

La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos

ATIPICIDAD DE VALORES

El tema de los híbridos financieros debe encuadrarse dentro del más general de valores mobiliarios atípicos.

El término "tipo" viene del griego *τύπος* . (*modelo*), que es sustantivo del verbo *τύπτειν*. Sobre las diversas acepciones científicas del concepto de "tipo" puede consultarse LARENZ, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 10 ed., pág. 423, y KOLLER, *Grundfragen einer Typuslehre im Gesellschaftsrecht*, pág. 9, núm. 1. Ambos autores son representantes del llamado "método tipológico".

Este tópico —el de la tipicidad de negocios, contratos o derechos— tiene la curiosa virtud de su aparición recurrente. Tan pronto acaba la doctrina por perfilar las notas distintivas de las diversas categorías típicas, aparece la crítica sobre la suficiencia de la clasificación dogmática. Pronto la discusión se apaga por el cansancio dialéctico y por una cierta conciencia compartida de futilidad.

Debe preocupar al estudioso de los valores mobiliarios el problema de su tipicidad. No es mi propósito un estudio en profundidad de esta materia: ni me encuentro capacitado para ello ni tengo inclinaciones por la discusión erudita; me limitaré a apuntar las líneas generales de Derecho comparado con carácter previo a unas consideraciones finales sobre la posibilidad de valores atípicos en nuestro sistema. Concluiré con un ensayo de tipología de atípicos, una de cuyas categorías será la de híbridos financieros.

DERECHO COMPARADO Y ATIPICIDAD

En la doctrina italiana el problema de la posibilidad de valores atípicos se centró originariamente en la interpretación del aparentemente contradictorio artículo 2.004 del Código Civil. Este artículo, bajo la rúbrica de "límites a la libertad de emisión", reza: "El título de crédito que incorpora una obligación de pagar una suma de dinero no puede ser emitido al portador si no es en los casos establecidos por las leyes".

La doctrina se dividió entre los que eran **partidarios** de la defensa del principio de libertad de creación de valores mobiliarios (emitidos en masa), aunque con reticencias a su extensión a otros títulos valores y a los efectos de comercio, y, por otra parte, la opinión de quienes defendían la tesis de ausencia de libertad de creación de valores atípicos (*numerusclausus*) postulando una interpretación restrictiva del citado artículo 2.004.

Sin embargo, la aparición en los mercados de títulos financieros atípicos (*titoli atipici*) emitidos con la intención de defraudar la aplicación sobre las normas de control y transparencia del mercado de valores, ha llevado al legislador a una muy generosa ampliación del concepto en la Ley 23 de marzo de 1983, n. 7 (sobre *Instituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare*), con el fin de someter todas estas emisiones al control fiscalizador del CONSOB. El citado texto legal y las normas de desarrollo (d.m. 8 setiembre 1983, n. 258) consagran legalmente la atipicidad al establecer el artículo 11.1, bajo la rúbrica de *disciplina della emissione dei valori mobiliari*, una obligación general de comunicación a los organismos rectores de la emisión de *valori mobiliari di qualsiasi natura*; y al definir éstos como "todo documento o certificado que directa o indirectamente reparte derechos en sociedades, asociaciones, empresas o entes de cualquier tipo; comprendidos los fondos de inversiones italianos o extranjeros, todo documento o certificado representativo de un crédito o de un interés, negociable o no; todo documento certificado representativo de derechos relativos a bienes inmateriales o a propiedad inmobiliaria, y todo documento o certificado idóneo para conferir derechos de adquisición de uno de los valores mobiliarios indicados; comprendidos los títulos emitidos por los entes de gestión fiduciaria". La doctrina desde entonces se ha inclinado por la admisión de valores atípicos, discutiendo, eso sí, las consecuencias jurídico-sustantivas del incumplimiento de las normas protectoras del mercado.

El tema de la atipicidad se planteó de una manera especialmente virulenta entre los años 1976-1983 con el "florecimiento increíble, casi tropical", de los *certificati di partecipazione* en los que se producía la incorpo-

ración de la posición de cuenta-partícipe a un valor negociable (1). Según PAVONE LA ROSA, el encuadramiento de una supuesta libertad de creación de títulos atípicos en el marco del principio de autonomía de la voluntad (recogida en el art. 1.322 CC) encuentra innegable resistencia en: a) El principio de la tipicidad de la promesa unilateral como fuente de obligaciones (art. 1.987); b) La regla general de la necesidad de causa del negocio y la imposibilidad de crear negocios sustancialmente abstractos fuera de los casos contemplados por el legislador; c) La regla de la inderogabilidad (imperatibilidad) de las normas sobre el régimen de circulación de bienes y derechos, y fundamentalmente, d) La ilegitimidad de una limitación del número de excepciones oponibles. Según este autor, la incorporación del derecho al valor excusa en la circulación de aquél de la aplicación de las reglas generales de cesión de créditos (art. 2.002 del Codice), debiendo estarse al contenido literal y autónomo del valor negociable. Por eso TULLIO ASCARELLI, al afrontar el problema de la reconstrucción tipológica del título valor, ha negado a la voluntad negocial la idoneidad de crear títulos atípicos. Sin embargo, según este último autor, la nota definitoria de los títulos de crédito no es de naturaleza normativa, pues para la noción tipológica se debe estar a la realidad de las cosas: la cualidad del título de crédito es la idoneidad, reconocida por la Ley o los usos del comercio, para la circulación de los derechos incorporables a un documento. Esta opinión es seguida por numerosa doctrina: para unos, es la *coscienza collettiva* la que determina cuándo un documento está destinado a la incorporación (PELLIZZI); para otros, son las *obiettive esigenze commerciali* (CHIOMENTI) o la posibilidad socialmente reconocida de movilizar la riqueza inmovilizada (SPADA). Junto a la tipicidad legal existiría una suerte de tipicidad social, también con sus exigencias. Para MARIO LIBERTINI el dato de referencia objetivo para determinar la legitimidad de los títulos atípicos sería el ejercicio de una actividad constitutiva de empresa. En el bien entendido que el ejercicio de una actividad comercial podrá autorizar nuevas figuras de títulos valores cuando exista una causa justificada: la concurrencia de exigencias objetivas de particulares sectores de la actividad (industria, transporte, banca...) (PAVONE LA ROSA) (2).

(1) J. M.^a PIÑOL AGUADÉ: "Comanditarios y cuenta-partícipe", *RGD*, núm. 546, marzo 1990, págs. 1081 y sigs. Una Convención celebrada en Alghero, bajo los auspicios del Banco de Cerdeña, reunió en 1978 a profesores y financieros para tratar el tema de la emisión masiva de los títulos de créditos no tipificados legalmente. La importancia del movimiento era tan grande que en 1982 la Banca de Italia publicó un extenso informe sobre el particular y con el título "Recientes fenómenos de intermediación financiera con emisión de títulos atípicos".

(2) Sobre el problema de la emisión en masa de valores atípicos existe abundante bibliografía italiana. Sólo citaré la más conocida: GUGLIELMUCCI, C. MAGNANI y P. M. JOVENITTI: *I certificad di partecipazione*, Milano 1981; F. ASCARELLI: *Operazioni atipi-*

Como cuida de señalar la doctrina, muchas de las pretendidas fórmulas de tipicidad no son sino variaciones convencionales del contenido de valores típicos (caso de los préstamos subordinados, *prestiti postergati*) (3).

En el Derecho francés la evolución hacia un principio de libertad de emisión y de creación de valores atípicos es perfectamente advertible, y su exposición es un lugar común entre los mercantilistas.

Bajo el imperio de la Ley de 24 de julio de 1966 (art. 263.1 de la primitiva redacción), los valores mobiliarios comprendieron únicamente las acciones y las obligaciones. Una definición de uso corriente de valores mobiliarios era la de "títulos negociables representativos de los derechos de socio o de préstamos a largo plazo". La distinción, basada en un cuadro de derechos prototípicos atribuidos a los titulares de acciones y obligaciones, se manifestó pronto inadaptada por razón de la depreciación monetaria, apareciendo valores mobiliarios que para proteger al ahorrador concedían retribuciones no fijas, sino fluctuantes o variables.

Sin embargo, la crisis definitiva de la distinción ha sido fruto, de una parte, de la carencia financiera del Estado (que para financiar empresas nacionalizadas ha recurrido a valores híbridos y atípicos que no entrañaban pérdidas de control público de su gestión) y, de otra, de una política legislativa de protección al ahorro basada en la diversificación financiera y en el estímulo del robustecimiento o fortalecimiento de los fondos propios. El legislador francés ha creado primeros títulos a medio camino entre las obligaciones y las acciones; luego, ha regulado títulos distintos de los valores mobiliarios clásicos, y, por fin, ha consagrado el principio de libertad de creación de valores mobiliarios.

Esta evolución arranca de la Ley de 25 de febrero de 1953 reguladora de las obligaciones convertibles en acciones (4). La Ley de 26 de junio de

che di raccolta del risparmio, Firenze 1984; G. STASSANO: *Obbligazioni di società e titoli similari*, Milano 1986, págs. 141 y sigs.; A. STRADA: *I titoli "atipici" di mercato mobiliare. Nuovi modi per finanziare le imprese industriali*, Milano 1985; P. SPADA: *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, BBTC, 1986, págs. 13 y sigs.; G. PARLAMENTO: "Valore mobiliari atipici", en *Novissimo Digesto Italiano*, Appendice, vol. VII, Torino, 1987, págs. 1110 y sigs.; A. PAVONE LA ROSA: *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, Riv. della Società, 1982, págs. 705 y sigs.; LIBERTINI: *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano 1971, págs. 219 y sigs.; PELOSI: "Libertà di creazione di titoli di massa atipici", en *Studi in onore di C. Grassetti*, 1980, págs. 1405 y sigs.

(3) CAMPOBASSO: *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, G. Comm. I, 1983, pág. 138; A. PAVONE LA ROSA: *Op. cit.*, págs. 720 y sigs.

(4) A. FRANCON: *Les types récents d'obligations dans les sociétés*, Rev. trim. Dr. Com., 1954, pág. 513; M. VASSEUR: *De la priorité reconnue aux actionnaires ayant renoncé à leur droit préférentiel de souscription en cas d'émission d'obligations convertibles*, JCP, 1974, 1.2665; Y. SERRA: *Le droit de conversion des obligations convertibles à tout moment*, Rev. trim. Dr. Com., 1971, pág. 565.

1957 alumbra los llamados *certificats pétroliers* (5), antecedente de los títulos de participación. La Ley de 24 de julio de 1966, si bien reconocía tan sólo la existencia de dos categorías de valores mobiliarios (acciones y obligaciones), disciplinó las obligaciones canjeables contra acciones junto con las convertibles (6). La evolución se aceleró a partir de 1978 con las leyes de 13 de julio de 1978, 3 de enero de 1983 y 14 de diciembre de 1985.

La primera introdujo las acciones sin voto (*actions à dividende prioritaire sans droit de vote*); la segunda, los certificados de inversión y de derecho de voto, los títulos participativos y las obligaciones con warrants (*les certificats d'investissement et de droit de vote, les titres participatifs et les obligations avec bons de souscription d'actions*), y la tercera, los bonos de suscripción autónomos (*les bons de souscription autonomes*) (7).

La evolución se cierra con la Ley de 15 de diciembre de 1985 que establece en el artículo 339.1 un principio general de libertad de creación de valores mobiliarios representativos del capital social, lo que ha permitido la creación de acciones con warrants sobre obligaciones convertibles en acciones, obligaciones convertibles en certificados de inversión o de títulos participativos con warrants sobre acciones. Dos son los principios fundamentales que a modo de límites básicos deben ser respetados: el primero es el de reconocimiento a los accionistas de la emisora de un derecho de suscripción preferente de esos valores mobiliarios y, por fin, la prohibición de transformar los valores representativos del capital social en otros que incorporan créditos contra la sociedad (8).

En Derecho americano y británico siempre han existido unos esquemas institucionales de Derecho de sociedades y de intervención de mercados de valores mucho más flexibles. Como reconocen las normas francesas, muchos de los títulos antes mencionados tienen su antecedente inmediato en la práctica de los mercados de capitales anglosajones.

(5) J. V. RAULT: *Les certificats pétroliers*, Rev. trim. Dr. Com., 1957, pág. 843.

(6) R. DORATS DES MONTS: *Un titre intermédiaire entre l'action et l'obligation: l'obligation échangeable*, JCP, 1974-1975, I, pág. 1920.

(7) C. JAUFFRET-SPINOSI: *Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, Rev. Soc., 1979, pág. 25; J. GUYENOT: *Bons de souscription d'actions: les garanties des droits des titulaires de bons; les droits des titulaires des bons*, Gaz. Pal. 1986, 2. Doctr., págs. 458 y 461; A. COURTET: *La loi n. 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse*, Bull. Mens. Inf. Soc., 1986, págs. 9 y 145; J. GUYENOT: *Les bons de souscription d'actions: brèves remarques sur les modifications apportées par la loi du 14 décembre 1985 à la loi du 3 janvier qui les institue*, Gaz. Pal., 1986, 2 Doc, pág. 645.

(8) Th. BONNEAU: *La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés*, Rev. trim. Dr. Com., 1988, págs. 535-607; B. CORDIER: *Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes*, Paris, 1989, *passim*.

En ambos Derechos la noción clave es la de *security* o, mejor, *investment security*.

En Norteamérica se contiene una amplísima y abigarrada definición de *security* a efectos de las normas de control de la transparencia de mercados (*securities regulations*) en la section 2(1) de la *Securities Act* de 1933. La "definición" es virtualmente idéntica a la contenida en la section 3(a)10 de la *Securities Exchange Act* de 1934, en la sección 2(a)36 de la *Investment Company Act* de 1940 o en muchas de las leyes de valores de los diferentes Estados. Durante la década de los setenta, el American Law Institute elaboró un "código federal" (*Federal Securities Code*) con el propósito de reemplazar las leyes existentes con anterioridad y uniformar su contenido. El Congreso de los Estados Unidos ha demostrado poco interés en considerar su promulgación positiva, pero sus reglas (contenidas en el artículo 8 del *Uniform Commercial Code*) han influido poderosamente el Derecho positivo (9).

Las cuestiones interpretativas sobre lo que sea un *investment security* se han centrado en la discusión sobre el carácter de valor mobiliario de ciertos activos financieros emitidos por entidades financieras y de seguros y en la "atipicidad".

Para la doctrina, el problema de la "atipicidad" se resuelve en discriminar: 1.º Qué decir de aquellas fórmulas de inversión que amparándose en la denominación consagrada por ciertos activos típicos (*stock, notes, debentures, etc.*) se separan de su contenido; 2.º Determinar si son valores ciertos activos financieros que incorporan derechos de participación en negocios a largo plazo (*profit-seeking undertakings*) y que no se representan o denominan en valores típicos.

La jurisprudencia ha sido eminentemente pragmática. El primer problema debe resolverse por un principio general sentado en un caso famoso ante el Tribunal Supremo [Supreme Court, *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)]: "La forma debe ceder ante la sustancia (*form should be disregarded for substance*). Para calificar la existencia de un valor debe atenderse a la verdadera naturaleza jurídica y económica de la realidad incorporada o representada por el valor, prescindiendo, si necesario fuera, de la denominación dada por las partes. Atendiendo a esa verdadera naturaleza los Tribunales han ido examinando casuísticamente el problema de ciertos activos financieros de dudosa calificación, como los títulos participativos de entidades cooperativas (éste era el caso de la sentencia famosa), efectos de comercio, opciones y futuros, *investment*

(9) L. D. SODERQUIST: *Securities regulations*, New York, The Foundation Press, Inc., 1988, págs. 130 y sigs.; D. L. RATNER: *Securities regulation*, St. Paul, Minn., 1988, págs. 9 y sigs.; *Uniform Commercial Code 1987 Official Text with comments*, West Publishing Co., article 8, págs. 583 y sigs.

contracts, investment of money, common enterprise, etc. Es imposible entrar siquiera a describir las reglas (o *tests*) propuestos para la solución de los problemas concretos presentados.

En Derecho británico, la Ley de Sociedades (*Companies Act 1985*, reformada recientemente por la *Companies Act 1989*) ha proporcionado siempre un marco societario flexible para la emisión de valores. La Ley permite y ampara la emisión de obligaciones perpetuas (*perpetuals*), convertibles (*convertibles*), futuros y *warrants*, acciones rescatables, etc. La distinción entre *shares* (acciones) y *markatable loans, bonds* o *debentures* no es ni mucho menos rígida. La normativa sobre regulación del mercado de valores está contenida en la *Financial Services Act 1986*, basada en dos principios: el de transparencia (*public disclosure*) y el de autonomía de gestión (*self-regulation*). El concepto de valor es amplísimo, al modo americano (sch. 1 pt1), y comprende:

- a) Acciones y títulos de participación en el capital de las compañías (&1).
- b) Obligaciones y demás títulos de deuda (*debenture, including debenture stock, loan stock and bonds*).
- c) *Warrants* y otros instrumentos que dan derecho a suscribir los valores antes mencionados (& 4).
- d) Certificados representativos de otros valores (& 5) (especialmente referido a certificados de depósito o *depository receipts*).

La Ley también define *ad exemplum* algunos valores concretos como los representativos de emisiones públicas (*local authority stocks*, & 3); los de participación en fondos de inversión (& 6); futuros financieros (& 8), y, en general, "derechos o intereses sobre cualquier cosa que sea "inversión" a los efectos de la Ley (& 11) (10).

En Derecho alemán existe una posición ciertamente peculiar. Parece existir una *communis opinio* entre la doctrina acerca de la existencia de un *numerus clausus* en lo que hace a valores mobiliarios. Mejor dicho, existe ese *numerus clausus* de títulos valores a la orden o al portador. Cualquier título nominativo directo tendrá su regulación común en la delegación (*Anweisung*) civil o mercantil.

Interesa detenerse aquí porque la influencia de la doctrina germana ha inducido a parte de nuestra doctrina a postular la importación de esas

(10) Una exposición sobre la *Financial Services Acts* en MAYSON, FRENCH y RYAN on *Company Law*, Blackstone Press Ltd., 1989-1990 edition, págs. 164 y sigs. También puede verse la obra clásica de sociedades, *Charlesworth's Company Law*, 13th ed. by Geoffrey Morse, Stevens, págs. 140 y sigs. Interesantes por la rica descripción de los mercados europeos y anglosajones de valores son las dos obras siguientes: J. WALMSLEY: *The new financial Instruments*, ed. Wiley, New York, 1988, y el más reciente de R. S. WILSON y F. J. FABOZZI: *The new corporate bond market*, Probus, Chicago 1990.

conclusiones en nuestro Derecho. Según HUECK-CANARIS (11), existe un *numerus clausus* de títulos a la orden porque el número de éstos no puede ampliarse por acuerdo de las partes. La razón estriba "en que los títulos a la orden se rigen por reglas similares en amplia medida a la de las cosas y, consiguientemente, participan también de la limitación de tipos propia de los derechos reales". Creo que aquí está la clave de la argumentación, por otra parte seguida por GARRIGUES: la "cosificación" producida por la incorporación del derecho al título crea a modo de un derecho real innominado. Sin embargo, parece olvidarse que en nuestro Derecho la mejor doctrina sostiene un *numerus appartus* de derechos reales, con lo que esa argumentación pierde su fuerza.

La propia doctrina alemana se ve forzada a admitir la existencia de títulos a la orden "por analogía" (12) y a reconocer los riesgos de una interpretación rigurosa del *numerus clausus*. Prueba de eso último la suministra la emisión de pagarés a la orden en masa (pagarés de empresa) a la que se recurrió para evitar la autorización administrativa para la emisión de obligaciones. Fue necesario reformar el artículo 808 del BGB en 1984 para establecer que tales títulos a la orden, en los que se documentaba la obligación de pago de una suma de dinero, necesitarían autorización cuando fueran emitidos en serie (13). Por lo demás, el Derecho es flexible para la emisión de valores híbridos o atípicos similares a los existentes en otras legislaciones (obligaciones convertibles, acciones rescatables, certificados de participación, etc.).

El problema de la legalidad de títulos atípicos se planteó con los llamados bonos de participación o cédulas de disfrute en los Derechos alemán, austríaco, suizo o de Liechtenstein (en donde la regulación de los bonos de disfrute está calcada de la suiza). La legislación de sociedades de esos países, como la nuestra, conocía de la institución de los *bons de jouissance* o *genuss-scheine*. Eran valores que perseguían dos propósitos típicos: incorporar las ventajas reservadas a los fundadores o promotores o compensar los sacrificios de los titulares de acciones amortizadas (nuestras cédulas o bonos del fundador y los bonos de disfrute). Pronto, sin embargo, se utilizó la institución como instrumento financiero autónomo de captación de capitales de riego (el *bon de participation* o *bon de jouis-*

(11) C. A. HUECK y W. CANARIS: *Derechos de los títulos valor* (trad. esp., Ariel Derecho, Barcelona, 1988, págs. 31 y sigs.). También puede verse CANARIS en *Großkommentar. HGB*, art. 363, notas 63 y sigs. De esta opinión era GARRIGUES y, actualmente, CHULIÁ. Por contra, para EIZAGUIRRE ("Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", *RDM*, núm. 163, 1982, págs. 7 y sigs.) la utilidad de una teoría general reside, entre otros motivos, en la posibilidad de integración de la disciplina de los títulos-valores atípicos.

(12) HUECK y CANARIS: *Op. cit.*, pág. 32.

(13) W. ZÖLLNER: *Wertpapierrecht*, 14 ed., Munich 1987, págs. 173 y sigs.

sance comme instrument de financement). De aquí la necesidad doctrinal de conciliar el *numerus clausus* de formas de financiación de una sociedad (acciones y obligaciones) con un nuevo tipo funcional de valor. Esta operación dogmática ha sido ensayada desde la perspectiva de la escuela del método tipológico o teoría de los tipos. El tipo se distingue de la noción general (*allgemeinbegriff*) por ser una asociación de elementos coordinados que se construye con un menor grado de abstracción. Toda institución jurídica está compuesta por su noción general y por el o los tipos que están vinculados a dicha noción general. El contenido del tipo (por ejemplo, sociedad anónima laboral) es más rico que la noción general (sociedad anónima) a la que se anuda. El elemento más importante de la noción general y del o de los tipos es su fin objetivo. El fin objetivo abstracto de la institución se distingue del o de sus fines típicos (igualmente objetivos) por su más alto grado de abstracción, que necesariamente engloba a éstos. En consideración al fin abstracto de la institución el legislador reglamenta la "situación normativa" (*normsituation*) en función de un modelo o tipo ideal (el *normativer Idealtypus* de LARENZ). La interpretación de la Ley, sin embargo, no debe limitarse a la simple reproducción del pensamiento del legislador, tal y como se desprende del fin o función de su tipo ideal. Hace falta igualmente tener en cuenta la práctica de los negocios o la realidad social a la que se aplica la norma, pues puede utilizarse la institución con un fin diferente de su fin típico, que fue el contemplado por el legislador. Por la persecución constante de un fin nuevo diferente del propio tipo ideal, pueden aparecer nuevos tipos de la misma institución. Este tipo real o empírico de la institución —por opuesto al tipo ideal— procede esencialmente de una concepción nueva en lo que hace a la situación normativa. En la medida que el fin del tipo real o empírico es compatible o conciliable no solamente con el fin de su tipo ideal, sino también con el fin abstracto de la institución, puede decirse que el o los tipos reales acceden al nivel de "tipo normativo" (*gesetzentyp*). Estas conclusiones son aplicables a los nuevos tipos funcionales de valores. Existe una relación innegable entre el principio de *numerus clausus* y el tipo o tipos de la institución de que se trate. En su forma absoluta el *numerus clausus* excluye necesariamente la libertad de dar contenido o aspecto autonormativo de la autonomía de la voluntad. En la "fijación legal del tipo" (*gesetzliche typfixierung*) el *numerus apertus* excluye absolutamente toda práctica tendente a crear uno o varios tipos reales de la institución: el legislador eleva el tipo ideal de la institución al rango de *ius cogens*. Existe otro nivel menos restrictivo de *numerus clausus*. En la "limitación legal de tipos" (*gesetzliche Typenbeschränkung*) sería posible la creación de uno o varios tipos reales dentro del principio de *numerus clausus*, siempre que la libertad de dar contenido propia de la autonomía de la voluntad no engendre

tipos reales incompatibles con el tipo ideal de la institución. El fin que salvaguarda el *numerus clausus* sería el del respeto a la pureza de tipos según Jäggi, "reinerhaltung des typus". Así, el bono de participación no persigue la finalidad contemplada por el legislador (retribución de fundadores o compensación de accionistas cuyas acciones se amortizan), pues se quiere como medio de captar capitales de riesgos retributivos mediante una participación en beneficios. Sin embargo, este tipo real será lícito siempre que sean salvaguardados los derechos de los titulares de los diversos intereses en juego (accionistas, tenedores de bonos de disfrute, etc.). Los mismos principios podrían aplicarse a otros valores "atípicos": por ejemplo, la acción rescatable. El tipo ideal es aquel en que la acción tiene una duración indeterminada; sin embargo, puede ser posible el tipo real de acción rescatable si se respetan los intereses en juego y se respeta la pureza normativa del tipo (14).

LA ATIPICIDAD EN NUESTRO SISTEMA

La atipicidad en el marco del Derecho de valores significa la existencia de ciertos valores respecto de los cuales el ordenamiento no predispone un determinado régimen jurídico "típico". El problema de la atipicidad se resuelve en contestar a dos preguntas: 1.^a ¿Son posibles valores mobiliarios atípicos?, y 2.^a ¿En caso de que el Derecho los admita, cuál será su régimen jurídico propio?

El punto de partida de esta discusión es el examen de la suficiencia de la cobertura del principio de autonomía de la voluntad, quizá el elemento estructural más importante de todo nuestro Derecho privado. El tema que nos ocupa se traduce en la confrontación de dos principios generales: el citado de autonomía de la voluntad y el de seguridad jurídica (15).

(14) Una exposición general sobre el problema de la **tipicidad** de los valores puede encontrarse en P. HENGGELE: *Le bon de participation*, Genève 1971, págs. 89 y sigs. Puede verse también sobre le *numerus clausus* y en contra de la posibilidad del *bon de participation*; H. WEBER: "Aktie-Genusschein-Partizipationschein", en la revista *NZZ*, núm. 1675, 26 abril 1963. En el libro de HENGGELE se puede encontrar una abundante bibliografía sobre el tema de los tipos funcionales y la libertad de contratar, así como una somera exposición del llamado método tipológico.

(15) HENGGELE: *Op. cit.*, pág. 111. El principio de seguridad jurídica —solemnemente proclamado en el art. 9 de la Constitución— estaría salvaguardado por la limitación legal de tipos. La invocación del principio de seguridad jurídica es un lugar común en todo estudio sobre tipicidad y autonomía de la voluntad: *vid.*, por ejemplo, en sede de derechos reales, por todos, Díez-PICAZO: "Autonomía privada y derechos reales", en *Libro-homenaje a Roca Sastre*, II, 1977, págs. 299 y sigs., y en *RCDI*, 1976, págs. 273 y sigs. En sede de contratos de financiación puede verse R. GARCÍA VILLA VERDE: "Tipicidad contractual y contratos de financiación", en *Nuevas entidades*,

El principio de autonomía se desglosa en dos niveles o componentes, frente a los cuales el de seguridad jurídica puede alzar barreras o restricciones que se traducen en un *numerus clausus* de tipos. Uno de aquellos componentes o niveles de la autonomía de la voluntad es la libertad de convenir o contratar (*Abschlussfreiheit* en la doctrina germana) y el otro la libertad de conformar el contenido de la relación jurídica (*inhaltliche Gestaltungsfreiheit*) (16). Existe un *numerus clausus* de tipos cuando el sistema imponga una restricción legal a la libertad de convenir: las partes quedan obligadas a elegir una convención, que deviene institución, de entre las reguladas por la Ley. Por ejemplo, en sede de sociedades, es dudoso que los particulares no puedan adoptar formas (tipos) sociales distintos de los establecidos por el legislador. Se dice que el sistema es de "fijación legal de tipos" cuando la restricción a la autonomía de la voluntad es más rigurosa: queda excluida la licitud de la libre determinación del contenido del tipo.

En lo que hace a valores, es evidente que nuestro sistema no es de los de "fijación legal de tipos". Es lícita la conformación del contenido de la relación jurídica incorporada a un valor, siempre que se respete la pureza de los tipos. Tratándose de acciones, ello se deduce, con toda claridad, del artículo 48.1 LSA en relación al artículo 10 del mismo texto legal: es posible determinar el contenido de derechos-obligaciones del accionista siempre que se respete el *mínimum legal* y los "principios configuradores de la sociedad anónima". Y en lo que se refiere a obligaciones y "otros títulos que reconocen o creen una deuda", el contrato de emisión debe tener y respetar un contenido mínimo, pero en lo demás se estará a lo que se fije en las "condiciones de emisión" del acuerdo y en los estatutos (art. 283 LSA).

En cuanto a la posible existencia de un *numerus clausus* de tipo de valores, existen poderosas razones en contra:

1. Si el problema lo centramos en los títulos al portador (que son los que, como en todo Derecho comparado, presentan más problemas de tipicidad), es evidente que por la incorporación del derecho al valor emitido se produce una cierta "cosificación", en tanto que sujeta su circulación a las reglas de la de los bienes muebles. Por la simple entrega al tenedor

figuras contractuales y garantías en el mercado financiero, Civitas, Madrid 1990, págs. 3 y sigs. Para el estudio de la tipicidad de sociedad sigue siendo indispensable FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: *La atipicidad en derecho de sociedades*, Zaragoza 1977.

(16) En palabras de DÍEZ-PICAZO y GULLÓN (*Sistema de Derecho civil*, I, 4.ª ed., Madrid 1981, pág. 388), el "gobierno individual de las relaciones jurídicas en que el individuo toma parte se desarrolla en un doble sentido: a) es un poder de constitución de relaciones jurídicas; b) es un poder de reglamentación del contenido de las relaciones jurídicas".

de buena fe se transmite la propiedad del valor sin necesidad de cumplir las reglas de la cesión ordinaria de créditos (art. 545 CCom). Esta cosificación no contraviene ningún *numerus clausus* de derechos reales (como señalaba GARRIGUES O HUECK Y CANARIS) por la sencilla razón de que tal principio no existe en nuestro Derecho de cosas.

2. Se suele afirmar que las reglas de circulación de bienes y derechos son de orden público e imperativas. Precisamente la incorporación de derechos a valores es lo que permite cumplir con su vocación de circulación o negociabilidad. La seguridad jurídica vela por la protección de la apariencia (se protege al tenedor de buena fe del valor de un modo similar a como se protege al adquirente de mercaderías —art. 85 CCom— o al poseedor de bienes muebles adquiridos de buena fe, *ex* art. 464 CC). En sede de valores, la seguridad de la circulación —publicidad, transparencia y definición previas, *ex* art. 29 LMV; verificación o control públicos de la emisión, *ex* arts. 25 y sigs. LMV— es conciliable con el principio general de *libertad de emisión* (arts. 25 y 29 LMV) (17).

3. Se suele afirmar que los intereses en juego en la circulación de los valores al portador no permiten la creación de otros atípicos: la incorporación produce necesariamente una restricción de excepciones que no resultan del título (las “extracartáreas”), que no pueden ser invocadas por el deudor-emisor ni por el tercero acreedor (poseedor). Este argumento puede valer para los títulos en que se opera una abstracción material —no creo que sea posible en nuestro Derecho la creación de otros negocios abstractos documentados en títulos distintos de los legales—, pero no se sostiene cuando hablamos de títulos de insuficiente o incompleta literalidad. En estos últimos es necesaria una referencia —títulos *per relationem*— causal necesaria al negocio subyacente de emisión cuyo contenido no agota al tenor literal del documento. El rigor de la abstracción causal explica el rigor formal de los instrumentos cambiarios, rigor formal del que está ausente la regulación de los valores emitidos en masa (las obligaciones “u otros títulos”, *ex* art. 282 LSA, con independencia “de la fórmula de instrumentación jurídica”, según señala la Exposición de Motivos de la LMV). El sencillo juego de intereses que se ventilan en los efectos de comercio (emisor, tenedor, endosantes, etc.) contrasta con el marco mucho

(17) El principio de libertad de emisión de valores es tradicional en nuestro Derecho mercantil desde la promulgación del Código de Comercio. En la Exposición de Motivos del Proyecto de Código que ALONSO MARTÍNEZ remitió a las Cortes el 18 de mayo de 1882 se decía que la publicidad (e.d. la inscripción en el Registro Mercantil de la emisión de valores) “contribuirá seguramente a contener, dentro de sus justos y prudentes límites, la amplia libertad que el Proyecto concede a la iniciativa individual (...) para la emisión de valores, sin perjudicar los intereses del público y sin embarazar con medidas gubernativas las esferas de acción de cada uno” (este último aserto hacía referencia al sistema anterior de autorización previa a la emisión).

más complejo de intereses propio de los valores mobiliarios (los propios socios de la entidad inversora, los acreedores de ésta, el público inversor potencial en su conjunto, etc.) (18).

En conclusión, parece posible la creación de valores enmasa atípicos (*títulos de inversión*) en el marco del Derecho de la empresa (art. 547.4 CCom). La causa subyacente a estos títulos de inversión —como títulos "causales"— es el negocio de financiación empresarial mediante el recurso público al ahorro.

Se presupone la calificación de valor como *a priori* lógico a la pregunta sobre su tipicidad. En Derecho comparado, y en nuestro propio sistema, existen unas notas caracterizadas del concepto valor: sólo si se cumplen esas notas podrá haber un valor típico o atípico.

En nuestra Patria, sólo recientemente la categoría de "valor" o "valor mobiliario" ha recibido consagración normativa. La Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 construye un ámbito de aplicación sobre dos conceptos angulares, cuya definición no intenta: la negociabilidad y la agrupación en emisiones.

Por "negociabilidad" quiere decirse algo distinto a "transmisibilidad" —en principio, todos los derechos "que no estén excluidos del comercio de los hombres" son transmisibles—: su aptitud o idoneidad de negociación o de transmisión ágil en mercados organizados y profesionalizados y sin atender a las circunstancias personales, sino a los términos económicos de las transacciones. El tamaño del mercado secundario o su misma existencia son cuestiones accidentales.

En cuanto a su agrupación en emisiones, se nos dice (en la Exposición de Motivos de la Ley) que se ha abandonado la expresión de "emitidos en serie" para permitir que se incluyan en una emisión activos financieros *homogéneos* (o suficientemente homogéneos en los términos que reglamentariamente se establezca). Es este rasgo, el de "emisión en masa, el que permite distinguir los valores de otros derechos negociables (típicamente de los efectos de comercio). Como señala la doctrina —OTERO LASTRES, CHULIÁ...—, la declaración de voluntad representada (mejor que incorpo-

(18) El fenómeno de la restricción o "inoponibilidad de excepciones" (Einreden-Einwendungsausschluss en Derecho alemán de valores) es descrito mediante el recurso a la calificación de los títulos como "títulos jurídico-escriturarios" o, empleando las expresiones de "literalidad", "autonomía" o "abstracción", de los derechos incorporados. De cualquier modo que sea, los llamados por su función económica "títulos de inversión", tienen una muy pobre literalidad por la dependencia a la relación causal subyacente (contrato de emisión). Sobre el particular puede verse, en sentido coincidente, EIZAGUIRRE: *Op. cit.*, págs. 58 y sigs.; HUECK y CANARIS: *Op. cit.*, págs. 276 y sigs.; J. M. OTERO LASTRES: "Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas a los pagarés de empresa", *Revista la Ley*, núm. 1148, 8 marzo 1985.

rada o documentada) en los valores es única e **inescindible** para toda la emisión. Los efectos de comercio son emitidos de manera singular y aislada. En los primeros existe vinculación causal con el contrato o negocio de emisión, siendo la literalidad insuficiente, como vimos. En los segundos es posible la abstracción causal y la literosuficiencia. Desde la perspectiva económica, los valores son instrumentos de inversión económica o de especulación —instrumentos del mercado de capitales o a largo plazo— y no funciona normalmente como medios de pago, a diferencia de los efectos de comercio (art. 1.170 CC).

Es difícil precisar en qué consiste esa negociabilidad [susceptibilidad de negociación] y agrupación en emisiones, notas legales definitorias de valor. El propio legislador remite a un desarrollo legislativo posterior.

Lo cierto es que existen ciertos derechos, situaciones o relaciones jurídicas que no puede “**movilizarse**” merced a su incorporación a un valor (lo que produce su “**objetivación**” y, para algunos, su “**cosificación**”: se convierten en una cosa). Entonces no estaremos ante un problema de tipicidad, sino de falta de idoneidad.

Esta falta de idoneidad en algunos casos tiene su causa en una expresa prohibición legal: el conjunto de derechos y obligaciones que se integran en la posición de socio de una sociedad de responsabilidad limitada no puede representarse mediante un valor negociable, pues las participaciones “no podrán incorporarse a títulos negociables ni denominarse acciones” (art. 1 LSRL). Existen otros casos en que, aun a falta de prohibición legal esa inidoneidad, se impone por existir ausencia de negociabilidad. Por la propia configuración jurídica, ciertos derechos “sufren” una negociabilidad restringida o en la que son relevantes las condiciones personales de los interesados o debe producirse dicha negociación según “ley de circulación” que impide que las leyes del mercado fijen su precio y cantidad en tráfico generalizado e impersonal.

Siguiendo con el ejemplo de posibles derechos corporativos o asociativos, se debe afirmar la imposibilidad de “**movilización**” de los derechos de asociado en una sociedad civil o en sociedad mercantil personalista; o la incorporación de la condición de comunero a un valor... Tampoco pueden incorporarse a valores las fracciones representativas del capital de cooperativas o las cuotas en que divide el capital de una sociedad de garantía recíproca.

La razón es evidente: la circulación de esos derechos (posiciones jurídicas) no puede producirse en circunstancias compatibles con la negociabilidad exigida a los valores. Así, el socio de una civil necesita del consentimiento de sus asociados para transmitir su condición de socio, no siendo irrelevantes las cualidades personales de éstos.

En otros casos, la falta de idoneidad es debida a la no agrupación en

emisiones (no homogeneidad); lo que, por ejemplo, impide la calificación de valores aplicada a letras, certificados de depósito, pagarés y demás instrumentos cambiarios cuando no se deba la emisión a una causa única, sino a una multiplicidad de libramientos singularizados.

Suponiendo que estemos ante un derecho, situación o relación jurídica idóneas, ¿qué decir de su atipicidad? El Derecho comparado nos muestra la existencia de dos ramas del saber jurídico que corren paralelas, pero con un ámbito de aplicación diverso (19): el Derecho del mercado de valores y el Derecho de sociedades. En el Derecho del mercado de valores o de capitales no se da en puridad del problema de tipicidad, puesto que las leyes reguladoras de ordenación de esos mercados no contienen ámbito competencial (de organismos rectores y de aplicación de ese sistema de protección a inversores) determinado por un elenco de causas típicas de emisión de valores. Al contrario, existen enumeraciones (generalmente abigarradas) de lo que sean "valores", nunca exhaustivas y siempre con una cláusula general de cierre referida a "cualesquiera otros valores".

El problema surge cuando se confronta esa normativa con la procedente del Derecho mercantil, y especialmente con la propia del Derecho de sociedades: surgen ciertos "valores" a los cuales se aplicarán las normas sobre disciplina de mercados primarios y secundarios, respecto de los cuales la normativa societaria es insuficiente. Esta insuficiencia puede ser total o parcial. Es muy difícil que existan valores absolutamente atípicos (el *warrant* en nuestro Derecho lo sería, por ejemplo), pero sí es más frecuente que se "inventen" valores cuyo contenido de derechos no corresponde exactamente al de los valores típicos.

En la doctrina italiana, PELLIZZI habla de valores "nominados", "socialmente típicos" o "absolutamente atípicos", según que su disciplina particular sea la establecida por la Ley, por los usos del tráfico o por la voluntad del creador.

En todos los ordenamientos en los que el mercado de valores se disciplina por una legislación especial se utiliza un criterio pragmático y amplio de "descripción" de valor. Ninguno se ha inclinado por un *numerus clausus*, por la sencilla razón de que la realidad ha demostrado lo fácil que es disfrazar una configuración típica para escapar a las normas imperativas de control. Los primeros interesados en defender un criterio "abierto" de

(19) Como señala EMBID IRUJO en *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, Ministerio de Justicia, Madrid 1987, pág. 122, "el Derecho de sociedades se ocupa de la tutela del socio en cuanto elemento integrado en una organización corporativa, con la finalidad de reforzar los poderes de participación o control del mismo en aquélla, en tanto el Derecho del mercado de valores pretende captar la dimensión puramente inversora de alguien que es socio con la única finalidad de obtener un rendimiento económico elevado, desentendiéndose a la vez del funcionamiento interno de la sociedad de que forma parte".

descripción son las propias instituciones encargadas de la supervisión y vigilancia de los mercados.

Pero es que además, desde la perspectiva sustantiva o mercantil, no es posible olvidar el principio de autonomía de la voluntad que informa muchos ordenamientos (el nuestro, evidentemente, también) y su correlativo principio en el marco del Derecho de valores: el de la libertad de emisión. Es muy significativo que, por ejemplo, en ordenamientos donde existe *numerus clausus* (el alemán tratándose de derechos reales) la doctrina contraria a la atipicidad es muy fuerte. En nuestro Derecho de contratos y en nuestro Derecho de cosas rige la autonomía de la voluntad. Sin desconocer la trascendencia de la tipicidad, nadie discute la posibilidad de comerciantes "atípicos" y hasta de sociedades "atípicas", ¿cómo cerrarnos a la posibilidad de valores atípicos? Es evidente que sólo del silencio no puede inducirse una prohibición contraria a nuestros principios generales.

No nos engañemos, el problema de la tipicidad no es tanto el de la posibilidad o no de la existencia de valores atípicos como el de los límites a su creación. La realidad financiera demuestra que la innovación y diversificación de productos negociables no puede reconducirse automáticamente a unos pocos tipos legales. No se puede cerrar los ojos ante un fenómeno creciente combinado de *securitisation* (movilización de créditos o derechos mediante su incorporación a valores fungibles susceptibles de cotización en mercados organizados), desregulación o liberalización financiera y diversificación (innovación financiera).

El emisor deberá, por supuesto, ajustar su conducta a los requisitos de intervención en los mercados primarios y secundarios. Deberá también dar publicidad a sus emisiones por los medios establecidos, particularmente mediante la inscripción en el Registro Mercantil.

El contenido "atípico" del valor —lo que ocurre por carecer éste de un régimen jurídico propio o por implicar dicho régimen variaciones sobre el típico de un valor de referencia— debe quedar perfectamente determinado, quedando fuera de la libertad de creación la emisión de "monstruos" en cuya configuración no se respeten los principios configuradores de los valores típicos (acciones a interés, acciones sin voto no privilegiados, obligaciones con voto, etc.).

Lo cierto es que los recelos que puede suscitar la emisión de valores atípicos ceden frente a controles de legalidad rigurosos: el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el del Registro Mercantil. Dichos controles impedirán que mediante la creación de valores atípicos se alteren las normas de procedimiento de ejecución de imperativo cumplimiento o las también imperativas relativas a situaciones concursales, o se contravenga el privilegio de emisión de papel moneda que ostenta el Banco de España, etc.

TIPOLOGIA DE VALORES ATIPICOS

Es ilusorio pretender encerrar todo el dominio de la atipicidad en los esquemas de unos tipos doctrinales. Eso sería tanto como reconvertir lo atípico en típico. Si estudio la tipología de valores atípicos es porque mi intención es modesta: presentar, sin ánimo exhaustivo, algunos de esos valores atípicos y enumerar las causas más frecuentes de atipicidad.

En Derecho francés la atipicidad se estudia como consecuencia de la diversificación financiera resultado de la política legislativa de protección al ahorro y estímulo al robustecimiento de los fondos propios que han concluido en la afirmación del principio de libertad de emisión. La doctrina, al amparo de las recientes novedades legislativas, no duda en hablar de crisis de las nociones tradicionales: crisis de la distinción de obligaciones/acciones; crisis de la noción clásica de capital social.

Desde la perspectiva de los recursos propios, la doctrina propone la siguiente clasificación:

- 1) El capital y los recursos propios típicos.
- 2) El capital potencial, en potencia o diferido (*capital en puissance, capital potentiel ou différé*).
- 3) El capital mudo (*capital muet; le verrouillage du capital*).
- 4) El "quasi-capital".

Dentro de la segunda categoría se incluirán aquellos valores a que se refiere el artículo 339.1 de la Ley de Sociedades según redacción de la Ley de 14 de diciembre de 1985: valores que den "derecho por conversión, cambio, reembolso, presentación de un bono o de cualquier otro modo a la atribución en cualquier momento o en fecha fija de títulos que, a este fin, son o serán emitidos en representación de una parte alícuota de capital de la sociedad emisora". Aquí estarían comprendidas, e incluirían las obligaciones convertibles o canjeables, las obligaciones con *warrants*, los bonos de suscripciones autónomos, etc. En todos ellos existe una posición jurídica provisional o interina que se traduce en una expectativa a convertirse en accionista pleno en tiempo futuro o bajo ciertas condiciones preestablecidas. Dicha posición jurídica recibe una protección o tutela frente a actos sociales que la pueden vulnerar o desmerecer.

Por "capital mudo" se quiere expresar aquellos valores representativos de aportación de riesgo (fondos propios) en los que faltan las prerrogativas propias de la participación en el gobierno de la receptora de fondos (típicamente, el voto). Aquí se incluyen dos categorías: la de acciones sin voto en donde la amputación es sólo provisional o condicional y compensada con privilegios propios de acciones preferentes, y las de los certificados de inversión resultantes de la escisión del contenido de derechos de una

acción en dos valores (*certificat de investiment et de droit de vote*) en donde la amputación del voto es definitiva y sin contrapartida.

En la última categoría se incluyen aquellos valores de difícil concepción dogmática en los que no se da la circunstancia de representar parte alícuota de capital (a diferencia del *capital muet*), pero en los que se reproducen características propias del capital riesgo: obligaciones "perpetuas", títulos de participación, obligaciones subordinadas...

La doctrina francesa explica la aparatosa diversificación de los valores como consecuencia de una crisis de la noción de "capital" resultante de la tensión entre dos fuerzas de signo contrario: por una parte, ciertos valores representativos del capital sufren la amputación de sus prerrogativas clásicas; por otra, valores no representativos del capital aspiran a una asimilación al mismo mediante la "simulación" económica de sus características.

En gran medida toda esa proliferación de fórmulas de incorporación a valores sería consecuencia de la pérdida de importancia de una de las dos funciones asignadas tradicionalmente al capital y la correlativa trascendencia adquirida por la otra. Según la doctrina clásica, los papeles (*roles*) o funciones del capital son de dos órdenes: en primer lugar, la función de garantía de acreedores (*fonction de gage des créanciers*), y en segundo lugar, el mecanismo de reparto de derechos y de poder en el seno de la sociedad (*source de droit et de pouvoir dans une société*). En la medida en que se dan cauces instrumentales al "accionariado inversor" (ese accionista no interesado en inmiscuirse en el gobierno y gestión sociales) surgen otros valores no representativos del capital que aspiran en un deseo convergente a reforzar la dotación del capital de riesgo.

A una situación muy similar llega la práctica financiera y la doctrina en las legislaciones anglosajonas. Muy preocupadas por la solvencia de las compañías y por la infracapitalización (no olvidemos que en ese caldo de cultivo es en donde se aclimatan las doctrinas sobre "levantamiento del velo") se postula el principio de predominio de la sustancia —la realidad económica y financiera— sobre la vestidura nominal o jurídica. De modo muy pragmático se habla de la "calidad" de los recursos propios: existen ciertos valores que merecen ser calificados de capital de primera calidad (*tier one o primary capital*) y otros recursos instrumentables en valores cuya aptitud para la cobertura de riesgos y pérdidas es menor, pero en los que no faltan riesgos propios de ese capital. Aquí estarían en movimiento "descendiente" aquellos valores representativos del capital, pero con mala calidad (las acciones rescatables, las acciones con dividendo fijo o con interés acumulable), o en sentido "ascendente" los títulos de deuda que aspiran a merecer la calificación de propios (p. ej., la financiación subordinada). Esto último no es sino una consecuencia (un simple corolario

lógico) del principio antes indicado: si para evitar la infracapitalización "nominal" no pueden pretender ciertas aportaciones de capital de riesgo disfrazarse como capitales de crédito, en sentido inverso ciertas aportaciones de crédito pueden merecer la consideración de capital de riesgo.

Ese pragmatismo anglosajón es el triunfante en toda la normativa internacional sobre recursos propios que termina por reconocer la existencia de "híbridos".

Propongo la siguiente tipología en atención a la razón o causa de la atipicidad: 1) Atipicidad por acumulación o yuxtaposición de valores; 2) Atipicidad por desintegración o fragmentación; 3) Atipicidad por la forma de instrumentación; 4) Híbridos financieros (valores atípicos, mixtos o complejos).

Trataré brevemente de estas categorías:

1) Valores atípicos por acumulación o yuxtaposición ("units")

Una forma bien estudiada de atipicidad contractual es la que consiste en la acumulación o yuxtaposición de varias figuras de contratos típicos en un solo negocio jurídico para "alcanzar con la unión de todos ellos la finalidad empírica que persiguen o pretenden". Se habla entonces de "contratos coligados o unidos" (20).

En los mercados americanos y europeos de euro-obligaciones es relativamente frecuente este fenómeno, recibiendo el "paquete" de valores emitidos conjuntamente la denominación de *unit* (21).

Para que exista un valor complejo de este tipo es necesaria la agrupación de varios valores en una sola emisión para su suscripción conjunta.

Los valores son distintos o de heterogéneo contenido, lo que no impide que sean de la misma categoría: acciones ordinarias y acciones preferentes sin voto, por ejemplo; obligaciones simples y obligaciones convertibles... Lo más frecuente es la unión de categorías distintas de valores: "paquetes" de acciones y obligaciones, y acciones/obligaciones con opciones (*warrants*).

(20) Puede verse R. GARCÍA VILLAYERDE: *Op. cit.*, pág. 13; JORDANO BAREA: "LOS contratos atípicos", en *RGLJ*, 1953, II, pág. 51, y "Contratos mixtos y unión de contratos", en *ADC*, págs. 321 y sigs.; CASTRO LUCINI: "LOS negocios jurídicos atípicos", en *RDN*, núms. 85-86, pág. 7. De la doctrina extranjera sólo citaré a FUBINI: *Contribución al estudio de los contratos complejos (mixtos)*, traducida al español por la RDP, Madrid, 1931.

(21) J. BEGASSE DE DHAEN: "Les obligations convertibles", en *Hommage à Leon Graulich*, Faculté de Droit de Liège, 1957, pág. 522. Citado por L. DE ANGULO RODRÍGUEZ: *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, 1968, págs. 37; J. BEGASSE DE DHAEN: "Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones", *RDF*, 1973.

La agrupación debe de producirse en una emisión con causa única y para la suscripción conjunta. La heterogeneidad esencial de los valores agrupados parece contradecir la necesaria homogeneidad dentro de las emisiones requerida por la legislación del mercado de valores. Como es sabido, la LMV predica una homogeneidad (no igualdad) de los valores integrados en la emisión. Esta homogeneidad, por ejemplo, no existe si se pretende la agrupación en una emisión de 1.000 acciones y 3.000 obligaciones. Cosa distinta es cuando cada "paquete" (p. ej., de una acción y de tres obligaciones) se considera un valor homogéneo a los otros valores emitidos (otros paquetes de acción y tres obligaciones). Se respeta la homogeneidad de la emisión porque homogéneos son entre sí los conjuntos de valores (proceden de un mismo emisor, atribuyen el mismo contenido complejo de derechos y obligaciones, tienen misma causa negocial).

La suscripción conjunta no implica una necesaria negociabilidad simultánea. Generalmente, lo contrario: una vez suscritos, los valores dentro de cada paquete circulan de modo independiente. Así, las acciones se transmiten por los medios habituales y las obligaciones se amortizan cuando transcurren los plazos de caducidad; los *warrants* normalmente se escinden del valor anfitrión para su negociabilidad separada, etc.

La razón económica que justifica una distribución y colocación "en paquetes" es evidente: el "*marketing* financiero" señala que es más fácil colocar productos impopulares (por sus condiciones, retribución, por el mercado donde se negocian...), pero que interesan a la compañía (por ejemplo, para mantener su proporción de recursos propios/ajenos y no empeorar el "*ratio* de endeudamiento"...), si se venden juntamente con otros más populares que hacen atractiva la inversión. En el supuesto más frecuente de todos, el de "valor más *warrant*", el bõno de suscripción funciona como un "plus" o prima de emisión que hace más atractiva la adquisición del valor anfitrión.

¿Es posible la emisión de conjuntos de valores en nuestro Derecho? Ya veremos cómo nada obsta a la emisión de valores con bonos de suscripción (*warrants*); en cuanto a los demás conjuntos, en principio y a falta de regulación positiva sobre la "homogeneidad" dentro de las emisiones, me inclino por una solución afirmativa con reservas. La exigencia de una suscripción conjunta puede suponer un fraude al derecho de suscripción del accionista (por ejemplo, si para suscribir una acción se le exige además suscribir un número y valor desproporcionadamente injustificado de obligaciones); pero esto ocurrirá también cuando se emiten acciones con fuerte prima de emisión y no puede siempre defenderse que exista una traba injusta al derecho de suscripción.

2. ATIPICIDAD POR DESINTEGRACIÓN O FRAGMENTACIÓN

En estos casos sucede lo contrario de lo anteriormente descrito: nacen valores de la fragmentación del contenido de otros valores originarios.

Conviene precisar que estamos ante un caso distinto del de valores a los que se amputa alguna de las facultades típicamente inherentes a su contenido: por ejemplo, las acciones sin voto. En las acciones sin voto no existe una fragmentación tal. Puede hablarse de híbrido financiero, pero no de valor atípico por descomposición.

El fenómeno que describiremos consiste en la división de un valor en varios valores fragmentados que se distribuyen el contenido originario de derechos y obligaciones integrantes de la primitiva posición jurídica. Supongamos una acción con un contenido típico de derechos (art. 48 LSA): el procedimiento consistiría en su multiplicación. De cada valor "pueden salir" dos valores: una "acción" con derechos exclusivamente patrimoniales y otra "acción" con derechos de voto.

Conviene anticipar aquí que la "segregación" del derecho de suscripción preferente *no* puede explicarse como una desmembración o desdoblamiento, por lo que no puede servir de ejemplo de lo que expongo (22).

Una multiplicación por división ocurriría, por ejemplo, si fuera posible "desintegrar" la acción para dar luz a un valor en usufructo y otro en nuda propiedad; o varios valores representativos de cuotas de la acción. Sin embargo, esta fragmentación de la acción choca con un obstáculo insalvable. Según precepto común al Derecho de sociedades de capital, "las acciones son indivisibles" (art. 66 LSA). Es éste un "principio configurador de la sociedad anónima" (art. 10 LSA): el contenido de derechos de cada acción (art. 48 LSA) se predica *in integrum* y de modo indivisible, cualquiera que sea el número de titulares o la organización de la cotitularidad.

Una interesante excepción a este principio encontramos en el Derecho francés. Ya es significativo que fuera preferentemente francesa la doctrina que defendía la concepción del derecho de suscripción como una fragmentación de la acción.

Inspirándose en el modelo de los "certificados petrolíferos" (*certificats pétroliers*) creados en 1957, la Ley de 3 de enero de 1983, completada por el Decreto de 2 de mayo de 1983 (Ley de 1966, art. 283.1 nuevo y Decreto 1967, arts. 169.1 y sigs. nuevos) ha permitido la emisión de un nuevo producto financiero resultante de la división de los derechos inherentes a la acción en dos títulos diferentes: al certificado de inversión (*certificat d'investissement*) corresponden los derechos pecuniarios o económicos, y

(22) A. SÁNCHEZ ANDRÉS: *El derecho de suscripción preferente del accionista*, 2.^a ed., Madrid 1990, págs. 147 y sigs.

al certificado de derecho de voto (*certificat de droit de vote*), los políticos. El objetivo declarado de esta innovación es el aseguramiento de la disociación de riesgos y de poder, lo que permite a las empresas públicas o privadas procurarse fondos propios sin modificar el equilibrio de fuerzas dentro de la sociedad. El destinatario típico son las empresas públicas (23): el Estado puede mantener el control de las nacionalizaciones y ganar liquidez con la sola enajenación de sus derechos económicos. La solución adoptada es aún más radical que la ofrecida por el legislador de 1978 consistente en la admisión de acciones privilegiadas sin derecho a voto (*actions à dividende prioritaire sans droit de vote*).

Cualesquiera sociedades por acciones (públicas o privadas, coticen o no en Bolsa) pueden emitir certificados de inversión, pero sólo hasta el 25 por 100 del capital social y con ocasión de un aumento de capital o por la transformación y división de las acciones ya existentes.

Los certificados de inversión representan los derechos patrimoniales: derecho a percibir dividendos, reservas y primas de emisión, así como a la cuota de liquidación. Además, gozan de un derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevos certificados de inversión con aportaciones dinerarias; los correspondientes a los certificados de voto son atribuidos en proporción a los titulares de acciones ordinarias y de certificados de derecho de voto. Para proteger su posición patrimonial se les confieren ciertos derechos extrapatrimoniales de información.

Los certificados de inversión son libremente transmisibles e incluso susceptibles de usufructo. Por contra, los titulares de certificados de voto no puede transmitirlos salvo en los casos de sucesión, donación o disolución de comunidades matrimoniales o en el de cesión conjunta con el de inversión, en cuyo caso se habla de "acción reconstituida" (*action reconstituée*, art. 283.1).

Tratándose de créditos, la fragmentación o división no presenta obstáculos insalvables. Un crédito, incorporado o no a un valor, puede fragmentarse en participaciones incorporables a valores. Esta es precisamente una vía frecuente de *securitisation*.

Posiblemente el origen reciente de este fenómeno (descrito en inglés

(23) CORDIER y BLANDINE: *Op. cit.*, págs. 122 y sigs.; VIANDIER: *Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote*, JCP, 1984, éd. C.I.II.14117; BONNEAU: *Op. cit.*, págs. 535 y sigs.; BOULOC: *Les nouvelles valeurs mobilières, les certificats d'investissement et les titres participatifs*, Rev. Soc., 1983, pág. 501; DUCARROIR: *Les nouvelles mesures en faveur de l'épargne et la loi n. 83-1 du 3 janvier 1983*, Rev. Banque, 1983, pág. 386; GENINET: *Les quasi-apports en société*, Rev. Soc., 1987, pág. 25; NEROT: *Certificats d'investissement: légère reprise*, Petites Affiches, 4 juillet 1986, núm. 80, pág. 15.

por la expresión de *loan agreement securitisation* y *loan participation*) (24) haya que buscarlo en los mercados europeos de capitales. Tras la crisis de los años ochenta, que afectó a tradicionales prestatarios de fondos representados en créditos sindicados (caso de Irán o Argentina), empezaron a contemplarse mecanismos de distribución de riesgos y a organizarse mercados secundarios de "participaciones" de créditos. En realidad existen fórmulas diversas con muy distinto régimen jurídico. La fórmula más sencilla es la asociación por parte de un acreedor a otros terceros al riesgo inherente a su posición jurídica (ejemplo de *subparticipation* consistente en la realización de uno o varios subcontratos). Más allá están las cesiones parciales de crédito a diversos cesionarios. Y por fin, las novaciones extintivas. Estas últimas —sustitución de un acreedor por múltiples acreedores con extinción de la deuda originaria— son las "mejores" desde la perspectiva de los mercados de capitales cuando logran los resultados siguientes:

- 1) La incorporación de un crédito único en valores representativos de créditos parciales (*participation*).
- 2) Exoneración al cedente de la responsabilidad por la *veritas nominis* (existencia del crédito cedido) y la *bonitas nimiris* (solvencia del deudor).
- 3) La innecesariedad de notificación al deudor para que la cesión le sea oponible y no pueda liberarse de la deuda pagando al cedente.

Todos éstos son inconvenientes de la cesión de créditos en la doctrina tradicional (25). El *assignment* —como se denomina a la cesión de créditos en los mercados financieros internacionales— no permite al cedente quedar fuera de la transacción de créditos. Existen mecanismos de incorporación de las fracciones del crédito original a valores negociables, lo que permite soslayar los inconvenientes tradicionales de la cesión de créditos. Esta "titularización" da lugar a lo que se denomina en los euromercados *novation route* y *assignment route*, que son típicas de los Transferable Loan Facilities (TLF). Por medio de este sistema de crédito puede fragmentarse en participaciones transmisibles en las condiciones pactadas. Normalmente se exige la llevanza de un registro en interés del prestamista que permite a éste conocer (y le es oponible el conocimiento) quién sea el titular del crédito en cualquier momento, así como la emisión de "certificados" de participación del crédito, que incorporan el derecho autónomo y literal a una fracción del crédito.

(24) R. McCORMICK y H. CREAMER: *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, London 1987, págs. 60-67.

(25) Sobre el problema de la cesión de créditos, y en particular la fragmentación de los créditos en mercados financieros, puede verse: A. F. PANTALEÓN PRIETO: "Cesión de créditos", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, págs. 189 y sigs.

Un conocido ejemplo de fragmentación de créditos en nuestro Derecho es el representado por las participaciones hipotecarias (art. 15 LMH 2/1981, de 21 de marzo, y arts. 61 y sigs. del RD 685/1982, de 17 de marzo). Mediante la participación hipotecaria se hace participar a un tercero de los créditos hipotecarios de las entidades del mercado hipotecario mediante la emisión de títulos valores nominativos denominados "participaciones hipotecarias". Las participaciones incorporan un porcentaje sobre el principal del crédito participado que será aplicable en cada momento para determinar el alcance económico del derecho de su titular.

Por la posición que ostenta el emisor frente al deudor, podemos hablar de subcontratación: el emisor no queda desligado del contrato de crédito hipotecario que no es cedido parcialmente (*vid.* art. 149 LH) al primer tenedor o a los sucesivos adquirentes de las participaciones. La entidad emisora —titular del crédito— es la "única legitimadora para ejecutar el crédito hipotecario participado". Sólo en caso de incumplimiento de obligaciones por la emisora existe la posibilidad de acción directa por subrogación del partícipe.

En cuanto a la posición del transmitente de la participación, ésta es muy distinta de la del cedente de crédito: no responde de la solvencia (art. 67 del Decreto) y no debe notificar la cesión al deudor, sino al emisor, para la constancia de la transmisión en el registro (26).

Queda pendiente la posibilidad de crear valores distintos de las participaciones hipotecarias por vía de fragmentación de crédito. A mi entender, no habría inconveniente a que una entidad retribuyera a los obligacionistas de una emisión "afecta a un crédito" con una participación en dicho crédito.

Un ejemplo reciente de esta práctica son ciertos proyectos de inversión italianos financiados por bancos alemanes. El sistema es el siguiente (27): un banco alemán o una compañía creada con este propósito emiten obligaciones y emplean los fondos procedentes de la suscripción en un préstamo concedido a una sociedad prestataria italiana. La retribución de los obligacionistas consiste en la participación en el crédito. Los pagos de interés se benefician del tratado para evitar la doble imposición germano-italiana. Evidentemente, para este procedimiento se requieren créditos suficientemente grandes, lo que sólo ocurre en el caso de grandes operaciones de sindicación, en el mercado de eurocapitales o cuando el emisor es una entidad pública necesitada de financiar un gran proyecto de inversión.

(26) Una amplia exposición en A. MADRID PARRA: *El mercado hipotecario (Estados Unidos-España)*, Banco Hipotecario, Madrid 1989.

(27) R. McCORMICK y H. CREAMER: *Op. cit.*, pág. 62.

La "titularización" de los créditos es todavía un fenómeno reciente. Las entidades financieras pueden conseguir ventajas —aligeración de los balances, disminución del riesgo— y los cesionarios un mejor rendimiento de sus inversiones si se representan los créditos concedidos en títulos negociables. Un paso ulterior es la creación de mercados para la negociación de esas participaciones de créditos. Una experiencia interesante es, otra vez, la francesa. La Ley n. 88-1.201, de 23 de diciembre de 1988, ha regulado "les fonds communs de créances bancaires" (FCC) — una especie de fondo de inversión (la estructura de la institución es en todo similar a la de los otros fondos: carecen de personalidad jurídica, se estructuran con el auxilio de un depositario y con el gobierno de una gestora, etc.), cuya función es la inversión colectiva mediante la copropiedad bajo la forma de participaciones (28).

Como puede imaginarse, este es el esquema de funcionamiento de nuestros malogrados fondos de regulación del mercado hipotecario (arts. 84-94 del Decreto 685/1982, de 17 de marzo).

3. ATIPICIDAD POR LA FORMA DE INSTRUMENTACIÓN

Existe una división muy común en la doctrina entre "efectos de comercio" y "valores mobiliarios" o "títulos de inversión". El criterio seguido es el de la forma de emisión. Los primeros se emitirán de forma aislada como "documentos correspondientes a declaraciones de voluntad o promesas independientes unos de otros, como ocurre con las letras de cambios, cheques, cartas de porte, etc. Los segundos se emiten en masa, o en serie, numerados, con hojas pertenecientes a un libro-talonario cuya matriz queda en poder del emisor y a veces con reflejo en un libro-registro" (CHULIÁ).

Esta distinción es /reciente en Derecho comparado. Por ejemplo, en Derecho anglosajón se distingue entre *security* o *investment security* y *commercial papers*; en Derecho francés, entre *effets de commerce* y *valeurs mobilières*; en el italiano, los *valori mobiliari* como especie de los *titoli di credito*, etc.

La distinción se impone por lo rotundo de las diferencias (*vid.*, por ejemplo, en OTERO LASTRES). Sin embargo, existe una fricción posible resultante del hecho de que para la definición de "valor" el legislador utiliza un criterio sustantivo y no formal. Esto se sigue del principio de

(28) Ch. GAVALDÁ: *Les fonds communs de créances bancaires: un exemple du phénomène de titrisation financière* (arts. 43 à 42 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, Rev. Soc, abril-junio de 1989, págs. 187-208).

irrelevancia de la forma de instrumentación. El valor es "valor" con independencia de la "vestidura formal" siempre que, atendida la realidad jurídica y económica subyacente, se den las notas legales caracterizadoras: negociabilidad y agrupación en emisiones. Este principio, que como vimos también se encuentra en Derecho comparado, impera con todo rigor en nuestro sistema. En contra, un exigente formalismo impera entre ciertos efectos de comercio (letras, pagarés, cheques), singularmente entre aquellos en que funciona la abstracción material de la causa.

Un tímido anticipo de la irrelevancia de la "forma" o denominación dada por los interesados para calificar un instrumento como "valor" se encontraba ya en la legislación de sociedades anónimas, cuya normativa sobre obligaciones venía referida tanto a esas obligaciones como "a otros valores que reconozcan o creen una deuda", lo que motivó alguna discusión doctrinal sobre la extensión del ámbito de aplicación de esa disciplina (actual art. 282 de la LSA). Tanto la legislación sobre instituciones de inversión colectiva (Ley 46/1984, de 26 de diciembre, y su Reglamento de 17 de julio de 1985) como la normativa sobre régimen fiscal de determinados "activos financieros" (Ley 14/1985, de 29 de mayo) incluyen en la denominación de "activos financieros" a las acciones, obligaciones, letras de cambio bursátiles, pagarés, etc. (29). La legislación fiscal está preocu-

(29) Así como la denominación de "títulos de inversión" o "valores mobiliarios" está consagrada en la doctrina (vid. aparte de la bibliografía antes citada, por ejemplo, en T. ASCARELLI: *Iniciación al estudio de Derecho mercantil*, trad. esp., Barcelona, 1964, págs. 362 y sigs.), la de "activos financieros" no deja de suscitar algunos recelos. Para F. J. ALONSO ESPINOSA (*Asociación y derechos de los obligacionistas*, Bosch, Barcelona 1988, pág. 57, nota 35), "aquellas responden a un contenido jurídico, aunque sea impreciso, en tanto que esta última (...) es una noción meramente jurídica que ha contagiado la terminología jurídica". Es cierto que bajo la denominación de "activos financieros" (o la de "instrumentos financieros") se incluyen derechos sumamente heterogéneos y con muy diferente régimen jurídico, pero no podemos olvidar que diversos textos legales, no sólo fiscales (piénsese en la normativa sobre instituciones de inversión colectiva), construyen su disciplina sobre tal categoría. A. JIMÉNEZ BLANCO (*Derecho público de mercado de valores*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid 1989, pág. 37) saluda el término, al que califica de "supraconcepto" (*Oberbegriff*), nueva categoría obtenida por un proceso ascendente de inducción científica, una generalización de generalizaciones. El concepto es inevitable para describir una realidad económica-financiera que la estrechez de los conceptos tradicionales (títulos, valores, efectos de comercio...) no agota, sobre todo tras el creciente fenómeno de desmaterialización o "desincorporación" a títulos (sistema de anotaciones en cuenta). Una descripción de lo que puede entender por activos financieros la encontramos en A. CUERVO GARCÍA, J. A. PAREJO GAMIR y L. RODRÍGUEZ SAIZ: *Manual del sistema financiero*, 2.ª ed., Madrid 1989, pág. 15, "títulos emitidos por las unidades económicas de gasto que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan". La legislación fiscal reconoce la distinción entre activos financieros con rendimiento implícito y explícito (vid. art. 7.2 RD 2027/1985, de 23 de octubre), y la de instituciones de inversión colectiva distingue como subespecie de los activos financieros "los que se negocian en los mercados monetarios", lo que responde a la clasificación económica

pada por someter a tributación los rendimientos de cualquier título empleado con la función de "captación de recursos ajenos" (y no en su genuina y propia función de crédito y pago). En la más que clarificadora Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores se habla resueltamente de una "disociación del concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica". Esto queda patente "en la inclusión, en determinados casos, de instrumentos tales como las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro que reúna las restantes características contempladas en la Ley".

La disociación entre forma de instrumentación y la definición material de "valor" conduce a la existencia de dos tipos de instrumentos "anormales" (no me atrevo a hablar siempre de fraudulentos): aquellos valores que se documentan mediante la fórmula poco idónea de efecto de comercio cuando su finalidad es la de servir como títulos de inversión; y aquellos no-valores pero que se revisten, reciben apariencias y denominación de valores típicos.

Ejemplo de lo primero son las letras bursátiles o los pagarés de empresa.

Los pagarés de empresa se explican desde la perspectiva de las "aceptaciones en masa" —generalmente bancarias— de efectos de comercio, que tienen la virtud de convertir dichos efectos en valores negociables (30). El banco o entidad financiera se compromete a aceptar los efectos que se propone el emisor colocar en el mercado de capitales. La operación consiste en lo siguiente: la empresa necesitada de fondos financieros contrata la aceptación por un banco de ciertos efectos librados en masa. El banco o entidad mediadora, agente de la colocación, percibe una comisión. La empresa emisora se compromete a hacer frente al pago de los efectos a su vencimiento mediante la oportuna provisión de fondos. Los efectos emitidos, una vez aceptados, son fácilmente negociables en el mercado, actuando muchas veces el propio banco como agente colocador y/o descontante de los efectos.

Las letras bursátiles y los pagarés de empresa responden a esta filosofía aunque con diferencias estructurales y técnicas notables. En el primer caso

entre "mercados de capitales" (caracterizados por su largo plazo de amortización, menor liquidez y alto riesgo) y los "mercados monetarios" (corto plazo de amortización, elevada liquidez y menor riesgo).

Puede verse también P. GUERRERO GUERRERO y J. C. URETA DOMINGO: "Nuevos activos financieros (I): letras, pagarés y su régimen jurídico tributario", en *Estudios sobre tributación bursátil*, Madrid 1987, págs. 422 y sigs.

(30) Puede verse sobre esta problemática J. L. GARCÍA-PITA LASTRES: "La apertura de crédito de aceptaciones y las firmas cambiarias de favor", *RDBB*, 24 (1986); C. PAZ-ARES: *La letra de favor*, Civitas, Madrid 1987, págs. 96 y sigs.; F. J. ALONSO ESPINOSA: *Op. cit.*, pág. 80.

las letras son libradas por el propio banco o la propia orden y a cargo de sus clientes que la aceptan. La institución emisora solicita del órgano rector de la Bolsa en la que interesa su cotización, la admisión a negociación, y suscribe un acuerdo por el que se compromete a satisfacer el importe íntegro de la emisión antes del vencimiento. Las letras se endosan en blanco para su fácil negociación y se colocan mediante subastas al descuento (31).

En la emisión de pagarés de empresa (según la práctica del "commercial paper" americano) existen hasta tres contratos entre el banco "descontante" (colocador) y la entidad emisora: 1) un contrato preliminar denominado de descuento; 2) la apertura de una línea de crédito subsidiaria, y 3) el mandato de emisión de pagarés (32).

El banco no garantiza el pago frente al beneficiario, pues es ajeno al pagaré al no ser obligado cambiario. En realidad el primer contrato preparatorio no es propiamente de "descuento", sino un artificioso recurso técnico para "causalizar" el pagaré y cumplir con las exigencias del artículo 532 del Código de Comercio. El banco se compromete como agente a la colocación en el mercado bursátil de los pagarés en blanco entregados, que son cumplimentados en las condiciones pactadas. Contemporáneamente, el banco mantiene una línea de crédito subsidiaria para garantizar la liquidez y el pago de pagarés a su vencimiento.

La atipicidad resulta aquí, como señala la doctrina, en la "utilización atípica de títulos individuales por su emisión en serie" (PELOSI). Existe esa falta de correlación entre finalidad económica financiera (títulos de inversión) y la función típicamente perseguida por la vestidura jurídica adoptada (el *nomen* bajo el cual se instrumentan).

El problema se ha planteado en otros ordenamientos. En la doctrina italiana estaríamos ante un título atípico, respecto de los cuales existiría, según mayoritaria doctrina, una libertad de creación siempre dentro de los límites legales. Y en particular, siempre que su utilización no sea contemplada como mecanismo de un fraude de Ley: se utilizaría una norma cambiaría de cobertura para eludir la aplicación de la normativa propia de la emisión de títulos que tengan la condición de acciones u obligaciones. La normativa a eludir es de doble tipo: la relativa a la transparencia de mercados (control y supervisión de los mercados de valores por el CON-

(31) La bibliografía básica sobre las letras bursátiles en J. FERNÁNDEZ ALVAREZ-CASTELLANOS: "Las letras de cambio en la Bolsa", *Papeles de Economía*, 9 (1981), págs. 103 y sigs., y F. J. RAMOS GASCÓN: *El mercado bursátil de letras de cambio*, ibid., págs. 90 y sigs.

(32) Un resumen de la problemática con bibliografía en M. SACRISTÁN REPESA: "Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid 1990, págs. 299 y sigs.

SOB) y la sustantiva (constitución de sindicatos de obligacionistas y respeto a los límites de emisión de obligaciones, así como publicidad de la emisión en el Registro de empresas).

Un problema similar se planteó en Francia respecto a los *bons de caisse* y a los *billets de trésorerie* (Ley de 14 de diciembre de 1985, arts. 32 y sigs., y por el Decreto de 16 de diciembre de 1985). El criterio seguido para aplicar a los efectos emitidos en masa la normativa propia sobre valores era el de la susceptibilidad de cotización, es decir, la posibilidad de su negociación (negociabilidad) en un mercado secundario organizado. En este caso las normas sobre obligaciones resultaban de ineludible cumplimiento.

Ya vimos cómo en Derecho alemán se resolvió el deseo de reprimir conductas tendentes a la elusión de la aplicación de la normativa que exige autorización administrativa para emitir obligaciones mediante la reforma en 1954 del artículo 808 del BGB. Desde entonces también es necesaria la autorización para emitir títulos a la orden que documentan una obligación de pago de suma de dinero cuando son emitidos en serie.

La doctrina española en este punto está dividida. Por una parte, los que sostienen que estos títulos son efectos de comercio (criterio formal de distinción desarrollado por OTERO LASTRES y defendido por URÍA MOREDANO), y quienes atribuyen a los mismos la condición de valores mobiliarios (ARROYO, PAZ-ARES, ALONSO ESPINOSA).

Decididamente, nos hemos de inclinar por la segunda postura. Y ello por muy buenas razones:

1.º Porque nuestro sistema es de definición "material" de valor, prescindiendo de la forma de instrumentación y cualquiera que sea la técnica de colocación de los valores en el mercado (art. 29 LMV).

Estos principios son tan claros que excusan de toda explicación adicional. Expuestos con claridad evidente en la legislación del mercado de valores, sin embargo la tendencia "expansiva" del concepto de valor ya apuntaba, como vimos, en anteriores textos legales. No podemos dejar de citar por ser muy significativa la OM de 28 de mayo de 1983 sobre anuncio y emisión de pagarés de empresa que remite a la normativa general sobre información de la emisión de valores y obligaciones.

2.º En sentido negativo: para evitar que triunfe el fraude de Ley que supondría la elusión de las normas imperativas sobre emisiones de valores.

Son de aplicación todas las normas existentes en la LMV sobre mercados de emisión, y en particular, sobre autorización de la emisión en su caso, de verificación y formalidades de registro de folletos, informes, auditorías, etc.

Parece que deberían ser aplicables las normas existentes en sede de

obligaciones: la emisión deberá ser acordada en Junta General o bien por los administradores, si existe previa delegación por la Junta (art. 282 y sigs. LSA en relación con el art. 103 LSA y 283 del RRM). Deberá respetarse el límite de emisión, y en su caso será necesaria garantía de la emisión (arts. 282 y 284 LSA). Será preciso el nombramiento de comisario y la constitución del sindicato como condiciones necesarias del contrato de emisión (art. 283 LSA). Procederá la inscripción en el Registro Mercantil antes de la puesta en circulación de títulos (285 LSA y 274 y sigs. RRM).

El problema de los valores "disfrazados de efectos de comercio" puede generalizarse a otros instrumentos diferentes de los cambiarios: por ejemplo a los certificados de depósito. De esta manera las letras, certificados de depósito, pagarés u otros instrumentos análogos cuando representen un empréstito o sean emitidos en masa y tengan una finalidad financiera o de inversión, reuniendo además los requisitos de homogeneidad y negociabilidad deberán ser considerados como valores. A "contrario" los que no cumplan con estas condiciones serán simples instrumentos de cambio utilizados en operaciones ordinarias comerciales y de libramiento singularizado (no son valores).

El mecanismo de mixtificación juega también en sentido contrario: los interesados pueden pretender el disfraz de "valor" (aparentar una emisión de valores) como expediente para instrumentar cierta operación de crédito. Esto ocurre con alguna frecuencia en las emisiones de "pseudo-obligaciones" por particulares.

El procedimiento es sencillo. Un particular necesitado de aparentar una emisión de valores fabrica los títulos en serie y los denomina "obligaciones". La razón de un proceder así puede ser muy diversa. Generalmente le mueven motivos fraudulentos. En algunos supuestos existen simulaciones absolutas: no existe tal operación de financiación aparentada; en otros casos una simulación relativa empleada para encubrir préstamos usurarios, para conseguir cierta opacidad fiscal de los tenedores de los títulos al portador... Porque en su inmensa mayoría las emisiones de "pseudo-obligaciones" son al portador y con garantía hipotecaria. El carácter "al portador" interesa por razones obvias: para que se oculten quienes adquieren los títulos y puedan pretender desde el anonimato ejercitar sus derechos. En cuanto a la garantía hipotecaria ésta es buscada para una seguridad rigurosa de los anticipos (p. ej. en préstamos usurarios) o porque interesa "ganar" un rango hipotecario en perjuicio de otros acreedores menos diligentes o posteriores (puede incluso pretenderse por el deudor un alzamiento de bienes en fraude de los acreedores: los títulos se conservan en su poder o en el de un amigo; y, llegado el caso, se hacen circular para pretender la ejecución). Estas "pseudo-obligaciones" raramente se inscriben en el Registro Mercantil (pues su seguridad y publicación no

interesan) y confían escapar de la supervisión de los organismos de control del mercado de valores.

Junto a operaciones claramente fraudulentas existen casos de emisiones por particulares que responden a intereses legítimos y perfectamente lícitos. Es difícil que exista una oferta pública. En muchos supuestos, lo que hay es una hipoteca constituida en garantía de emisión de obligaciones que encubre una hipoteca cambiaria o de efectos de comercio (posiblemente para huir del rigor formal y del juego de responsabilidades inherentes a los instrumentos cambiarios). Por fin, en supuestos residuales casi inusuales, existen auténticas emisiones de particulares al amparo de una normativa tan flexible como singular en el panorama comparado. Porque no debemos de olvidar que en nuestro sistema los particulares, teóricamente, pueden emitir obligaciones. Lo que acontece es que un particular difícilmente podrá pretender colocar una emisión abierta al público sobre todo si puede recurrir al sencillo expediente de creación de una sociedad interpuesta *ad hoc*.

¿Cuáles son los mecanismos de control de esos fraudes? El Registrador, tanto el de la Propiedad como el Mercantil, no puede ni presumir el fraude, ni investigarlo; con lo que el interesado puede ganar una apariencia jurídica que le interesa. En mi opinión, el Registrador debe extremar el celo exigiendo en todo caso la comunicación a la Comisión Nacional, pudiendo dar cuenta de sus sospechas al organismo rector para que proceda en consecuencia y deniegue verificación o autorización en su caso. Debería existir un trámite de suspensión de la inscripción por consulta a la Comisión Nacional (analogía con lo establecido en el art. 100.2 de la LH y 200-203 de su reglamento para cuando el Registrador duda de la competencia de juez o tribunal); aunque quizá de *lege ferenda* lo más correcto sea prohibir la emisión por particulares.

El tema de las "pseudo-obligaciones" se ha planteado recientemente en la Resolución de 5 de noviembre de 1990 de la DGRN. En esta ocasión se trataba de la "emisión" de tres títulos denominados obligaciones por un particular, del que no resultaba su carácter de comerciante y con la finalidad "de atender a sus necesidades particulares". En garantía de la emisión se hipotecaban tres fincas. La doctrina de la Dirección General puede resumirse así:

1. Los particulares pueden emitir obligaciones porque así está reconocido en nuestro Derecho (*vid.* especialmente los arts. 547 y sigs. CCom, el actual art. 221 también del mismo cuerpo legal, art. 247.2 RH y 87.7 en relación con los arts. 274 y sigs. del RRM).

2. La emisión de obligaciones es en sí —de un modo objetivo— un acto de comercio, de obligatoria inscripción en el Registro Mercantil.

3. El interés de los inversores potenciales exige el cumplimiento de

los deberes de **comunicación/autorización** en su caso, establecidos en la legislación del mercado de valores (arts. 26 y ss.).

Sin embargo, la Dirección General termina por negar la validez de dicha "emisión". La razón es obvia y podría haberse anticipado desde el principio: la denominación dada por el interesado no tiene la virtud mágica de convertir en valores créditos documentados en títulos. Falta la homogeneidad entre los créditos (cada uno responde a un libramiento y garantía singularizada) y desde luego falta la nota de negociabilidad (por el escaso número de títulos emitidos, por el procedimiento de emisión y ausencia de los habituales mecanismos financieros de colocación o garantía de suscripción, por el escaso montante del volumen crediticio, etc.). En definitiva: faltaba a la emisión de obligaciones su causa típica: la financiación empresarial "mediante recurso directo al ahorro público", procurándose una apariencia negocial —simulación absoluta o relativa— potencialmente fraudulenta (por muchos motivos, en particular para ganar rango hipotecario).

La Dirección General "desmonta" el artificio simulador porque el mecanismo de cobertura es muy burdo, pero se hubiera encontrado en incómoda posición si la falsedad de la causa (no digamos su ilicitud) no resultara tan aparente. Piénsese en un comerciante individual que hipoteca su establecimiento para financiar un proyecto de inversión empresarial cuantioso, obteniendo por un precio razonable, garantía de colocación de los títulos de una entidad financiera o sociedad de valores. Ni el Registrador —de la Propiedad o el Mercantil— ni la Dirección General pueden o deben presumir o investigar el fraude. En realidad debe de ser la Comisión Nacional el organismo "calificador" de la condición de valor y última instancia de referencia a quien acudir en casos dudosos. *Lege ferenda* quizá la solución sea la supresión de la posibilidad de que un particular emita obligaciones. La Dirección General evita cuidadosamente decidir si "contra el rigor legal que limita el número de los tipos de títulos valores que una persona puede introducir en el mercado, tendrá cabida un documento al portador que incorpora un crédito y que no es ni letra de cambio, ni pagaré ni cheque".

4. HÍBRIDOS FINANCIEROS (VALORES ATÍPICOS MIXTOS O COMPLEJOS)

Una forma característica, quizá la más propia, de creación de contratos atípicos es la consistente en fundir en una sola causa negocial prestaciones propias de diversas figuras de contratos típicos. Surgen así contratos mixtos o complejos. Este mecanismo referido a valores y en el marco de la clásica distinción entre acciones y obligaciones, ha dado lugar a lo que la doctrina empieza a denominar "híbridos".

Según el Diccionario de la Real Academia de la Lengua, híbrido es "un animal o vegetal procreado por dos individuos de distinta especie", y en sentido figurado, se dice "de todo lo que es producto de elementos de distinta naturaleza". La expresión "híbrido" surge como consecuencia de la "crisis" de distinción entre las dos categorías clásicas de valores. Como es sabido, el criterio de distinción radicaba en la naturaleza de los derechos que los títulos conferían a su titular. La distinción lleva aparejada importantísimas consecuencias de Derecho societario: las aportaciones integradas en el capital, por ejemplo, suman una cifra estable para cuya modificación se siguen rigurosos procedimientos; el accionista tiene un completo derecho de información y sólo el puede votar en las juntas o ser titular de derechos de suscripción en la ampliación de capital con emisión de nuevas acciones...

En términos económicos, y en la "jerga" de bolsa, se suele distinguir entre título de "renta fija" y títulos o valores de "renta variable" para describir la distinción. Como es bien patente la expresión era desafortunada, incluso para la doctrina clásica, pues no es de esencia de las obligaciones el tener una retribución fija o estable.

La distinción entre acciones y obligaciones se impone en la doctrina tradicional como algo casi inevitable, evidente por el peso de su lógica. Como recuerda ANGULO RODRÍGUEZ en una excelente monografía (33), para los autores clásicos la confusión era cosa de profanos.

Sin embargo, a una primera época de construcción pacífica de la distinción ha seguido un cierto desconcierto provocada por la aparición de nuevos instrumentos financieros de dudosa calificación, lo que ha llevado a anunciar la crisis de la distinción y de la doctrina tradicional. Fruto de estos augurios pesimistas es una nueva categoría mixta o a medio camino, de perfiles inevitablemente borrosos, y destinada a cubrir problemas de calificación: la de "híbridos" financieros.

El término de "híbrido" se está generalizando entre los juristas. Un magnífico libro de Derecho societario comparado que recoge las conclusiones de la vigésima conferencia bianual de la "International Bar Association", celebrada en Viena en 1984, se denomina *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*. La denominación de "híbrido" era por entonces frecuentemente empleada por los juristas y economistas norteamericanos para describir algunos de los nuevos productos financieros. Así JULIAN WALMSLEY en un conocido libro sobre *The new financial instruments* nos dice que pensó en titular la obra *The new hybrids*, dedicando todo un capítulo (chapter 14) a su análisis. Sobre el desconcierto que provocó entre los economistas la proliferación y el éxito de los híbridos

(33) *Op. cit.*, pág. 32.

puede leerse *Hybrids that buy Eurobonds* en Business Week, agosto 3, 1982, p. 78. La doctrina francesa ha sido más reacia a utilizar el neologismo para describir una realidad perfectamente habitual en su ordenamiento, sirviéndose de sus propias categorías (*capital muet, quasi-capital, capital en puissance*, etc.). Nuestra doctrina, que no ha dejado de advertir la existencia de tal crisis dogmática, algunas veces utiliza el término de "híbrido" (p. ej., F. JOSÉ ALONSO ESPINOSA en *Asociación y derechos de los obligacionistas*). ANGULO RODRÍGUEZ prefiere hablar de tipos intermedios o "mixtos" siguiendo la conceptualización de MINERVINI en la doctrina italiana. Raramente el término se emplea por el legislador en Derecho positivo.

Lo esencial de la distinción es que el derecho representado sea un crédito (obligación, bono...) o la condición de socio (acción). El accionista es socio; el obligacionista acreedor. La posición de socio representada se integra por un contenido complejo de derechos. Por eso dice la Ley que "la acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y le atribuye los derechos reconocidos en la Ley y en los estatutos", para luego establecer un contenido mínimo de derechos (art. 48 LSA).

La posición de obligacionista es la de titular de un crédito contra la emisora (el art. 282 LSA reza: "la sociedad podrá emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda").

En cualquier manual encontramos los rasgos diferenciales entre ambas categorías. Desde la perspectiva de la retribución el accionista percibe un dividendo que refleja su participación en la marcha del negocio social; el obligacionista percibe un interés generalmente determinado de forma independiente, hecha abstracción de la existencia o no de resultados. El accionista tiene un derecho natural a participar en el gobierno de la sociedad mediante el ejercicio de sus correspondientes derechos políticos, de voto e información, el de elegir y ser elegido administrador, etc. El obligacionista carece de voto, y todo lo más tiene derecho a estar integrado en una asociación de defensa. Por la duración del derecho también la distinción es clara: el accionista, en principio, tiene una posición estable de duración indeterminada; mientras que se dice que la obligación nace para ser fatalmente amortizada a su vencimiento. El accionista está interesado en el reparto del haber líquido social resultante de la liquidación (después de satisfechos acreedores); el obligacionista no tiene derecho a cuota de liquidación, pero sí a ser pagado en el "orden de prelación" con anterioridad a cualquier socio con cargo a los bienes sobrantes. Además, en su condición de acreedor tiene un poder de agresión sobre el patrimonio social (puede instar la ejecución de su crédito) y puede ejercitar las medidas oportunas para conservar su derecho (p. ej.: solicitar la quiebra e insinuar su crédito en la masa pasiva). El accionista tiene derecho a la suscripción preferente de nuevas acciones para evitar la dilución de su posición y el

aguamiento de las reservas; derecho del que carece el obligacionista que no sea el titular de convertibles.

Las aportaciones del accionista se integran en capital y por ende deben sufrir el rigor de las normas de protección en garantía del cumplimiento de sus funciones, lo que no ocurre con la financiación suministrada por el obligacionista: no pueden emitirse acciones al descuento; existe obligación de valoración de aportaciones *in natura*; la restitución de sus aportaciones a los accionistas debe satisfacer ciertos requisitos dispuestos en garantía de acreedores; el incumplimiento de la aportación del accionista hace nacer en favor de la sociedad ciertos mecanismos rigurosos para hacer cumplir la obligación, etc.

Es forzoso advertir una clara tendencia al acercamiento entre las dos categorías o fórmulas de inversión a largo plazo. Existen valores que procuran aprovecharse de ventajas características de la "otra categoría", pudiéndose hablar de una cierta "permeabilidad". Esa permeabilidad opera en varios —si no en todos— los niveles de distinción. Esto permite hablar de "híbridos" por razón de la retribución, por el tiempo de duración del derecho, etc. En el más característico fenómeno de "asimilación", el de la financiación subordinada, el efecto se multiplica simultáneamente en diversos de esos niveles.

Se dice que existe un híbrido cuando en un valor (acción u obligación) se injertan alguna o algunas de las características económicas propias del otro tipo. Surge entonces no un *tertium genus*, sino una desconexión entre la vestidura jurídica (el *nome* y el tipo) y la finalidad económica perseguida. El esquema es el conocido de los negocios indirectos o simulados.

Por eso creo que es incorrecto hablar todavía de "crisis"; El híbrido financiero no tiene una sustancia propia: una acción rescatable es una acción, como es obligación un empréstito subordinado.

El fenómeno de "osmosis" financiera opera en ambos sentidos, además de en diversos niveles, y entonces se puede hablar de acciones híbridas de obligaciones para referirse a acciones en las que se dan características propias de las obligaciones o en las que están asusentes rasgos propios de aquéllas; y al revés, obligaciones híbridas de acciones.

La utilidad de estos productos financieros es muy variada. Su aparición debe ser encuadrada en el marco de un "nuevo sistema financiero" caracterizado, como es sabido, por la desregulación, la innovación y diversificación financiera y la desintermediación y *securitisation*. La mayor libertad de emisión (compatible con el control en interés del público inversor) favorece la aparición de nuevos productos más flexibles y acomodados al gusto cada vez más selectivo del inversor. Surgen así técnicas de "*marketing* financiero" y *project financing* (financiación de proyectos). Para el

éxito del producto es necesaria la incorporación a valores fácilmente negociables en mercados organizados, en donde cada vez más, los bancos y entidades financieras vienen a desempeñar papeles de gestión y de comisionista en la colocación, perdiendo importancia su función tradicional de intermediarios en la circulación de flujos financieros.

Los híbridos pretenden aprovechar "ventajas" de todo orden a costa a veces de sacrificios. Por ejemplo: mejorar la rentabilidad a cambio de perder derechos políticos; ganar en liquidez y disminuir el riesgo, etc. Como no podía ser menos, el peso del creciente fenómeno de la internacionalización de los mercados asegura la rápida difusión de los descubrimientos financieros, existiendo auténticas experiencias legislativas de "recepción". Por otra parte, el Derecho comunitario es un puente de lujo para la introducción de esas novedades en legislaciones tradicionalmente conservadoras o/y rezagadas como la nuestra.

Existen innumerables razones de todo orden para recomendar productos híbridos: fiscales, contables, de orden administrativo... En el orden fiscal la utilidad de los híbridos es evidente: por desgracia el trato fiscal al ahorro es sesgado. La emisión de acciones y de obligaciones no tributa de modo igual (la emisión de acciones está sujeta a operaciones societarias, la de obligaciones está sujeta pero exenta de transmisiones patrimoniales, debiendo satisfacer lo que proceda por actos jurídicos documentados). La retribución de unas y otras tiene muy distinta consideración tributaria: los intereses de préstamos son gastos deducibles del impuesto de renta de sociedades, no así los dividendos... Falta en nuestro Derecho un estímulo fiscal al fortalecimiento de los recursos propios, como ocurre en Francia, pues asistimos a un indeseable estímulo fiscal al endeudamiento. El éxito de los híbridos puede consistir en aprovecharse de esta situación: v. gr. la obligación subordinada "reproduce" en su estructura las características del capital de riesgo, pero tiene la calificación fiscal de deuda.

Otros motivos no se nos escapan. Desde la perspectiva contable la calificación de deuda o de capital de riesgo puede afectar sustancialmente a los *rallos* de solvencia. *Rallos* de solvencia en algunos casos intervenidos administrativamente. El éxito de las obligaciones perpetuas y de la deuda subordinada radica para las entidades financieras en su posibilidad de computación para la cobertura de nivel exigido legalmente de recursos propios. Los híbridos, o ciertos híbridos, permiten salvar dificultades estructurales de ciertas empresas. Por ejemplo: los híbridos de capital son necesarios en las Cajas de Ahorro para suplir la falta de accionistas y el tradicionalmente escuálido nivel de recursos propios; las acciones rescatables, un híbrido de deuda, puede ser la solución a ciertas empresas municipales mixtas que explotan una concesión administrativa, etc.

Las ventajas de adopción de una u otra forma de híbrido varían según

el caso. De hecho, la demanda por formas cada vez más complejas de híbridos financieros es consecuencia del deseo de obtener un beneficio máximo del recurso a la obtención de capitales.

Una auténtica "ingeniería financiera" se preocupa del diseño de productos sofisticados que satisfagan las necesidades del mercado. Por tomar un ejemplo: una compañía interesada en capital de crédito en mercados con altos tipos de interés, puede desear captar recursos ajenos por la vía de emisiones convertibles en acciones que atribuyen al *tenedor* del bono un rendimiento inferior que se compensa con las ventajas de la conversión. Si se desea capital de riesgo pero sin empeorar el índice de endeudamiento ni distorsionar el equilibrio de fuerzas dentro de la sociedad, el emisor puede estar interesado en poner en el mercado acciones sin voto o certificados de participación.

Los híbridos generalmente se utilizan cuando el mercado está cansado de los instrumentos tradicionales por alguna razón. El híbrido convierte así en atractivo un producto financiero que de otro modo *carecería* de demanda en condiciones satisfactorias. Así: la emisión de *warrants* adheridos a obligaciones hace de éstas títulos con atractivos para inversores y especuladores, desempeñando un papel similar al de la prima, etc.

¿Cuáles son las diversas categorías de híbridos? Lograr una clasificación exhaustiva de híbridos es cosa de todo punto imposible. Sin embargo sí pueden señalarse las categorías más frecuentes de híbridos existentes en Derecho comparado:

1) *Convertibles y opciones sobre valores*

El ejemplo prototípico de híbrido es el de un valor financiero de naturaleza mudable, *potencialmente* convertible en otro. Ha hecho fortuna la obligación convertible en acciones a opción del obligacionista, aunque el fenómeno de la convertibilidad es teóricamente mucho más complejo.

Junto a los convertibles debemos citar aquellos instrumentos que representan el derecho (opción) de adquisición/suscripción de otros valores. Ejemplo típico son los llamados "*warrants* financieros".

En ambos supuestos —convertibles y opciones— existe una primera fase, interina, provisional o de pendencia, a la que sucede otra posterior en que se resuelve la transitoria indeterminación de una situación jurídica de socio o de obligacionista. Como el supuesto más típico es la pendencia de la condición de socio, la doctrina francesa habla de "capital condicional".

2) *El capital "mudo"*

Vuelvo a tomar la afortunada y expresiva descripción de un fenómeno productor de híbridos, de la doctrina francesa. Por capital mudo se quiere expresar aquella parte de los recursos propios (capital de riesgo) de la empresa que no lleva aparejada derechos de intervención en la gestión empresarial. Se produce entonces una disociación entre gestión/propiedad, disociación que se instrumenta en un valor. Los mecanismos para el logro de ese propósito —cuya criatura se ha descrito como la "acción sin voz"— pueden ser diversos, el más típico, no el único, es de las acciones sin voto.

3) *Híbridos por la duración*

Uno de los rasgos más característicos —si no el más típico— de la financiación mediante el capital de riesgo es la estabilidad (léase permanencia) de los recursos financieros suministrados. La aproximación entre las dos categorías idealmente contrapuestas —acciones/obligaciones— se produce en un doble sentido: cuando se alargan (incluso indefinidamente) los plazos de amortización o reembolso de crédito y, en sentido contrario, cuando se contempla la amortización de los recursos propios (obligaciones perpetuas y acciones rescatables).

4) *Híbridos por la retribución*

La manera habitual de describir de un modo sintético la contraposición entre valores típicos, es la de señalar las diferencias entre lo que son títulos de "renta fija" y los de "renta variable". En realidad, lo que se quiere indicar es que existen instrumentos cuya retribución consiste en una participación en los beneficios (acciones) y otros en los que la remuneración no depende de la existencia o cuantía de esos beneficios (obligaciones). Sin embargo, de una parte existen múltiples fórmulas de "interesar" o "asociar" al prestamista a la gestión, vinculando su retribución a la marcha próspera o adversa del prestatario (asunción de riesgo por el acreedor) y, de otra, medios para "garantizar" un privilegio retributivo mínimo del socio (parcial exoneración del riesgo empresarial). Son las obligaciones "participativas" y las llamadas "acciones con interés".

5) *La financiación subordinada*

Quizá sea la deuda subordinada el ejemplo más complejo de híbrido financiero. Con el propósito de reproducir en un instrumento de deuda las características económicas de la financiación propia se crean instrumentos financieros híbridos por muchos conceptos. La subordinación —es decir: la postergación de su rango que pasa a ser último— es sólo una de las condiciones o rasgos estructurales de la financiación subordinada.

LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO

Registrador Mercantil de Barcelona. Economista