rectora una comunicación en la que se acredite que tienen conocimiento de la transmisión efectuada.

Por lo que se refiere al mercado de deuda pública en anotaciones, el artículo 2.2 del Real Decreto 505/1987 de 30 de abril dispone que la constitución de prenda y demás derechos de garantía sobre deuda pública en anotaciones en cuenta será comunicada a la Central de Anotaciones del Banco de España 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. 4

Vencido el plazo del préstamo y no satisfecho éste, el acreedor, salvo pacto en contrario y sin necesidad de requerir al deudor, podrá pedir la enajenación de los valores dados en prenda, a cuyo fin entregará al órgano rector del correspondiente mercado secundario oficial la póliza o escritura de préstamo acompañada de los títulos pignora-dos o del certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable [sobre la prenda de valores en anotaciones en cuenta véase la letra B) siguiente]. 5

El organismo rector, una vez hechas las oportunas comprobaciones, adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores pignora-dos en el mismo día que reciba la comunicación o, de no ser posible, en el día siguiente, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial (lo que puede resultar extremadamente difícil en el caso de valores poco líquidos y provocar un derrumbamiento de la cotización).

Es muy importante destacar que el acreedor pignoraticio sólo podrá hacer uso de este procedimiento ejecutivo especial durante los tres días hábiles siguientes al vencimiento del préstamo.

Este procedimiento también puede aplicarse a las cuentas corrientes de crédito abiertas por entidades de crédito cuando se hubiere convenido que la cantidad exigible en caso de ejecución será la especificada en certificación expedida por la entidad acreedora, en cuyo caso, además de los documentos citados en el artículo 322 C.Com., se entregará la mencionada certificación acompañada del documento fehaciente a que se refiere el artículo 1.435 LEC (artículo 323 C.Com.). 6

B) PRENDA DE VALORES EN ANOTACIONES EN CUENTA

El Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta regula con detalle la 7

constitución de prendas u otros gravámenes sobre los valores representados en anotaciones en cuenta. Según el artículo 13 del RD 116/1992, la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados en 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.

- 8 Las inscripciones derivadas de la constitución de prendas u otros gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta se practicarán en cuanto se presente a la entidad adherida el correspondiente documento público acreditativo de la constitución del gravamen (art. 51.1, RD 116/1992). Los valores pignoralados no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las bolsas tengan establecidos y su transmisión deberá ajustarse al régimen previsto en el artículo 38 del RD 116/1992 (transmisiones derivadas de operaciones liquidadas directamente entre las partes, por título distinto de la compraventa o sobre valores cuya cotización esté suspendida) (art. 39.2, RD 116/1992).
- 9 En el supuesto de que el garantizado se vea en la necesidad de ejecutar las garantías constituidas a su favor, habrá de acudir a los medios y procedimientos legalmente previstos bien para la prenda, bien para el préstamo con garantía de valores al que nos hemos referido con anterioridad.

En todo caso, en virtud de la normativa aplicable (art. 1.482 LEC en redacción dada por la DA 5.ª LMV o bien los artículos 320 y ss. C.Com. en redacción dada por la DA 4.ª LMV) el organismo rector del mercado, a solicitud del juez en caso de embargo consecuencia de juicio ejecutivo, o bien del acreedor pignoralicio adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores embargados o pignoralados.
- 10 La cancelación de la prenda requerirá la constancia del consentimiento de su titular o la acreditación del hecho determinante de su extinción y la restitución de los certificados expedidos, en su caso (art. 51.2, RD 116/1992).

6. El depósito de valores

A) EL CONTRATO DE DEPÓSITO DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE TÍTULOS

- 1 Uno de los servicios más directamente relacionados con la compraventa de valores es el depósito de tales valores. La actividad de

depositario de valores es una de las reservadas por el artículo 71 LMV con carácter exclusivo a las sociedades y agencias de valores. Por tanto, estas entidades y los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, a las que se les permite esta actividad por virtud del artículo 76 LMV, son las únicas autorizadas para actuar con habitualidad como depositarias de valores.

Según el artículo 1.758 C.c. «se constituye el depósito desde que uno recibe la cosa ajena con la obligación de guardarla y de restituirla». De este artículo y del artículo 305 C.Com. que establece que «el depósito quedará constituido mediante la entrega de la cosa que constituya su objeto» se desprende claramente que el depósito es un contrato real que se perfecciona por la entrega de la cosa. Sólo pueden ser objeto de depósito las cosas muebles (art. 1.761 C.c.). 2

Para que el depósito sea mercantil se requiere (art. 303 C.Com.): 3

- Que el depositario sea comerciante (los bancos y otras entidades autorizadas por los artículos 71 y 76 LMV lo son).
- Que las cosas depositadas sean objeto del comercio (los valores cotizados lo son).
- Que el depósito constituya por sí una operación mercantil o se haga como causa o a consecuencia de operaciones mercantiles (la compraventa de valores negociados lo es).

Podemos concluir, por tanto, que el depósito de valores cotizados en bancos u otras entidades autorizadas es siempre mercantil y se rige por lo dispuesto en los artículos 304 y ss. C.Com.

Los depósitos de valores se caracterizan, además, por su carácter administrado. Ello es así porque a la finalidad típica del depósito —la custodia— se une la obligación del depositario de realizar el cobro de los intereses y dividendos que se devenguen en las fechas de pago y, en general, practicar cuantos actos sean necesarios para que los valores depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan (art. 308 C.Com.). 4

Otras obligaciones del depositarios son: 5

- Guardar los títulos (art. 306 C.Com.).
- No servirse de ellos (art. 1.767 C.c.). Esta restricción no es incompatible con la obligación de administración del artículo 308 C.Com. antes citado. Lo que se prohíbe al depositario es el uso de los valores depositados en provecho propio. En cambio cuando se trata de actos que redundan en provecho del depositante, el depositario no sólo está autorizado a realizarlos sino que viene obligado a ello. Una de las formas habituales que tienen las entidades depositarias de servirse de los valores depositados es mediante la dele-

gación de los derechos de voto, lo que confiere a las entidades depositarias un gran poder en las juntas generales. El artículo 72 LMV prohíbe a las sociedades y agencias de valores depositarias recibir la delegación de los derechos políticos de los valores depositados, ejercer éstos o solicitar su delegación en favor de terceros. Esta prohibición debería hacerse extensiva a los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

— Restituirlos cuando el depositante lo reclame, previa restitución de los resguardos o certificados de depósito que el depositario hubiere expedido (art. 306 C.Com.).

- 6 El depositario tiene derecho a exigir retribución por el depósito, a no mediar pacto en contrario. Si las partes no hubieran fijado la cuota de la retribución se regulará según los usos de la plaza en que el depósito se hubiera constituido.
- 7 El contrato de depósito se extingue con la devolución al depositante de los valores depositados, bien por iniciativa del cliente, bien por decisión unilateral del depositario, en los casos en que no le convenga continuar esta relación contractual pudiendo incluso consignar judicialmente los mismos si el cliente se niega a la restitución.

B) EL CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA

- 8 La sustitución de los títulos por anotaciones en cuenta implica la desaparición de contrato de depósito en su configuración tradicional y su sustitución por un nuevo contrato, el contrato de administración de valores representados mediante anotaciones en cuenta, al que le son de aplicación, por analogía, la mayor parte de las reglas del depósito que acabamos de mencionar.
- 9 Así, al igual que sucedía con el contrato de depósito, únicamente están facultadas para actuar como administradoras de valores representados mediante anotaciones en cuenta, las sociedades y agencias de valores y los bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sociedades mediadoras del mercado de dinero (estas últimas únicamente respecto de valores cotizados en el mercado de deuda pública en anotaciones) [art. 71.K) y 76 LMV].
- 10 En cuanto al contenido obligacional, las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores serán responsables de la inscripción y el mantenimiento de los saldos de valores de sus clientes, incluidos los servicios anejos de administración de los mismos (art. 26.1, RD 116/1992).

La obligación de guardar la cosa, típica del contrato del depósito, se sustituye por la de practicar y mantener la correspondiente inscripción. La obligación de administrar los valores se mantiene en idénticos términos resultando de aplicación lo dispuesto en el artículo 308 C.Com.

Por último la obligación de restitución de los valores depositados se sustituye por la de transferencia de los registros a otra entidad adherida. Así, según dispone el artículo 41 del RD 116/1992, la entidad adherida en cuyos registros estén inscritos los valores cuyo titular solicite que sean transferidos a los registros de otra entidad, dirigirá comunicación al Servicio de Compensación y Liquidación expresiva de los valores y de la identidad de la destinataria antes de que concluya el día hábil siguiente al de presentación de la solicitud. Recibida tal comunicación, el Servicio procederá, en el mismo día, a practicar los correspondientes abono y adeudo, dirigiendo la oportuna comunicación a las entidades adheridas de origen y destinataria con objeto de que estas extiendan los correspondientes asientos.

El procedimiento anterior también es aplicable cuando la transferencia se solicite a instancias del titular a través de la entidad adherida destinataria. Sin embargo, no podrá tener lugar la transferencia entre entidades adheridas de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes sin que lo solicite el titular de dichos derechos o se acredite que concurre su consentimiento.

Las entidades adheridas podrán cobrar comisiones por sus servicios de administración de valores representados mediante anotaciones en cuenta. La tarifa y su modificación deberán ser comunicadas a la CNMV y estar a disposición del público. No obstante lo anterior, las primeras inscripciones de los valores se practicarán libres de gastos para sus titulares (art. 26.2 y 3 del RD 116/1992).

La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes, y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a responsabilidad de la entidad adherida incumplidora o, en su caso, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, frente a quienes resulten perjudicados. Cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea posible, la entidad responsable procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado. Todo ello, sin perjuicio de las responsabilidades administrativas en que la entidad adherida hubiere podido incurrir (art. 27, RD 116/1992).

11

12

7. Aseguramiento y colocación de emisiones y ofertas públicas de venta de valores

- 1 De acuerdo con lo previsto en el artículo 71 en relación con el artículo 70 de la LMV, están facultados para mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la *colocación* de emisiones y ofertas públicas de venta de valores:
 - Las sociedades y agencias de valores.
 - Las entidades oficiales de crédito.
 - Los bancos.
 - Las cajas de ahorros (incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorros y la Caja Postal de Ahorros).
 - Las cooperativas de crédito.
 - Las sociedades mediadoras del mercado de dinero exclusivamente respecto de valores relacionados con el mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta.
- 2 De las entidades citadas, únicamente están facultadas para *asegurar* la suscripción de emisiones de valores (y debe entenderse ofertas públicas de venta):
 - Las sociedades de valores.
 - Las entidades oficiales de crédito.
 - Los bancos.
 - Las cajas de ahorros (incluidas la Confederación y la Caja Postal).
- 3 Los bancos que no tengan sucursal en España y las entidades de valores extranjeras no están facultadas para colocar o asegurar emisiones u ofertas públicas de venta de valores en España y únicamente pueden actuar como colocadores o aseguradores en el tramo internacional de emisiones y ofertas públicas de venta [sobre este punto véase el Cap. VII.5.B) donde se analiza el efecto de la Segunda Directiva Bancaria y la posibilidad de que a partir de su entrada en vigor, 1 de enero de 1993, las entidades de crédito de la CEE puedan desarrollar esta actividad en España].
- 4 Identificadas las entidades facultadas para colocar y asegurar emisiones y ofertas públicas de venta de valores debemos preguntarnos por la naturaleza jurídica de estos contratos. En el caso del contrato de colocación de una emisión nos encontramos ante un negocio de comisión mercantil regulado en los artículos 244 y siguientes del Código de Comercio (en este sentido, GARRIGUES, *Contratos bancarios*, cit., p. 666). En este supuesto el mandato consiste en la colocación de

la emisión o la venta de los valores objeto de la oferta. En la ejecución de la comisión, el colocador actúa en nombre y por cuenta del comitente. Se trata del supuesto previsto en el artículo 247 del C.Com. Por ello el contrato y las acciones derivadas del mismo producirán efecto entre el emisor y la persona o personas que contraten con el comisionista y el colocador no responde frente a su comitente del éxito de la colocación, es decir, no garantiza la venta o suscripción por terceros, con su mediación, de todos los valores objeto de la oferta o de la emisión.

Por el contrario, en los contratos de aseguramiento, al mandato de colocación se superpone una garantía del colocador que asegura (de ahí la denominación) el resultado económico, aunque el mandato no haya podido llevarse a cabo. Este pacto implica la imposibilidad de devolver los títulos que no hayan sido adquiridos por el público y la obligación del asegurador de adquirirlos, renunciando así a la excepción que en otro caso tendría como simple comisionista al rendir la cuenta de su comisión (GARRIGUES, ob. cit., p. 668).

En cuanto al contenido obligacional de estos contratos es el típico del contrato de comisión, con las modificaciones que, en su caso, resulten del pacto accesorio de garantía al que nos hemos referido en el párrafo anterior. En consecuencia, el colocador vendrá obligado a cumplir la comisión aceptada en los términos de la misma, acatando las instrucciones del comitente (art. 254 C.Com.), consultando lo no previsto (art. 256), comunicándole las noticias que interesen al buen éxito de la negociación y los contratos que hubiese celebrado (art. 260) y rindiendo cuentas del resultado de la comisión (art. 263). Por su parte, el comitente estará obligado a abonar al comisionista la comisión pactada (art. 277), que normalmente será superior en los contratos de aseguramiento por el mayor riesgo asumido, así como a satisfacer al contado, al comisionista, mediante cuenta justificada, el importe de los gastos y desembolsos en que hubiere incurrido, con el interés legal del dinero desde el día en que los hubiere hecho hasta su total reintegro (art. 278).

8. La gestión de carteras de valores

La relación contractual que vincula al cliente y al gestor de carteras es la gestión y administración de bienes ajenos. Esta relación jurídica de mandato debe encuadrarse igualmente en la comisión mercantil (arts. 244 y ss. del C.Com.) debido a su doble nota de mercantilidad:

— Subjetivamente: el gestor debe ser una sociedad anónima (la actividad de gestión de carteras está limitada a las entidades a las que

se refieren los artículos 71 y 76 LMV; véase el Capítulo VII anterior).

— Objetivamente: tanto las operaciones como el objeto de estas operaciones de gestión tienen un carácter mercantil.

Sin embargo, por sus características propias, podemos hablar de un nuevo tipo de contrato que podemos denominar de «administración de carteras de valores».

2 Las principales *obligaciones del gestor* de carteras son las siguientes:

a) *Administrar la cartera de valores:*

Por la concepción amplia del artículo 1.709 C.c. que permite la realización de una serie orgánica de actos jurídicos, éste sería el objeto del mandato. Es una obligación de medios o de actividad y no de resultado.

La diligencia que se debe exigir al gestor es la diligencia profesional correspondiente a la de un experto en la gestión de valores en general y no una simple diligencia media. En base a esta diligencia se exigirá una responsabilidad.

b) *Acatar las instrucciones del cliente:*

Esta obligación deriva de la general del comitente (art. 254 C.Com. y 1.719 C.c.) pero tiene unas características propias puesto que en este contrato el gestor es un experto mientras que el cliente es inexperto. Por tanto, no se tratará de una instrucciones exhaustivas sino de unas indicaciones orientadoras. Además el gestor necesita de una cierta libertad de actuación.

c) *Obligación de informar al cliente* de las operaciones efectuadas, de la situación del patrimonio (cartera) y de las condiciones del mercado así como de consultarle en lo no previsto expresamente. Si estuviere autorizado para obrar a su arbitrio, o no fuere posible la consulta, el gestor hará lo que dicte la prudencia y sea más conforme al uso del comercio, cuidando del negocio como propio (aplicación de los artículos 255 y 260 C.Com.).

d) *Obligación de rendir cuentas* (art. 1720 C.c. y 263 C.Com.).

3 Respecto de la *responsabilidad del gestor* pueden hacerse las siguientes consideraciones:

Al no haber obligación de resultado no se pueden exigir al gestor, siempre que actúe con la diligencia debida, responsabilidades por las plusvalías o minusvalías que surjan de la gestión y administración de la cartera.

Para que exista responsabilidad se necesita la concurrencia de tres condiciones:

- Incumplimiento de las obligaciones del gestor.
- Existencia de un daño emergente o de un lucro cesante.
- Un nexo de causalidad entre el incumplimiento y el daño.

Además, hay que señalar que el contrato de administración de carteras de valores se basa en un elemento de confianza: 4

- La base de las relaciones gestor-cliente reside en la confianza que el segundo deposita en el primero ya sea por su competencia profesional o por una relación personal entre ambos.
- Esto puede plantear problemas de conflicto de intereses en el caso, bastante probable en la realidad, de que el gestor pertenezca a un grupo de sociedades, ya que los intereses del grupo y del cliente pueden ser opuestos.
- Se exige siempre una independencia absoluta del gestor de toda posible relación de dependencia jurídica, económica o real. El gestor está obligado a defender los intereses del cliente anteponiéndolos a cualquier otro (aplicación del art. 79 de la LMV). El cliente podrá exigir responsabilidad al gestor si demuestra que ha habido daño causado por la proscripción de sus intereses.

9. Inversiones extranjeras en los mercados de valores españoles

A) REGULACIÓN

La regulación de las inversiones extranjeras en España está contenida en la Ley 18/1992 de 1 de julio por la que se establecen determinadas normas en materia de inversiones extranjeras y en el RD 871/1992 de 2 de julio sobre inversiones extranjeras en España. 1

Tienen la consideración de inversiones españolas en el exterior las realizadas por: 2

a) Las personas físicas residentes en España, entendiéndose por tales las españolas o extranjeras con domicilio en España o residencia principal en España.

b) Las personas jurídicas domiciliadas en España.

c) Los establecimientos y sucursales en territorio español de personas jurídicas domiciliadas en el extranjero o de personas físicas no residentes en España.

d) Las sociedades extranjeras participadas por residentes en España y las sucursales y establecimiento en el extranjero de residentes en España mediante la constitución de sociedades extranjeras o mediante la adquisición de acciones o participaciones en las mismas.

- 3 A los efectos que aquí nos interesan debemos centrar el análisis en el régimen jurídico de las inversiones extranjeras en los mercados de valores españoles: bolsa, mercado de deuda pública, mercados de opciones y futuros financieros y mercado AIAF de renta fija.

B) RÉGIMEN APLICABLE

a) *Acciones cotizadas en bolsa*

- 4 La adquisición por inversores extranjeros de acciones de sociedades españolas cotizadas en bolsa es libre y no está sujeta a verificación o autorización administrativa [artículos 9.a) y 10 RD 671/1992 de 2 de julio] y ello aún cuando la operación se convenga directamente entre las partes a precios distintos de los de bolsa, siempre, en este último caso, que se cumpla la legislación del mercado de valores sobre operaciones especiales [véase el apartado 1.B).c) anterior].
- 5 Ello no obstante, cuando la inversión extranjera supere al 50 por 100 del capital de la sociedad española se considera inversión directa y es precisa la previa verificación de la DGTE en los términos del artículo 7 del RD 671/1992 de 2 de julio. A efectos del cálculo de la participación extranjera en una sociedad se tomarán en cuenta exclusivamente las participaciones de inversores extranjeros que superen individualmente consideradas al 10 por 100 del capital de la sociedad española o que, sin alcanzar dicho porcentaje, conlleven la representación en su órgano de administración (Instrucción 5.ª de la Resolución de la DGTE de 6 de julio de 1992).

En este sentido, la DA 1.ª del Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo y el artículo 16.3 del RD 671/1992 de 2 de julio establecen que las comunicaciones de participaciones significativas en sociedades cotizadas en bolsa que deban hacerse por inversores extranjeros conforme las normas establecidas en el Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo (véase el Capítulo VIII anterior) deberán dirigirse, además, a la DGTE. Esta comunicación se incorporará al Registro de Inversiones Extranjeras en España, teniendo la condición de requisito para el ejercicio del derecho de transferencia al exterior por no residentes.

Deben tenerse igualmente en cuenta las normas en materia de inversiones extranjeras en sectores específicos (defensa, juego, televisión, radio, transporte aéreo y concesionarios de servicios finales o portadores de telecomunicaciones, incluida la Telefónica de España) y la necesidad de autorización del Consejo de Ministros para las inversiones de Gobiernos y Entidades oficiales de soberanía extranjera no miembros de la CEE (las restricciones a las inversiones extranjeras en sectores específicos tampoco son de aplicación a los residentes en la CEE excepto en materia de defensa nacional) (artículos 26 y 27 del RD 671/1992). 6

b) *Obligaciones y títulos de renta fija*

La suscripción y adquisición de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por personas o entidades públicas o privadas residentes, ya sean de rendimiento implícito o explícito, y de instrumentos financieros emitidos por residentes está liberalizada, sin necesidad de verificación previa [artículos 9.b) y 20 del RD 671/1992 de 2 de julio]. Por tanto las inversiones extranjeras en títulos de deuda pública o renta fija privada cotizada en bolsa, en el mercado de deuda pública en anotaciones o en el mercado AIAF es libre. 7

Por el contrario las operaciones de financiación que se materialicen mediante la adquisición por no residentes de títulos emitidos por residentes (pagarés, bonos, etc.) que no sean negociables en bolsa o mercados organizados deben declararse previamente al Banco de España (Circular 11/1992 de 26 de junio del Banco de España).

c) *Participaciones en fondos españoles de inversión colectiva*

Se consideran libres igualmente y no están sometidas al trámite de verificación previa las inversiones extranjeras efectuadas en participaciones en fondos españoles de inversión colectiva debidamente autorizados e inscritos en el Registro de la CNMV [artículos 9.c) y 10 del RD 671/1992 de 2 de julio]. 8

d) *Opciones y futuros*

La formalización por no residentes de contratos de opción o futuros no se considera inversión extranjera y debe entenderse liberalizada de acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 1816/1991 de 20 de diciembre sobre transacciones económicas con el exterior. La adquisición de los valores subyacentes estará sujeta al régimen correspondiente al activo de que se trate. 9

10. Inversiones españolas en mercados de valores extranjeros

A) REGULACIÓN

- 1 La regulación de las inversiones españolas en el exterior está contenida en el Real Decreto 672/1992 de 2 de julio.
- 2 Tienen la consideración de inversiones españolas en el exterior las realizadas por:
 - a) Las personas físicas residentes en España, entendiéndose por tales las españolas o extranjeras con domicilio en España o residencia principal en España.
 - b) Las personas jurídicas domiciliadas en España.
 - c) Los establecimientos y sucursales en territorio español de personas jurídicas domiciliadas en el extranjero o de personas físicas no residentes en España.
 - d) Las sociedades extranjeras participadas por residentes en España y las sucursales y establecimiento en el extranjero de residentes en España mediante la constitución de sociedades extranjeras o mediante la adquisición de acciones o participaciones en las mismas.
- 3 Se asimila a inversión española de cartera en el exterior la adquisición por residentes de valores emitidos por residentes y adquiridos en mercados organizados extranjeros (art. 7.2 del RD 692/1992 de 2 de julio) (sobre los requisitos para la emisión por residentes de valores en el exterior véase el Capítulo IX).
- 4 Al igual que en el caso de las inversiones extranjeras en España, vamos a centrarnos en el régimen de las inversiones españolas en los mercados de valores extranjeros prescindiendo por tanto del análisis del régimen de las inversiones directas y de las inversiones inmobiliarias.

B) RÉGIMEN APLICABLE

- a) *Acciones cotizadas en bolsa o mercados organizados*
- 5 La suscripción y adquisición por residentes en España de acciones de sociedades extranjeras y de valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles en acciones y otros análogos, tanto si se adquieren en mercados organizados como fuera de ellos, está liberalizada (arts. 7 y 8 del RD 672/1992 de 2 de julio) salvo si se considera inversión directa en cuyo caso se requerirá verificación pre-

via de la DGTE en los términos del artículo 5 del RD 672/1992. Se presume que la inversión es directa cuando la participación es superior al 10 por 100 del capital de la sociedad extranjera.

b) *Obligaciones y títulos de renta fija*

La suscripción y adquisición por residentes en España de valores negociables representativos de empréstitos emitidos por personas o entidades públicas o privadas no residentes, ya sean de rendimiento explícito o implícito, y de instrumentos financieros emitidos por no residentes, cualquiera que sea el lugar de emisión y de adquisición, es libre sin necesidad de verificación administrativa [arts. 7.b) y 8 del RD 692/1992]. 6

c) *Participaciones en fondos extranjeros de inversión colectiva*

La adquisición de participaciones en fondos extranjeros de inversión colectiva, entendiéndose por tales los debidamente constituidos conforme a la legislación del país de que se trate y con difusión pública y regular de precios a través de medios de información general, tiene la consideración de inversión de cartera en el exterior y está liberalizada sin necesidad de verificación administrativa [arts. 7.c) y 8 del RD 692/1992]. 7

d) *Opciones y futuros*

Por lo que se refiere a la compra o venta en el extranjero de futuros, tanto financieros como de mercancías, y la compra o venta en el extranjero de opciones sobre valores, futuros u otros activos, no se considera inversión española en el exterior y debe entenderse liberalizada de acuerdo con el RD 1816/1991 de 20 de diciembre sobre transacciones económicas con el exterior. La adquisición de los valores subyacentes estará sujeta al régimen correspondiente al activo de que se trate. 8

