

# ¿ES POSIBLE RECURRIR A LA FORMA DE SOCIEDAD COOPERATIVA, PARA DESARROLLAR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIA?

JOSÉ LUIS GARCÍA-PITA Y LASTRES

Catedrático de Derecho mercantil de la Universidad de La Coruña

Revista de Derecho del Sistema Financiero 0  
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.00.02.2020>

Septiembre 2020

Págs. 47–118

**RESUMEN:** Cuando, para gestionar sus inversiones de forma rentable, un grupo de inversores concentran sus fondos para que sean invertidos en valores –u otros activos, financieros o no– y gestionados de forma común, bien acudiendo a una vía societaria o bien a una estructura institucional o contractual, dichos riesgos son compartidos por una pluralidad de co-inversores, de modo que los resultados económicos individuales, se obtienen en función de los resultados colectivos. Esta forma de gestión de las inversiones se lleva a cabo en España, con sometimiento a la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión colectiva, cuya Ley exige que, si los inversores proyectan desarrollar la actividad, en forma societaria, deberán adoptar forma de sociedad anónima. En tal caso, la sociedad –que posee personalidad jurídica y un consejo de administración formado por personas que no necesitan ser accionistas– adopta las decisiones de inversión, adoptando los accionistas-inversores un papel eminentemente pasivo. Ahora bien; a pesar de los términos de la Ley, aparentemente prohibitivos, hay que admitir la posibilidad de que una actividad, semejante de inversión colectiva pudiera llevarse a cabo, también, bajo forma de Sociedad Cooperativa. En tal caso, el poder de selección y decisión,

**ABSTRACT:** When a group of investors concentrates its funds to be invested in securities or other financial assets in order to manage its investments profitably jointly managed, either through a corporate channel or through a fiduciary or contractual structure, such risks are shared by a plurality of co-investors, so that the individual economic results are shared, are obtained on the basis of collective results. This form of investment management is carried out in Spain, subject to Law 35/2003 on Collective Investment Institutions, whose Statute requires that, if investors plan to carry out the activity, in corporate form, they must take the form of a Joint Stock Company Limited by Shares. In such a case, the company, which has legal personality and a board of directors made up of persons who do not need to be shareholders, takes investment decisions, with her shareholder-investors taking an eminently passive role. However, despite the apparently prohibitive terms of the Act, it must be admitted that such a collective investment activity could also be carried out in the form of a cooperative society. In such a case, the power of selection and decision, referring to investments, would be found, not in the Society herself, but in

en materia de inversiones, se hallaría, no en la Sociedad, sino en los propios accionistas-inversores ya que se trata de una organización corporativa de carácter democrático –no plutocrático– y auto-gestionado. Y un análisis detenido de la legislación sobre sociedades cooperativas muestra que no solamente es posible lo anteriormente expuesto, sino que –además– en el Derecho de Cooperativas existen figuras que podrían proporcionar unos servicios y utilidad análogas a las que existen en las sociedades – anónimas – de inversión colectiva.

**PALABRAS CLAVE:** Inversión colectiva, Sociedad anónima, capital variable, Cooperativa, "principio de puerta abierta", autogestión, compartimentos, secciones, valores negociables

the shareholders-investors themselves, since it is a democratic, not plutocratic, and self-managed corporate organization. A careful analysis of the legislation on cooperative societies shows that not only is it possible to do so, but, in addition, there are figures in the law of cooperatives that could provide services and utility similar to those existing in companies –joint stock public companies limited by shares– of collective investment.

**KEYWORDS:** Collective investment, Public limited company, variable capital, Cooperative, "open door principle", self-management, compartments, sections, negotiable securities

**SUMARIO:** I. INTRODUCCIÓN. II. AUTOPROMOCIÓN FINANCIERA INMOBILIARIA E INVERSIÓN COLECTIVA. 1. *La «inversión»: fundamentos económicos.* 1.1. CONCEPTO Y CLASES DE «INVERSIÓN». LA INVERSIÓN COMO FENÓMENO NUCLEAR EN EL SISTEMA FINANCIERO. 1.2. INVERSIÓN E INVERSIÓN «COLECTIVA»: LAS DIVERSAS MODALIDADES DE GESTIÓN DE LAS INVERSIONES. 2. *El derecho de las IIC, en el contexto del derecho del sistema financiero, de los mercados de valores y de los servicios de inversión.* III. VIABILIDAD DE LA FORMA DE SOCIEDAD COOPERATIVA, PARA DESARROLLAR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIA. 1. *Presencia de las organizaciones empresariales/societarias de tipo mutualístico o cooperativo, en el ámbito de los operadores profesionales del sistema financiero.* 1.1. CONSIDERACIONES Y GENERALES. 1.2. LA «AUSENCIA» DE LA COOPERATIVA, DEL ÁMBITO DE LA LEGISLACIÓN SOBRE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. 2. *Aptitud de las organizaciones empresariales/societarias de tipo mutualístico o cooperativo, como potenciales empresas de inversión colectiva.* 2.1. LA APTITUD DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES/SOCIETARIAS DE TIPO MUTUALÍSTICO O COOPERATIVO, COMO POTENCIALES EMPRESAS DE INVERSIÓN COLECTIVA, DESDE EL PUNTO DE VISTA CONSTITUCIONAL. 2.2. LA APTITUD DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES/SOCIETARIAS DE TIPO MUTUALÍSTICO O COOPERATIVO, COMO POTENCIALES EMPRESAS DE INVERSIÓN COLECTIVA, DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL DERECHO COOPERATIVO. A. EL CARÁCTER «NO LUCRATIVO» DE LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS; ¿UN OBSTÁCULO INSALVABLE PARA UTILIZARLAS COMO INSTRUMENTO AL SERVICIO DE UNA GESTIÓN AUTÓNOMA Y AUTOGESTIONADA DE LA INVERSIÓN?. B. EL CARÁCTER DEMOCRÁTICO Y AUTOGESTIONADO DE LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS, COMO INSTRUMENTO AL SERVICIO DE UNA GESTIÓN AUTÓNOMA Y AUTOGESTIONADA DE LA INVERSIÓN. C. LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS, COMO SOCIEDADES DE CAPITAL VARIABLE Y REGIDAS POR EL PRINCIPIO DE «PUERTA ABIERTA», Y LA LIQUIDEZ DE LAS INVERSIONES COLECTIVAS. D. LAS «SECCIONES» DE LAS COOPERATIVAS, COMO ALTERNATIVA A LOS «COMPARTIMENTOS» DE LAS IIC. E. LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS, COMO EMISORAS VOCACIONALES DE VALORES PARTICIPATIVOS. IV. BIBLIOGRAFÍA.

## I. INTRODUCCIÓN

*Con la Ley nº 5/2015, de 27.04.2015, de Fomento de la Financiación empresarial [L.Fom.Fin.Emp.], que introdujo en España la figura de las «plataformas de financiación participativa» –empresas mediadoras «online» en operaciones de «crowdfunding» financiero, a título lucrativo–, surgieron proyectos empresariales*

*promovidos por emprendedores a quienes preocupaba su engarce legal en el régimen jurídico-administrativo de supervisión, inspección y sanción de las «plataformas». Especialmente intensa era la preocupación de aquellas «startups» cuya actividad se movía en una zona gris entre el comercio inmobiliario, la promoción inmobiliaria y la intermediación financiera inmobiliaria, ya que –con frecuencia– recurrían al público para captar recursos financieros destinados a la inversión inmobiliaria, con riesgo de verse ora sometidas a la ordenación, supervisión, control y disciplina de los distintos intermediarios y actividades del Sistema Financiero, ora de sufrir sanciones y otras medidas restrictivas, precisamente por desarrollar las actividades propias de su modelo de negocio, con infracción o en fraude de aquellas normas de ordenación y disciplina. Estas entidades proyectaban –o estaban llevando a cabo, ya antes de entrar en vigor la L.Fom.Fin.Emp.– un modelo de negocio que se caracterizaba –desde el punto de vista funcional– por desarrollarse ora con terceros promotores, ora sin terceros promotores; es decir a través de lo que podría describirse como «auto-promoción»; término «promoción» [incluida su variante de «auto-promoción»] que emplearé en un sentido análogo al que tiene cuando lo emplea la Ley nº 12/1992, de 27.05.1992, de Contrato de Agencia, que puede ser extensible a otros contratos análogos, como el Corretaje mercantil, aunque el concepto «promoción con terceros promotores» significa –más precisamente– la forma de promoción típica de los arts. 46 y ss., L.Fom.Fin.Emp. Así; la distinción entre «promoción con terceros promotores» y «autopromoción», en este contexto, se basará –fundamentalmente– en que la «promoción con terceros promotores» es una promoción en la que las entidades promotoras mencionadas actúan –actuaban– por cuenta de un Tercero que presentaba un proyecto de inversión o financiación, para el cual solicita fondos del público [«financial or equity crowdfunding»], proponiéndolo a potenciales inversores, mientras que –por el contrario– la «autopromoción» es –era– una promoción en la que alguna de las entidades mencionadas actuaba por cuenta propia... y en interés o para satisfacer el interés de sus clientes –demandantes de bienes inmuebles– o inversores, y no de un Tercero promotor de proyectos, toda vez que no se ofrecían proyectos ajenos, sino que se promocionaban inmuebles y servicios propios de la Entidad «promotora».*

De ambos modelos, el primero parecía reunir todos las características que definen esa actividad recientemente sometida a ordenación y supervisión, bajo el «nomen iuris» de «*financiación participativa en plataforma*» [Tít. Vº, L.Fom.Fin.Emp.]. En cambio, el segundo resulta ajeno a ese ámbito, pero no por ello deja de suscitar dudas en cuanto a su propia naturaleza jurídica y régimen al que debería quedar sometido, pues nos movemos en un contexto socioeconómico y normativo de profunda intervención pública –legislativa y administrativa– sobre sectores y sujetos propios del Sistema Financiero; «*delicado equilibrio entre instituciones, mercados e instrumentos financieros y técnicas operatorias, con una doble y esencial función: a) garantizar el abastecimiento de medios de pago a la Economía en las mejores condiciones de estabilidad, y b) fomentar la formación del ahorro y facilitar su canalización, permitiendo*

la más eficaz asignación de ese recurso escaso»<sup>1</sup>, como refleja la STC., Pleno, nº 133/1997, 16.07.1997 (RTC 1997, 133), cuando manifiesta que:

«1. ... Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos<sup>2</sup> (demanda), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero».

El Sistema Financiero es un sector económico formado por diversos subsectores muy característicos<sup>3</sup>: el mercado bancario, el mercado de

1. STC. nº 133/1997, de 16.07.1997 (RTC 1997, 133), citada por SANZ CABALLERO, J.I.: «Derivados financieros», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona, 2000, p. 47. VVAA., «Operaciones bancarias», dir., por J.R. Marqués Fernández-Florez, coord. N.B.R. Fenollera, edit. CISS., S.A., Valencia, s/f., p. 27. Vid., sobre todo, PEREZ DE ARMIÑAN, G., «Legislación Bancaria española», edit. SERVICIO DE PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA, 6ª ed., Madrid, 1983, p. 3. VICENT CHULIÁ, F., «Introducción al Derecho Mercantil», edit. TIRANT LO BLANCH, 18ª ed., Valencia, 2005, p. 899. SERVICIO DE ESTUDIOS DE LA BOLSA DE BARCELONA., «Capítulo 29. La Empresa familiar española y los mercados bursátiles», en VVAA., «El Patrimonio familiar, profesional y empresarial. Sus protocolos», coord. por M. Garrido Melero y J.Mª. Fugardo Estevill, coord. sectorial: F. Vicent Chuliá, t. Vº, «Capitalización, inversión y financiación de la empresa familiar. El acceso a Bolsa», edit. BOSCH, S.A./CONSEJO GENERAL DE NOTARIADO/BBVA., 1ª ed., Barcelona, 2005, p. 593, señalando que «las funciones de los mercados de valores en una economía son, básicamente, dos, que se complementan mutuamente: (1) el suministro de financiación a los diversos agentes económicos que la demandan a través de dichos mercados, acercando a ellos los inversores que disponen de fondos (función de intermediación, propia del mercado primario o de emisión), y (2) la provisión regular de liquidez». En sentido parecido, indirectamente, vid. LOVETT, W.A., «Banking and financial institutions in a nutshell», edit. WEST PUBLISHING, Co., 2ª ed., St.Paul (Minn.), 1987, p. 1.
2. Sobre esta finalidad, como la esencial y definitoria, vid. POSER, N.S., «Broker-Dealer Law and Regulation. Private Rights of Action», edit. LITTLE, BROWN & Co., Boston/N.York/Toronto/Londres, 1995, p. 1. Por su parte, POZEN, R.C. «Financial Institutions: Investment management. Cases, material and problems», edit. WEST PUBLISHING Co., St.Paul (Minn.), 1978, pp. 1 y ss., señala que los intermediarios financieros —«Financial Institutions»— son intermediarios entre ahorradores y oportunidades de inversión: acumulan grandes masas de capital, que captan de los ahorradores, e invierten dichos capitales en un amplio abanico de actividades, como la industria o el sector inmobiliario. MORÁN GARCÍA, M.E., «Derecho de los Mercados financieros internacionales», edit. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 2002, pp. 45 y s.
3. Al comienzo del Nº II, E.M./LFin., se señala cómo «el capítulo I establece determinadas medidas para el fomento de la eficiencia del sistema financiero, tanto en el mercado de valores como en el de crédito y en el de seguros», lo cual revela varios hechos de trascendencia: en primer término, que el Sistema financiero es un sector económico. Y, en segundo lugar, que ese sector económico que es el Sistema financiero está formado, básicamente, por un esqueleto; por una estructura integrada por diversos mercados muy característicos. En este mismo sentido de configurar al Sistema Financiero como conjunto de mercados, e incluso de identificar —o casi— «Sistema Financiero» y «Mercado Financiero», vid. BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F., «Manual de Derecho mercantil», t. II, «Contratos mercantiles. Derecho de los títulos-valores. Derecho concursal», edit. TECNOS, S.A., 12ª ed., Madrid, 2005, p. 275. PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J.L., «Capítulo

valores, y –por fin– el mercado de seguros, y si se representa como “*un delicado equilibrio*» de todos sus elementos integrantes, con objeto de lograr la doble finalidad de canalizar el ahorro hacia la inversión, de forma eficiente, y proporcionar al sistema económico medios de pago, en condiciones de estabilidad, parece lógico preguntarse por qué y cómo ese equilibrio<sup>4</sup>, sobre todo, si tal equilibrio es «*delicado*». Pues bien; salvo como pura entelequia<sup>5</sup>, no parece fácil alcanzar un equilibrio espontáneo del Sistema, por el juego eficiente de la oferta y la demanda: esto no sucede en ninguno de los ámbitos de las relaciones humanas. Más bien el equilibrio del sistema constituye una *tarea*, a cuyo logro coadyuvaran diversos factores; entre ellos el factor jurídico<sup>6</sup>: el Derecho *debe contribuir* a lograr el *equilibrio* de un sistema financiero, facilitando el logro de sus dos objetivos: «*canalizar el ahorro hacia la economía real*» y de «*proteger a los clientes*». En este sentido, POSNER afirmaba categóricamente que no se puede dar por supuesta la eficiencia de los mercados financieros y de valores, porque «*la amplia regulación de estos mercados por la «Securities and Exchange Commision» –POSNER*

66. La Contratación en el Mercado de Valores», en VV.AA., «*Derecho mercantil*», t. II, «IV. Títulos-valores. V. Obligaciones y contratos mercantiles. VI. Derecho concursal mercantil. VII. Derecho de la Navegación», coord. por G.J. Jiménez Sánchez, edit. ARIEL, S.A., 11ª ed. actualizada, Barcelona, 2006, p. 353. BENEYTO, J.Mª y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Capítulo 1. Introducción. Un Mercado de Valores Europeo integrado», en VV.AA., «*El Espacio Financiero Único en la Unión Europea. Los mercados de valores*», dir. por J.M. Beneyto y A. Martínez-Echevarría, edit. FUNDACIÓN ICO/MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona, 2005, pp. 13 y ss. CARBAJALES, M., «*La regulación del Mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A./ BIBLIOTECA DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Madrid/Barcelona, 2006, *passim*. En Italia, COSTI, R., «*L'Ordinamento bancario*», edit. «IL MULINO», 3ª ed., Bolonia, 2000, p. 177. En Inglaterra, vid. SABALOT, D. y EVERETT, R.J.C., «*The Financial Services and Markets Act 2000*», edit. BUTTERWORTHS-LEXIS NEXIS, UK., Londres, 2004, pp. 1 y 53, quienes se refieren a la FSMA./2000, como una ley cuyas predecesoras fueron la «*Banking Act*», de 1987, la FSA./1986 y la «*Insurance Companies Act*» [ICA.], de 1982, de modo que se aprecia la convergencia normativa de los distintos sectores del sistema financiero británico. Más tarde, señalan que las citadas leyes –además de otras, como la «*Building Societies Act*», de 1986, la «*Credit Unions Act*», de 1979 y la «*Friendly Societies Act*», de 1992– fueron fundidas o consolidadas en la FSMA./2000, que regularía en un sólo texto las actividades reguladas por aquellas otras leyes

4. BROSETA PONT, M., «Introducción», en «*Estudios de Derecho bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*», ed. TECNOS, S.A., Madrid, 1971, p. 15, quien señala que «*en cualquier economía adscrita al sistema capitalista –o neocapitalista– el mercado de valores mobiliarios (mercado de oferta y demanda de recursos financieros) debe funcionar con la máxima perfección posible*».
5. Aunque ha habido momentos en que se creyó en la plena eficiencia de los mercados financieros, como sucedió en los EE.UU., antes de la Crisis de 1929 [BELANDO GARÍN, B., «*La Protección pública del Inversor en el Mercado de Valores*», edit. THOMSON – CIVITAS EDICIONES, S.L., Madrid, 2004, p. 25].
6. BROSETA PONT, M., «Introducción...», cit, p. 15, quien señala que la Perfección en el funcionamiento de todos los elementos del mercado de valores «*será puramente utópica o «formal» si la Administración notutela y controla adecuadamente el mercado de capitales y a sus protagonistas... El control institucional del mercado de valores es indispensable para evitar abusos y mixtificaciones...*».

centraba su atención en los mercados de capitales— *se basa en la premisa de que sin semejante regulación no funcionarían adecuadamente*»<sup>7</sup>, así como advertía de la finalidad de proteger a los depositantes, tratando —mediante fondos de garantía de depósitos— de evitar las graves consecuencias de las quiebras bancarias<sup>8</sup>.

Esa profunda intervención del Poder Público, amparada en disposiciones tales como la Ley nº 10/2014, de 26.06.2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito [LOSupSolv.Ecr.], el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo nº 4/2015, de 23.10.2015 [Tref.LMV.]; la Ley nº 20/2015, de 14.07.2015, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras; la Ley nº 2/1981, de 25.03.1981, del Mercado Hipotecario; la Ley nº 35/2003, de 04.11.2003, de Instituciones de Inversión Colectiva [LIIC.]... —y no mencionaré otras disposiciones, también importantísimas, que contribuyen a proporcionar el armazón de nuestro Derecho del Sistema Financiero—, se sirve con frecuencia de las técnicas más agresivas: autorizaciones y deberes de inscripción registral administrativa, como condiciones «*sine quibus non*» para el desarrollo de las actividades afectadas, ya que —en principio— toda autorización presupone una previa prohibición operativa, de modo que se recurre a autorizaciones que son, a la vez funcionales, operativas, constitutivas, conformadoras y de inserción, porque las propias prohibiciones son prohibiciones funcionales, operativas, constitutivas. Así pues; todo este conjunto de normas de ordenación y supervisión comparten una serie de pautas de *regulación* comunes, incluyendo:

- a) Tipificación de actividades: lo primero que se hace es delimitar el concepto de actividad bancaria; de servicios de inversión, etc.
- b) Reserva exclusiva de las actividades: el desarrollo de tales actividades queda reservado, con carácter tendencialmente privativo, a los sujetos profesionales, propios de los correspondientes mercados.
- c) Imposición legal de *condiciones* para el *acceso* a dichas actividades; condiciones cuya concurrencia se verifica, fundamentalmente, a través del régimen de autorización.

7. POSNER, R.A., «*Economic Analysis of Law*», edit. LITTLE, BROWN & Co., 3ª ed., Boston/Toronto, 1986, pp. 420 y s.

8. Tras la última Gran Crisis Financiera de comienzos de la segunda década del siglo XXI, el mismo POSNER comenzó a poner en cuestión el clásico paradigma del *laissez-faire*, aduciendo que la Crisis fue la consecuencia trágica de los errores derivados de la desregulación financiera, una demostración de la falta de eficiencia de los mercados; un fallo del capitalismo que justifica la intervención de los poderes públicos LINDE, L.M., «Los mercados, los gobiernos y sus fracasos», *recensión a POSNER, R.A., «A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression»*, en «Revista de Libros», 2ª época, 2018, agosto, <https://www.revistadelibros.com/articulos/un-fallo-del-capitalismo-la-crisis-de-2008-segun-richard-posner>



- d) Imposición legal de condiciones sucesivas de ejercicio de dichas actividades<sup>9</sup>, lo cual comporta un control *prudencial* sucesivo –y en el caso de la Banca, también un control monetario–, por parte de las Administraciones públicas sectoriales de supervisión, etc.

Las prohibiciones son funcionales... porque afectan a determinadas actividades empresariales que, siendo de índole privada y –por tanto– hallándose amparadas por el art. 38, Const.Esp., se consideran –a la vez– enucleadoras de intereses generales y constitutivamente peligrosas o arriesgadas, de modo que es preciso someterlas a una prohibición. Pero –claro está– la prohibición –y el régimen de autorización– deben circunscribirse a esas actividades que generan riesgos económicos –de solvencia, de liquidez, de rentabilidad–, para los potenciales inversores, y enuclean, en torno a ellas, los intereses generales; solamente, únicamente a esas actividades... y no a otras, por mucho que resulten parecidas, porque la Libertad de Empresa debe ser reconocida y tutelada mientras no se den circunstancias objetivas que legitimen el recurso –vía art. 53, Const.Esp.– a la ordenación y limitación, mediante Ley, y a la habilitación –por Ley– a la Administración sectorial, para que despliegue las potestades interventoras que proceda o convenga.

## II. AUTOPROMOCIÓN FINANCIERA INMOBILIARIA E INVERSIÓN COLECTIVA

Los arts. 203 y ss., Tref.LMV. sugieren una clasificación de los inversores en: «profesionales» y «minoristas», y entre los primeros el art. 205, nº 2, apdo. 4º incluye a las «instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras». Así pues; las Instituciones de Inversión Colectiva [IIC.] y sus sociedades gestoras [SGIIC.] pueden típicamente «invertir» en todo tipo de activos financieros, tales como acciones, obligaciones o valores de la Deuda Pública, cédulas, bonos y participaciones hipotecarias; bonos de titulización, cédulas territoriales... y los demás valores relacionados con ellos; es decir: adquirirlos por compraventa... y enajenarlos por análogo título. Bien, pero ¿quiénes son o qué son esas Instituciones o IICs. y sus sociedades gestoras [SGIIC.] y qué papel juegan en este ámbito? De las IIC. y las SGIIC. apenas hallaremos rastro en la Legislación bancaria más importante –solamente se las menciona diez veces en la LOSupSolv. Ecr.–, y tampoco siquiera en el mismísimo Tref.LMV. –solo aparecen 26 menciones– y en sus disposiciones de desarrollo. Sea como fuere; sea mayor o menor el número de alusiones, ciertamente no constituyen una regulación.

Lo primero, no puede sorprender en absoluto: la actividad de las IIC. es –claramente– una actividad no-bancaria... Más extraño puede parecer, al observador no avisado, el olvido o el desinterés en la Ley del Mercado de Valores –Tref.LMV./2015/2018–, pues si no hallamos más en ella, es porque las IIC. y las SGIIC. vienen reguladas en otras disposiciones, extravagantes al Tref.LMV., a pesar de que IIC. y SGIIC. son –claramente– protagonistas de los mercados

9. TAPIA HERMIDA, A.J., «Derecho del Mercado de Valores», edit. J.M.BOSCH, EDITOR, S.A., Barcelona, 2000, p. 18.

de valores, inversores institucionales y profesionales de la intermediación financiera, lo cual –indefectiblemente– lleva a plantear una cuestión obvia: ¿Por qué las IIC. y las SGIIC. se encuentran reguladas en otras disposiciones *distintas*, extravagantes al Tref.LMV? Pues bien; si las IIC. se someten a un régimen contenido en disposiciones como la LIIC. y su Reglamento, aprobado por Real Decreto nº 1082/2012, de 13.07.2012 [RIIC./2012], que son normas de Derecho económico y –por tanto– de ordenación sectorial, que tratan de establecer regímenes de supervisión, inspección y sanción, es porque las IIC. no son simples inversores, sino también «emisores» de valores y –sobre todo– «intermediarios financieros» indirectos, no-bancarios.

Ahora bien; los emisores de valores están, sí, sometidos a una cierta regulación jurídico-administrativa, representada por el Tít. IIIº, Tref.LMV. y el Real Decreto nº 1310/2005... pero esa regulación ni de lejos llega a la amplitud, profundidad y exigencia de la LIIC., el RIIC./2012 etc., para con las IIC., lo cual –a su vez– precisa de una propia justificación o explicación adicional. Y es que las IIC. no son simples inversores, ni siquiera se limitan a ser –también– simples «emisores»-no cualificados– de valores... sino que son intermediarios financieros profesionales. Porque –en efecto– la segunda nota distintiva de las IIC. es que constituyen ejemplos paradigmáticos de inversión mediata o indirecta, porque las IIC. recurren al ahorro público; es decir: que captan los ahorros de los pequeños inversores, como una inversión de capital que, inmediatamente, se materializa en sus acciones o sus participaciones, y –seguidamente– ellas mismas invierten estos recursos de capital, en los activos financieros o reales que han de procurar la «*performance*» colectiva que deriva de su correcta gestión global<sup>10</sup>. Así, los recursos o capitales provenientes de las aportaciones de sus socios o partícipes se invierten en la adquisición de valores, derechos o instrumentos financieros emitidos por otras entidades, y otros activos no financieros, frecuentemente muy diversificados, con el fin de obtener, mediante su adecuada *administración* [Pe: el arrendamiento de bienes inmuebles daba titularidad de IIC. inmobiliarias] o su *sustitución* por otros más sólidos y rentables, los *más altos* rendimientos económicos. Además, el carácter colectivo de la inversión permite, ante todo, limitar la cuantía de las aportaciones –y por tanto, los riesgos– asumidos por los inversores, ya que las IIC. pueden constituirse mediante aportaciones de un montante reducido, por parte de los socios o partícipes<sup>11</sup>. Esta sucesión; este proceso recurrente de apelación al ahorro público, mediante emisión de valores participativos o de deuda –que no son, o no tienen por qué ser hipotecarios–, e inversión de los recursos captados y administración de sus carteras de activos, constituye intermediación financiera, no bancaria, pero sí precisada de ordenación y supervisión, en cuanto afecta a los intereses de la masa de pequeños ahorradores, inversores de capital, que son propios intereses generales. Pero vayamos por partes.

10. GARCÍA NOVOA, C., «Fiscalidad de la inversión bursátil en el IRPE», edit. IUSTEL, 2006, p. 223.

11. LE BRUN, J., «La protection de l'Épargne publique et la Commission Bancaire», con la colaboración de C.Lempereur, edit. ÉTABLISSEMENTS ÉMILE BRUYLANT, S.A., Bruselas, 1979, p. 373.



## 1. LA «INVERSIÓN»: FUNDAMENTOS ECONÓMICOS

### 1.1. Concepto y clases de «inversión». La inversión como fenómeno nuclear en el Sistema Financiero

El concepto «*instituciones de inversión colectiva*» se halla integrado por tres vocablos o nociones que deben ser analizadas, una por una, para conocer y comprender cabalmente su régimen jurídico. En mi opinión, la primera de las citadas nociones que debe ser analizada, es la noción de «*inversión*», siguiendo –en segundo lugar– por el adjetivo «*colectiva*», para finalizar tratando del significado y ámbito de las «*instituciones*», por si éstas fueran especiales sólo en razón de su actividad, y no de su naturaleza, o –en caso contrario– por si esa misma actividad explicase la necesidad de una forma jurídica de organización distinta de la societaria [como –hasta cierto punto– es el caso, según veremos]. Desde luego, el término «*inversión*» presenta una notable complejidad<sup>12</sup>.

Desde la perspectiva macroeconómico y partiendo del concepto de Renta Nacional o Producto Interior Bruto<sup>13</sup>, la noción de Inversión designa o alude al incremento de los *bienes de capital* del Sistema económico en su conjunto<sup>14</sup>, y el concepto de Capital, en la acepción que se utiliza aquí, designa el conjunto de los bienes concebidos, no para satisfacer directamente las necesidades humanas, sino para ser utilizados en la producción de otros bienes<sup>15</sup>. Por eso se habla de «*bienes de capital*» y de «*bienes de inversión*», como conceptos sinónimos<sup>16</sup>. Mas, con ser interesante, esta noción macroeconómica de «*Inver-*

12. Para empezar, más que jurídico, es un concepto económico, e incluso reducido al plano de lo meramente económico, el término «*inversión*» presenta varias acepciones diversas –aunque muy parecidas y relacionadas, las unas y las otras–, por cada distinta rama de la Ciencia Económica: una acepción para la Macroeconomía –o lo que es igual: desde la perspectiva del papel de la inversión en el cálculo del PNB.–, y otra para la Microeconomía, la Teoría Económica o la Economía de la Empresa. Vid. PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «*La Inversión directa en el régimen de las inversiones extranjeras*», edit. EUNSA., Pamplona, 1986, p. 1.

13. Pues bien; cuando para medir el PIB, a efectos de la contabilidad nacional, se adopta lo que se denomina el «*enfoque output*» –Es decir: obtener el valor total de la producción en un país, a partir de la suma de las producciones que obtengan todas y cada una de las empresas de ese país [LIPSEY, R.G., «*Introducción a la Economía política*», adaptación a la economía española por J.Tugores, edit. VICENS VIVES, 12<sup>a</sup> ed. esp., trad de la 7<sup>a</sup> ed. inglesa por. J.Tugores, Barcelona, 1996, p. 535. SAMUELSON, P.A., «*Curso de Economía Moderna*», trad. y nota preliminar de J.L.Sampedro, 17<sup>a</sup> ed. esp., adaptado a la 9<sup>a</sup> ed. americana por L.García De Diego, edit. AGUILAR, Madrid, 1975, p. 198].

14. SAMUELSON, P.A., «*Curso de Economía Moderna*», cit., 17<sup>a</sup> ed. esp., adaptado a la 9<sup>a</sup> ed. americana, p. 206. LIPSEY, R.G., «*Introducción...*», cit., 12<sup>a</sup> ed. esp., trad de la 7<sup>a</sup> ed. inglesa, p. 538. Asimismo, vid. Voz «*Inversión bruta*», en Glosario de LIPSEY, R.G., «*Introducción...*», cit., 12<sup>a</sup> ed. esp., trad de la 7<sup>a</sup> ed. inglesa, p. 919. MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía. Teoría y Política*», edit. MCGRAW-HILL, Madrid/Bogotá/Bs.Aires/Guatemala/Lisboa/México/N.York/Panamá/S.Juan/Santiago/São Paulo,..., 1989, pp. 294 y ss.

15. MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía...*», cit., p. 25.

16. En definitiva, la inversión puede ser definida como todo *gasto realizado en activos reales* dentro de la nación, como un todo [PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «*La Inversión directa...*», cit., pp. 1 y ss.].

sión», no es la que interesa; como tampoco la perspectiva microeconómica<sup>17</sup>, que no arroja más que una pálida luz sobre la cuestión. Por tanto, debemos adoptar una perspectiva financiera, que haga hincapié en el hecho de que los bienes de capital *son adquiridos* por otros sujetos<sup>18</sup>; que son adquiridos de forma onerosa; por un precio. En este sentido, hablar de la producción de bienes que no son de consumo sugiere que dichos bienes se hallan destinados a *otros fines*-que *no son* fines de consumo-, y que producen *otro tipo de utilidad*, que no se resume en aprovechar su valor en uso, sino su *valor en cambio* o su *capacidad de generar rendimientos*, de modo que la adquisición de esos bienes no destinados al consumo supone que quien los *adquiere*, si lo hace *onerosamente*; si paga por ellos un «*precio*», probablemente espere que el *otro tipo de utilidad* compense, e incluso *exceda* del sacrificio económico soportado para adquirirlos. Desde este punto de vista, el término «*inversión*» describe –«*prima facie*»– el fenómeno de la *aplicación del dinero* acumulado –«*ahorro*»-, en un proceso de *inversión*. En efecto; es obvio que el Dinero desempeña, entre sus varias funciones, la de instrumento o medio de ahorro. En efecto; como el Dinero es un medio de cambio tan universal, ya que permite la adquisición de toda clase de bienes y derechos de carácter patrimonial, esa virtualidad suya confiere a quien lo posee la *facultad de elegir qué adquirirá*, y *qué no* adquirirá, con el dinero que posee, comenzando por la libertad de decidir si *adquiere* o si *no* adquiere. Y como el Dinero es tendencialmente inconsumible, dicho sea en términos estrictamente físicos, entonces quien no lo gasta, lo acumula; ahorra. Y, al ahorrar, incrementa el propio volumen de poder patrimonial abstracto –*Dinero*– que posee, y –correlativamente– incrementa las posibilidades reales de *elegir su aplicación*; es decir: incrementa las posibilidades de seleccionar entre diferentes fines alternativos de gasto del Dinero; posibilidad que encuentra su amparo jurídico, incluso en el mismísimo nivel constitucional; en el mismo plano del Modelo Constitucional económico [art. 33, Const.Esp.]. Así; como mínimo, es muy posible que el Sujeto que posee una determinada cantidad de dinero, pueda ir seleccionando –en función de sus necesidades, apetencias y utilidad– diversas aplicaciones: 1) Gastos necesarios o de procura existencial; 2) Gastos suntuarios; 3) Prevención; 4) Previsión/aseguramiento y 5) Inversión. Por consiguiente, la noción de «*inversión*» se nos presenta asociada al fenómeno del ahorro, como una de las varias diferentes alternativas de gasto; como una de las diferentes *opciones* de *adquisición* de bienes y/o servicios, que se ofrecen a quien ahorra, y que se define –funcional y negativamente– porque ni es un gasto de procura existencial, ni es un gasto suntuario, ni es un acto de prevención... ni siquiera lo es, propiamente, de previsión, sino que persigue

17. Ciertamente, se aprecian algunas interesantes diferencias respecto del enfoque macroeconómico, pero no se trata de diferencias de esencia, sino de perspectiva; de enfoque, pues «*los términos inversión y bienes de inversión se utilizan de la misma forma en macroeconomía que en microeconomía*», significando «*el acto de producir bienes que no son para consumo inmediato*» [LIPSEY, R.G., «*Introducción...*», cit., 12ª ed. esp., trad de la 7ª ed. inglesa, p. 538].

18. MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía...*», cit., p. 295.

una finalidad diferente, aunque hay que reconocer que –en ciertos casos– los límites entre inversión y previsión se hacen enormemente difusos.

Para no caer en un círculo vicioso, podemos, ya, definir el concepto «Inversión», como el *gasto* realizado para la *adquisición de activos* económicos, con la intención de obtener una *rentabilidad*<sup>19</sup>; noción que –salvadas las evidentes distancias– se asemeja en buena medida a la noción que ofrece el Diccionario R.A.E., donde la voz «Inversión» se define en relación con *bienes o caudales*, y equivale a “*emplearlos o colocarlos [tales bienes o caudales] en aplicaciones productivas*” en sentido amplio, porque ese beneficio, producto o rendimiento, no solamente puede consistir en el mero uso de los bienes y los caudales, sino que –por otra parte– incluso puede suceder que no llegue a producirse el beneficio esperado<sup>20</sup>. Se trata, pues –en definitiva–, de la aplicación de capital dinerario con fines inversores [«Anlage»]<sup>21</sup>, lo cual sugiere o denota que invertir consiste –en definitiva– en la realización de actos jurídicos *onerosos* que implican *gasto de dinero en la adquisición de activos* menos líquidos –tanto financieros [en cuyo caso se habla de inversión *financiera*<sup>22</sup>], como reales [en cuyo caso se habla de inversión *real*<sup>23</sup>]-, con ánimo de obtener un

19. GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A., «Capítulo 4. El Inversor particular. El Inversor profesional (OICVM.)», en VVAA., «*El Espacio Financiero Único de la Unión Europea. Los Mercados de valores*», dir. por J.M<sup>a</sup>. Beneyto y A. Martínez-Echevarría, edit. FUNDACIÓN ICO/MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona, 2005, p. 78, quien afirma lo siguiente: «la inversión supone la colocación de dinero, bien procedente del ahorro, o bien del crédito, en determinados activos mobiliarios o inmobiliarios, con el fin de obtener una determinada rentabilidad o una plusvalía». PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «*La Inversión directa...*», cit., p. 3. PRIETO PÉREZ, E. «El Seguro como inversión», en Prev. y S., 1989, n<sup>o</sup> 1, septiembre/octubre, p. 69. Este noción parece adivinarse, aunque de modo implícito, en TAMAMES, R., «*Curso de Economía*», edit. ALHAMBRA-LONGMAN, S.A., Madrid, 1982, p. 237, donde comienza un epígrafe dedicado a la Inversión Colectiva con las siguientes palabras: «*Como cualquier otra inversión, la que se hace en Bolsa tiene sus riesgos...*», lo que parece sugerir que está utilizando un concepto de inversión que no coincide, ni con la visión macroeconómica ni aún con la microeconómica, sino con la visión más propia de los «legos» [SAMUELSON, P.A., «*Curso de Economía Moderna*», cit., 17<sup>a</sup> ed. esp., adaptado a la 9<sup>a</sup> ed. americana, p. 206, decía que: «*Para el economista, la inversión siempre significa formación del capital real, o sea, producción de más bienes y existencias, de más fábricas, casas y máquinas. Para el lego, por el contrario, inversión significa emplear el dinero en comprar una acción antigua en Bolsa, comprar un solar o abrir una cuenta de ahorro*». Y, sin embargo, el mismo SAMUELSON termina por utilizar este concepto «lego» de Inversión, al tratar de la inversión bursátil: vid. p. 86: «*Cómo invertir: No existen reglas garantizadas y sencillas para ganar dinero en el mercado de valores*»].
20. NUÑEZ LAGOS, F., «*Inversiones extranjeras. Régimen de adquisición y transmisión de bienes*», edit. JUNTA DE DECANOS DE LOS COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1984, p. 11.
21. BAUR, J., «5 Kapitel. Investmentgeschäfte. 17 Investment-Begriff und Investment-Idee», en VVAA., «*Handbuch des Kapitalanlagerechts*», dir. por H-D. Assmann y R.A. Schütze, edit. C.H.BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, Munich, p. 533.
22. MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía. Teoría y Política*», cit., p. 26.
23. MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía. Teoría y Política*», cit., p. 26.

*rendimiento*<sup>24</sup>; es decir: con el propósito de obtener *rentabilidad*, o un superior nivel de *seguridad*, o incluso un determinado nivel de liquidez, aadaptado a las necesidades concretas de desinversión de sujeto inversor. Y es que si –en efecto– todos los activos financieros –y, posiblemente, también todos los activos *económicos*– poseen como notas características las de la liquidez, entendida como *la mayor o menor aptitud de un activo financiero para ser convertido en un activo monetario*–es decir, en Dinero– *con el menor grado de pérdida económica posible*, o –desde otro punto de vista– la mayor o menor *aptitud para ser utilizado como “dinero”*; la seguridad, entendida como la mayor o menor probabilidad de que se haga efectivo el derecho del acreedor y la obligación del deudor, que integran la estructura del activo financiero, y –por fin– la rentabilidad o, lo que es igual, la mayor o menor aptitud de un activo financiero para originar rendimientos económicos<sup>25</sup>. Si todos –insisto– los activos financieros –y, en cierto sentido, también los activos reales– comparten estas notas, aunque no en el mismo grado, pues –p.e.– hay activos financieros que son *más líquidos, que otros*<sup>26</sup>, entonces es dable pensar que quien emplea activos líquidos en adquirir otros que lo son menos, no puede estar buscando liquidez, por lo que seguramente persiga alguna de las otras dos finalidades –obtener seguridad o rentabilidad–, salvo que quiera precaverse contra los riesgos que puedan afectar *directamente a la propia liquidez*. Por consiguiente, volvemos al concepto de «*inversión*», en sentido *económico*, como operación consistente en el *gasto de dinero* [activos *monetarios* o activos *financieros* líquidos] *en la adquisición de activos* menos líquidos, con fines de *rentabilidad, seguridad o cobertura de riesgos* financieros.

Mas, traducida esta imagen al plano jurídico, tendremos que partir de la base de que los activos financieros –sean *monetarios* o *no monetarios*– y los activos reales, son «*bienes muebles o inmuebles*», como refleja el art. 333, CCiv. [«*Todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación se consideran como bienes muebles o inmuebles*»]; es decir: que son –jurídicamente– «*bienes*»;

24. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., «El Principio de Protección del Inversor», en VV.AA., «Una década de transformaciones en los Mercados de Valores españoles. Libro Conmemorativo del X aniversario de la CNMV.», edit. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, Madrid, 1999, p. 210. GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANOS DE UBAO, L., «Potestades administrativas en los Mercados de valores: últimas novedades», en «Cuadernos de Derecho Judicial», 2000, t. XII, «Derecho administrativo económico», pp. 168 y s.
25. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., «El Depósito bancario de efectivo», en VV.AA., «Contratos bancarios y parabancarios», dir. por U. Nieto Carol, edit. LEX NOVA, Valladolid, 1998, pp. 904 y s. ALONSO ESPINOSA, FJ., «Intereses del Inversor y Derecho del Mercado de Valores», en VV.AA., «Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor Manuel Brosseta Pont», t. I, edit. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 1995, p. 56. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Los resultados del Fondo», en VV.AA., «Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria», edit. FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD DE BILBAO, Bilbao, 1974, p. 385. COSTA RAN, L., «La Liquidez del Mercado y los nuevos activos financieros internacionales», en Act.Fin., 1989, nº 33, del 11 al 17 de septiembre, p. 2181. FERNÁNDEZ PÉREZ, N., «La Protección jurídica del Accionista inversor», edit. THOMSON-FEUTERS/ARANZADI, S.A., Pamplona, 2000, pp. 50 y ss.
26. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., «El Depósito bancario de efectivo», cit., p. 905.

es decir: «*cosas que son susceptibles de apropiación*»; es decir que son susceptibles de integrarse en un patrimonio; en el patrimonio de las personas –físicas o jurídicas– o incluso de formar patrimonios separados. Y tienen esa cualidad –la de poder integrarse en un patrimonio– tanto actualmente –«*bienes presentes*»–, como en un momento futuro –«*bienes futuros*»–, como resulta del art. 1911, CCiv., lo que –a su vez– sugiere que los patrimonios son organismos vivos y cambiantes, que ora se hallan integrados por unos bienes... ora por otros distintos, y que ese cambio puede tener un carácter *orgánico, funcional y sistemático*; de forma que unos bienes se intercambien por otros, para que estos últimos sustituyan a los primeros, en un determinado patrimonio. Y es aquí donde las consideraciones precedentes nos lleva a la correcta inteligencia del concepto «*Inversión*», en sentido jurídico.

En efecto; el concepto *jurídico* de Inversión parece comportar la idea de acto a título oneroso, por cuya virtud el sujeto Inversor emplea o transmite unos bienes; unos caudales [básicamente «*dinero o signo que lo represente*», como diría el art. 1445, CCiv., al definir la Compraventa], y –en contraprestación– recibe otros bienes –muebles o inmuebles, corporales o incorporeales [también *derechos*, créditos, participaciones sociales o en patrimonios separados]– cuya propiedad adquiere<sup>27</sup>. A los primeros bienes o caudales, se les denomina medios de pago, y los bienes que se adquieren, mediante la entrega de los citados «*medios de pago*», constituyen la «*inversión*», en sí misma<sup>28</sup>. De este modo, la noción de «*inversión*» alude a todas las instituciones jurídicas que comportan el *intercambio de medios de pago*, por *bienes* muebles o inmuebles que, o resultan fructíferos, o bien resultan no consumibles y/o poseen un valor estable. Ahora bien; la noción jurídica de «*Inversión*» aún precisa de completarse con la perspectiva económica, lo que puede lograrse a través de las nociones de objeto y causa de los negocios jurídicos, porque una noción jurídica de «*inversión*» no puede alcanzarse razonablemente –ni racionalmente– pues resultaría excesivamente genérica y difusa, si no se enfatizase que la inversión se manifiesta en *negocios jurídicos* [simples o complejos, únicos e independientes o múltiples y coaligados], con eficacia *jurídico-patrimonial*, ya sea societaria, obligacional o real, cuya *causa* se vincule con la *finalidad económica* característica de los actos de inversión; es decir: la búsqueda o la procura

27. GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANOS DE UBAO, L., «Potestades administrativas...», cit., pp. 168 y s. ÁLVAREZ PASTOR, D. Y EGUIDAZU PALACIOS, F., «Manual de Inversiones extranjeras», edit. THOMSON-ARANZADI, S.A., Cizur menor (Navarra), 2002, pp. 143 y s.

28. GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANOS DE UBAO, L., «Potestades administrativas...», cit., p. 169. Por este motivo –tradicionalmente– nuestra legislación de inversiones extranjeras ha empleado indistintamente los términos «inversión» y «adquisición» (NUÑEZ LAGOS, F., «Inversiones extranjeras...», cit., p. 11). Sin embargo, ello no debe llevar a la conclusión de que las adquisiciones de activos extranjeros (por nacionales) ó nacionales (por extranjeros), efectuada de forma gratuita; por título no oneroso, no constituya «inversión», a efectos del régimen jurídico de las «inversiones extranjeras», etc. Bien por el contrario: el régimen jurídico de las inversiones transnacionales se aplica, igualmente, a aquéllas que tienen carácter gratuito.



de rentabilidad, seguridad y/o cobertura de riesgos financieros. Pero aún así, todavía queda dar un último paso, para llegar a una plena aprehensión del concepto *jurídico* de «Inversión», y ese último y definitivo paso se da, cuando se alude al instrumento y/o contexto socioeconómico y jurídico *fundamental* que sirve a las operaciones inversoras: me refiero al –ya mencionado– «Sistema Financiero».

La inversión pueden ser de muchas clases, dependiendo, p.e., del tipo de activos que se adquieren y la forma en que se canalizan los activos aplicados: así, cabe distinguir entre:

1. inversiones *inmediatas* o *directas*...
2. ... e inversiones *mediatas* o *indirectas*.

Inversiones «*directas*»– son aquellas inversiones en las que el Sujeto que posee el capital lo invierte en activos financieros directos; es decir: aquellos que son emitidos por los sujetos económicos que desean tomar a préstamo, contra entrega de tales activos –algún autor cree que constituyen simples reconocimientos de deuda<sup>29</sup>, aunque creo que la inversión en acciones podría considerarse, también, inversión directa<sup>30</sup>–, los fondos que necesitan para utilizarlos directamente<sup>31</sup>, de manera que la operación de inversión media y se consume –directamente– entre Inversor y Receptor de los fondos, toda vez que el primero de ambos adquiere *directamente* cualquier instrumento o capital en general, en que está interesado en invertir, sin la intermediación de otros sujetos, a los que confíe los fondos invertidos y de quienes adquiera un activo financiero distinto de aquel en que va a materializar la inversión. Así, p.e., sería un ejemplo evidente de inversión inmediata o directa, la consistente en una simple compraventa bursátil de valores obligacionarios, ordenada por el potencial comprador o vendedor, particular no profesional, a su sociedad o agencia de valores<sup>32</sup>. En este caso, el inversor se convierte en *propietario* de la acción o de los valores adquiridos, que le proporcionan unos derechos de crédito frente a una entidad emisora cuyo objeto puede ser muy diverso; incluso, del todo ajeno a la intermediación financiera; es decir: adquiere la propiedad de dichos valores, en su condición de valores negociables<sup>33</sup>.

Por el contrario, son inversiones «*mediatas*» o «*indirectas*» aquellas otras en las que el poseedor del capital lo invierte en activos financieros indirectos; es decir: aquellos que son emitidos por intermediarios, los intermediarios financieros, que toman prestados los fondos no con el objeto de utilizarlos ellos y cubrir así su déficit entre los ingresos y los gastos planeados, sino a fin

29. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y sistema financiero», en «Revista de Economía Política», 1970, n° 54, p. 104.

30. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y ...», cit., p. 127.

31. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y...», cit., p. 104.

32. PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «La Inversión directa...», cit., p. 3. GARCÍA NOVOA, C., «Fiscalidad de la inversión bursátil...», cit, pp. 20 y s., aunque emplea las expresiones «*inversión directa*» e «*inversión indirecta*».

33. GARCÍA NOVOA, C., «Fiscalidad de la inversión bursátil...», cit, pp. 20 y s.



de volverlos a prestar comprando otros activos financieros<sup>34</sup>, directos por lo regular, aunque no está excluido el caso, corriente en los sistemas financieros de algunos países, de que los activos financieros indirectos emitidos sirvan para adquirir a su vez nuevos activos de tipo indirecto, dando lugar a una intermediación de segundo grado<sup>35</sup>. Por tanto, el inversor de capital lo presta o –en general– lo confía a otra unidad económica diferente, para que ésta lo utilice, en sentido opuesto. Así, p.e., sería un ejemplo evidente de inversión mediata o indirecta, la consistente en la adquisición, por un inversor, de acciones representativas del capital social de una SICAV. – *«Sociedad de inversión colectiva de capital variable»*–, o de participaciones representativas del patrimonio de un FI. [*«Fondo de inversión»*]<sup>36</sup>.

## 1.2. Inversión e inversión «colectiva»: las diversas modalidades de gestión de las inversiones

El fenómeno de la inversión en activos financieros, pero –también– en activos reales, mobiliarios o inmobiliarios, plantea el problema de los riesgos que afectan a las distintas propiedades de los activos en que se invierte... y que se invierten, pues en todos los activos económicos –especialmente, los financieros– cada una de sus características –la seguridad, la rentabilidad y la liquidez–, además de ser diversa su entidad, se encuentra sometida a riesgos<sup>37</sup>; sometida a la posibilidad de que, por consecuencia de eventos futuros e inciertos, se produzca una *lesión* en el nivel de liquidez, seguridad o rentabilidad del activo, que termine ocasionando daños emergentes o lucros cesantes. En principio, esos riesgos tanto puede asumirlos el Inversor, como la Institución de inversión: lo segundo, es típico de la intermediación bancaria en los depósitos... Lo primero, es propio de los mercados de valores, que es donde operan las IIC. En este ámbito, son los *inversores*, los que *soportan* los riesgos de los activos de inversión. Estos riesgos, a los que se enfrenta el inversor, no derivan, sólo, de la índole de los propios activos en los que se invierte, sino que –como la inversión se canaliza a través del Mercado de valores– pueden surgir riesgos vinculados al funcionamiento del mismo y a la actuación de quienes en él intervienen. Así, se ha hablado de un riesgo sistémico, consistente en la posibilidad eventual de pérdidas económicas por *extensión* de las dificultades de un mercado a los demás mercados<sup>38</sup>; riesgo

34. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y...», cit., p. 104.

35. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y...», cit., p. 104.

36. PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «La Inversión directa...», cit., p. 3. GARCÍA NOVOA, C., «Fiscalidad de la inversión bursátil...», cit, pp. 20 y s.

37. Recordemos las palabras con las que TAMAMES, R., «Curso de Economía», cit., p. 237, comienza el epígrafe dedicado a la Inversión Colectiva: «Como cualquier otra inversión, la que se hace en Bolsa tiene sus riesgos...».

38. DE PAZ ARIAS, J.M<sup>a</sup>., «Los inversores institucionales como medio de resolución del conflicto de intereses entre administradores y accionistas, en la Sociedad abierta», en RDBB., 1995, n<sup>o</sup> 60, octubre/diciembre, p. 864, n. (18). El ejemplo histórico fué el Crack de 1929, o la reciente crisis de los mercados, ocasionada por las repercusiones de la Caída de la Bolsa de Hong-Kong: la llamada «gripe asiática».

que se ha agravado como consecuencia de la expansión de las actividades financieras transfronterizas, y que se refleja –p.e.– en los sistemas de pago, liquidación y «*clearing*», utilizados no sólo en el ámbito bancario, sino también en otros ámbitos financieros, como los *mercados de valores extranjeros* y las bolsas y sistemas de compensación de «*derivatives*»<sup>39</sup>. A este supuesto extremo<sup>40</sup>, hay que añadir los siguientes:

1. El riesgo de crédito: un riesgo que afecta –típicamente– a la *seguridad* de los activos financieros, que se refiere a las pérdidas derivadas de *incumplimientos contractuales*, por parte del emisor del pasivo financiero<sup>41</sup>. El riesgo de crédito supone que –por insolvencia o iliquidez o simplemente por incumplimiento–, el titular del activo no obtenga de su deudor/emisor, la suma prometida.
2. El riesgo de mercado: posibilidad eventual de experimentar pérdidas económicas, derivadas de *oscilaciones adversas* o perjudiciales, *experimentadas por el valor del activo* financiero<sup>42</sup> o real, subyacente, cuyo activo experimenta una *depreciación* que resulta dañosa para el inversor que puede haber efectuado un gasto muy cuantioso, y ahora se encuentra con que ha perdido dinero, al haber disminuido el valor del activo de inversión. Mas cabe señalar que el daño *también* puede sufrirlo el inversor, cuando el activo experimente *incrementos* de valor.
3. El riesgo de liquidez: se trata –asimismo– de un riesgo de mercado o estrechamente asociado a él, y que hace alusión a las pérdidas sufridas por *insuficiencia de la liquidez del propio mercado*, que dificulta la posibilidad de hallar contrapartidas y deshacer posiciones<sup>43</sup>. No se trata, aquí, de la liquidez del emisor del pasivo/activo financiero, sino de la *liquidez que debiera proporcionar el mercado*, pues las oscilaciones del mercado conducen a que *se incremente el coste o la pérdida económica* que se soporta, para *poder liquidar o negociar el activo*.

39. DALE, R., «Clearing and Settlement Risks in Global Securities Markets: the Case of Euro-clear», en «Journal of Business Law», 1998, septiembre, p. 434.

40. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivados», en VVAA., «*Productos financieros derivados y mercados organizados*», dir. por E. Díaz Ruiz y P. Larraga, edit. UIMP/MEFF/CIVITAS, S.A., Madrid, 1997, pp. 34 y s.

41. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y...», cit., p. 36.

42. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y...», cit., p. 36. DE PAZ ARIAS, J.M<sup>a</sup>.: cit., p. 864, n. (18), por su parte, identifica el riesgo de mercado y el riesgo sistémico o sistemático. Se trata de un tipo de riesgo relacionado con el aspecto de la Liquidez, porque si ésta supone la aptitud de un activo para *ser convertido en dinero con la menor pérdida económica posible*, es obvio que una «*desvalorización*» del mismo, en cuanto a su *valor de cambio*; a su valor o estimación en el mercado, supondrá que *la posibilidad de «desinvertir» se ha encarecido, y que genera pérdidas dinerarias más elevadas*.

43. También puede referirse a las deficiencias de tesorería, por parte del contratante, que le impiden cumplir oportunamente (Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y...», cit., p. 36).

4. Y –por fin– riesgo operativo o «*de control*», que ocupa una posición singular, respecto de los demás, y consiste en la posibilidad de que sobrevengan pérdidas imprevistas, por consecuencia de la *inadecuación de los controles internos y procedimientos de supervisión de los mercados*, en relación con la prevención y proscripción de actuaciones equivocadas o fraudulentas, la prevención contra fallos técnicos y su corrección, etc...<sup>44</sup> y<sup>45</sup>.

Pues bien; tomando prestadas ciertas nociones propias de la Ciencia del Seguro, varias posibles actitudes ante el riesgo –en este caso, los riesgos financieros; los riesgos que *afectan* a las distintas *características de los activos financieros*–, por parte de los sujetos afectados o sometidos a ellos:

1. Indiferencia: En este caso, el sujeto sometido a la situación de riesgo lo autoasume y *soporta con su patrimonio* [potencialmente, con *todo* él] las consecuencias económicas de los eventos desfavorables que dañen a sus bienes o su patrimonio, sin adoptar medida alguna para paliar las consecuencias dañosas derivadas del siniestro.
2. Prevención: En este caso, el sujeto adopta un conjunto de medidas materiales destinadas directamente a evitar el acaecimiento del siniestro, o –alternativamente– a reducir el grado de posibilidad de que tenga lugar, y/o bien a conseguir que, si se produce el evento perjudicial, sus consecuencias dañosas sean las *menores* posibles. En este sentido, el ahorrador puede adoptar medidas muy diversas y heterogéneas –a

44. SANCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y...», cit., p. 35.

45. Desde otra perspectiva, los riesgos financieros más característicos son –principalmente– los riesgos de cambio –la posibilidad de experimentar un resultado económico adverso –pérdida–, por una variación del tipo de cambio de cualquier divisa, respecto a las demás, cuyas variaciones pueden ser importantes y bruscas, y que hace que ese tipo de cambio sea diferente, en cada momento, en el mercado [MARTINEZ IBÁÑEZ, E. y MARTINEZ GONZALEZ, S., «Los Mercados de divisas. Cien preguntas clave y sus respuestas», edit. DYKINSON, S.L., Madrid, 1996, p. 87. RIVES-LANGE, J.L. y CONTAMINE-RAYNAUD, M., «Droit bancaire», edit. DALLOZ, 6ª ed., París, 1995, p. 363]. Y riesgos de tipo de interés, que –posiblemente– podrían incardinarse dentro de la categoría general de los riesgos de mercado. La importancia fundamental de las actividades bancarias y financieras, centradas en torno a los activos financieros, monetarios –es decir: al dinero–, e incluso a ciertos activos reales, ha conducido, en época muy reciente, al desarrollo de toda una nueva –y vasta– panoplia de instrumentos contractuales que comparten las finalidades comunes de servir como instrumentos para un «estrategia de cobertura» de los riesgos de oscilaciones en los tipos de interés o en los cursos de cotización de las diferentes especies monetarias, o bien para especular sobre dichas oscilaciones; posibilidades que existen o se han desarrollado a partir de fenómenos como la eliminación de los tipos de cambio o la liberalización de los tipos de intereses bancarios; circunstancias que han venido a dar en la volatilidad de los tipos de interés y las oscilaciones en los tipos de cambio [VALENZUELA GARACH, F., «Contratos bancarios de gestión (II)», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J. y otros., «Derecho Mercantil», coord. por G.J. Jiménez Sánchez, 2 Vols., edit. ARIEL, S.A., 4ª ed. corregida y puesta al día, Barcelona, 1997, p. 489. DE LA ORDEN DE LA CRUZ, Mª. del C., «Opciones y futuros financieros. Cien preguntas clave y sus respuestas», edit. DYKINSON, S.L., Madrid, 1996, p. 163].

veces, incluso, diametralmente opuestas o contradictorias– al objeto de prevenir los riesgos financieros: en primer lugar, podría –directamente– evitar los riesgos, por el simple expediente de no invertir; de no emplear sus activos financieros líquidos, en adquirir activos financieros de menor liquidez, o activos reales, pues –de este modo– se situaría por completo al margen de la posibilidad de sufrir pérdidas económicas; se trata de evitar el hecho temido. Pero esa evitación puede ser de menor entidad; la que se logra sin renunciar a efectuar el acto de inversión, pero calculando los riesgos en origen, para decidir cuáles se aceptan y cuáles no, sea mediante la instrucción –incluyendo la *búsqueda de asesoramiento*<sup>46</sup>– o aprendizaje en este caso –la inversión financiera– existen entidades especializadas en el aprendizaje en materia de inversiones [los «*clubs de inversión*»], o trasladando el riesgo a otro sujeto, o repartiendo o *fraccionando* el riesgo; sea entre varios sujetos, sea entre una pluralidad de objetos o casos. En materia de inversión financiera, existen entidades especializadas en el asesoramiento [las «*empresas de asesoramiento financiero*» o EAFIs., aunque también pueden prestar tales servicios las entidades de crédito, las ESIs., en general, y las «*sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva*» o SGIIC.], pero la técnica prototípica de *prevención* de riesgos financieros consiste en la diversificación de los activos de riesgo; es decir: la adquisición de varios valores o instrumentos financieros diversos; posiblemente, emitidos por diferentes emisores, o la adquisición de diferentes activos reales –mobiliarios o inmobiliarios–, en lugar de uno sólo, para aminorar las consecuencias de su posible depreciación, de la insolvencia de sus emisores, etc.; tarea que pueden llevar a cabo las «*sociedades gestoras de carteras*» [SGCs.] o bien las SGIIC.

3. Y, por fin, una tercera forma de reaccionar frente a los riesgos *financieros* o riesgos de inversión, es la Previsión: la constitución de un fondo económico que pueda hacer frente, en lo por venir, a las consecuencias del evento futuro dañoso –siniestro–, ya sea mediante el ahorro *individual* o bien merced a mecanismos de *previsión colectiva*, como el Seguro... o como los fondos de garantía de inversiones, [arts. 198 a 201, T ref.LMV.].

Pues bien; existen varias actitudes y varias técnicas que pueden combinar, de un modo u otro, y en mayor o menor medida, las actitudes de la indiferencia, la prevención y la previsión en el Derecho del Mercado de Valores y el Derecho de Sociedades, que los estudiosos han clasificado en cinco sistemas básicos<sup>47</sup>:

46. TAMAMES, R., «*Curso de Economía*», cit., p. 237, quien –frente al hecho de que, «[c] omo cualquier otra inversión, la que se hace en Bolsa tiene sus riesgos...»– señala que –por ese motivo– «los inversores individuales suelen buscar el asesoramiento de los expertos, ya sea de sociedades o agencias de valores, o bien de especialistas asesores concretos».

47. TAPIA HERMIDA, A.J., «*Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*», edit. DYKINSON, Madrid, 1998, p. 70.

1. *Gestión autónoma individual* de la inversión: el propio Inversor –ahorrador-, sin recurrir a la colaboración de profesionales de los mercados financieros; valiéndose de su *propio bagaje* de conocimientos e información, dispone de los fondos o capital dinerario –suyos propios– y los emplea para convertirse en propietario de los valores o instrumentos financieros<sup>48</sup>. La decisión de inversión, se adopta y ejecuta *exclusivamente* por el *propio* sujeto *inversor*, que es quien se procura la información que él considera suficiente, y forma su criterio, de modo *independiente*, para tomar la decisión oportuna, sin más apoyo que su propio saber y entender. Y, asimismo, es el propio inversor quien aporta, con cargo a su exclusivo patrimonio, los activos líquidos, monetarios; el Dinero, en suma, con el que piensa adquirir los activos de inversión. En consecuencia, el riesgo de la inversión lo soporta *exclusivamente* ese mismo inversor *individual*<sup>49</sup>.
2. *Gestión individual, autónoma pero asesorada*: en este caso, el Inversor adopta sus decisiones *con el auxilio asesor* de sujetos o entidades *profesionales* de los mercados financieros. Una vez más, se trata de un fenómeno muy simple de inversión financiera –pero no tanto como el descrito en primer lugar [la *gestión autónoma individual*]-, en que la decisión de efectuar la aplicación de activos monetarios para la adquisición de activos financieros –o reales– menos líquidos, se adopta y ejecuta *exclusivamente* por el *propio* sujeto *inversor*, que es quien aporta, con cargo a su exclusivo patrimonio, los activos líquidos; los activos monetarios; el Dinero, en suma, con el que piensa adquirir los activos de inversión, pero que se procura la información proporcionada por *profesionales* del *asesoramiento* financiero, asumiéndola como suficiente, y forma –de este modo– su criterio para tomar la decisión oportuna. Nuevamente, el riesgo de la inversión lo soporta *exclusivamente* ese mismo inversor *individual*, aunque puede reclamar contra el profesional-asesor, caso de *negligencia* de éste, por vía de responsabilidad civil «*ex contractu*».
3. *Gestión heterónoma individualizada* de la inversión, en la que el Inversor que dispone de fondos o capital dinerario, y los emplea para convertirse en propietario de un conjunto de activos, forma una *cartera* de valores, y –partiendo de esa propia titularidad de la cartera– encomienda la *gestión* de la misma a un *intermediario* financiero que *actuará sometido*–en mayor o menor medida– *a las instrucciones* que

48. VICENT CHULIA, F., «*Compendio...*», cit., t. I, vol. 2º, 3ª ed., p. 987. BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ., «*Manual...*», cit., t. II, 12ª ed., p. 290. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del Mercado Financiero*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., 3ª ed., Madrid/Barcelona, 2006, p. 418. GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A., «Capítulo 4. El Inversor particular...», cit., pp. 78 y ss. MADURA, P., «*Financial markets and...*», cit., p. 638, quien señala que los pequeños inversores individuales no logran diversificar suficientemente sus riesgos, debido a lo limitado de sus inversiones.

49. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET., «*Traité...*», cit., t. I, vol. 2º, 2ª ed., p. 672.

él le imparta<sup>50</sup>. En este caso, la decisión de efectuar la aplicación de activos monetarios para la adquisición de activos financieros –o reales– menos líquidos, ora se forma exclusivamente por el propio sujeto inversor, que es quien se procura la información suficiente –o la que él considera suficiente– y forma su decisión sin otro apoyo que su propio saber y entender, ora con el auxilio de una entidad o sujeto profesional del mercado [P.e: de una EAFI., que es una subespecie de las ESIs., contempladas en el art. 143, Tref.LMV. y en el RDESI. nº 217/2008]; con el auxilio de una ESI.; de una entidad de crédito o de una sociedad de gestión de carteras<sup>51</sup>. Pero la ejecución del *acto inversor/desinversor*, y –sobre todo– el *desarrollo sucesivo de la actividad administradora/inversora*, lo lleva a cabo, por mandato suyo, un *intermediario financiero* especializado [Una SGC., que es otra subespecie de las ESIs., contempladas en el Tref.LMV. y en el RDESI. nº 217/2008]. En este caso, una vez más, es únicamente el *sólo sujeto inversor* quien aporta, con cargo a su exclusivo patrimonio, los activos líquidos; los activos monetarios; el Dinero, en suma, con el que piensa adquirir los activos de inversión. El riesgo de la inversión lo soporta *exclusivamente* el *inversor*, salvo en la medida en que eventualmente el *profesional del mercado* haya podido *asumir* por vía contractual o voluntaria, *ese riesgo*, en todo o en parte. No es, propiamente, que una SGC. sólo pueda o deba tener un cliente único; todo lo contrario, sino que se trata de que los varios clientes que pueda tener, sean tratados –todos– individual o separadamente, de forma que cada cartera sea tratada independientemente de las demás carteras, confiadas a la gestión de la SGC., y que los resultados, positivos o negativos, individuales, no se obtengan como consecuencia del resultado común<sup>52</sup>.

4. Gestión *autónoma* o autogestionada... pero *colegiada*, que la que consiste en que varios inversores se reúnen con una finalidad predominantemente pedagógica<sup>53</sup>, para *gestionar en común* su inversión –individual– en

50. Vid. una descripción del fenómeno en WITZ, C., «*La Fiducie en Droit privé français*», edit., ECONOMICA, París, 1981, p. 115.

51. GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A., «Capítulo 4. El Inversor particular...», cit., pp. 84 y ss.

52. La L. Ref.LMV/1998 desgajó, finalmente, a las SGCs., del ámbito de las IICs., pues –aunque las SGCs. y IIC. comparten el rasgo común de que las decisiones de inversión se toman, en mayor o menor medida, contando con la voluntad del Inversor-, lo cierto es que las SGCs. *nunca* se dedicaron a la inversión *colectiva*, propiamente dicha, de modo que se las situó entre las ESIs., con la consecuencia de que dejaron de venir reguladas por la LIIC./1984, para someterse a la LMV/1988, y así continúan [GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A., «Capítulo 4. El Inversor particular...», cit., pp. 84 y ss.].

53. BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument). L'ECHO DE LA BOURSE., «Los clubs de inversión» en VALLVÉ-RIVERA DE HORTALÁ, M<sup>a</sup>.A., «*Lecturas sobre Bolsa*», edit. INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES/MINISTERIO DE HACIENDA, Madrid, 1977, pp. 333 y ss, en esp. p. 336, quien –tras señalar– que los clubs de inversión *ruvieron* su origen en los EE.UU., en 1940, cuando «*Frederick C. Russell, deseoso de adquirir un pequeño negocio fue a consultar a M.George Nicholson, Agente de Bolsa..., asociado a*



valores [supuesto de los llamados «clubs de inversión»<sup>54</sup>], cumpliendo –además– dos condiciones: a) plena igualdad de todos los miembros y –b)– participación *directa* en las actividades y operaciones, y *propia decisión* de los inversores sobre las inversiones a realizar<sup>55</sup>.

Estos clubs son agrupaciones informales<sup>56</sup>, bien por la *ausencia de forma* de la unión de personas, o como una simplicidad o incluso *levedad de organización*; caso de los clubs que se configuran como comunidad de bienes o como sociedad civil<sup>57</sup>. Otros consideran que el informalismo equivale a libre *elección* de la *forma* organizativa que adopte el club, que puede adoptar *cualquiera* de las *formas* de organización aceptadas en Derecho<sup>58</sup>, lo que incluiría formas tan absolutamente espontáneas e inorgánicas que acaso sería difícil ver en ellas, incluso unas sociedades del tipo más simple y rudimentario, aunque es normal que exista una Junta Directiva, compuesta por un Presidente, Tesorero y Secretario<sup>59</sup>.

La forma de operar de un Club de Inversión –integrado, normalmente, por entre 10 y 15 miembros<sup>60</sup>– es relativamente sencilla: cada miembro del Club aporta, para su inversión, las sumas o los activos que el Club estipula<sup>61</sup> –o, mejor dicho, las sumas o activos que se estipulan en el seno del Club, por el conjunto de los miembros–, aunque también puede aportar de acuerdo con sus

---

una firma que, a su vez, era miembro del [NYSE.], sobre la manera de reunir un pequeño capital para realizar su proyecto», y luego de aclarar que «M. Nicholspon le [puso] en contacto con cinco amigos que podrían invertir otro tanto y de este modo se asociaron», dando lugar al nacimiento de la «Mutual Investment Club», añade que «[l]os clubs de inversión enseñan cómo constituir, al mismo tiempo que instruyen, un capital que les permitirá complementar ventajosamente su pensión o emprender cualquier negocio que requiera una inversión previa».

54. TAMAMES, R., «Curso de Economía», cit., p. 237.

55. L'ECHO DE LA BOURSE., «Los clubs de inversión» cit., pp. 337 y s.

56. TAMAMES, R., «Curso de Economía», cit., p. 237. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion (Resumen de la Conferencia dictada en la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad del Zulia, EL 25/05/98 programada por la XLVI Promoción de Licenciados en Administración y Contaduría Pública)», en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>, dice de ellos que son asociaciones, con cierto grado de informalidad, de inversores individuales, generalmente de pocos recursos financieros, con el objetivo de invertir, por consenso y de manera unida, en un título valor o en una cartera de valores, buscando maximizar rentabilidad y disminuir riesgo.

57. CANO RICO, J.R.: Voz «Club de Inversión», en «Enciclopedia de la Bolsa y del Inversor Financiero», edit. TECNOS, S.A., Madrid, 1997, pp. 124 y s., quien señala que «[n]ormalmente funcionan bajo la fórmula jurídica de la 'comunidad de bienes' y su regulación se halla en los artículos 392 al 406 del Código civil, y los miembros del club son copropietarios en la proporción que se determine, de los activos que integran el patrimonio del mismo».

58. BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument)

59. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

60. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

61. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

posibilidades económicas<sup>62</sup>, siendo sus ganancias o pérdidas proporcionales a lo que haya invertido<sup>63</sup>, lo cual dota a los clubs de inversión de una morfología intensamente societaria; una morfología societaria que –además– se caracteriza especialmente por el personalismo y la mutua colaboración personal y directa, ya que los miembros se reúnen, normalmente una vez a la semana, para analizar, discutir y revisar como van sus inversiones, realizar nuevas propuestas de inversión y tomar decisiones por consenso<sup>64</sup>, aunque algunos clubs estipulan que por mayoría absoluta<sup>65</sup>. Una vez conocida la decisión se recurre a intermediarios profesionales del mercado, que son quienes ejecutan la orden de inversión o desinversión (compra o venta) que da el Club. Los resultados son repartidos de manera proporcional y de acuerdo con lo que se decida en el Club en cuanto a fecha y forma<sup>66</sup>. Son características de los clubs de inversión la igualdad y democracia directa, en relación con la participación de cada miembro en la decisión de invertir: no se trata meramente de colocar el dinero... y que otros decidan en dónde y en cuáles alternativas invertir. Muy al contrario, en un club de inversión, el Inversor individual tiene todo el derecho para proponer, en las reuniones del grupo, una o más alternativas donde invertir el dinero; tiene –pues– el derecho de formular propuestas de inversión, cuyas propuestas se analizan y discuten dentro del Club. Igualmente a la hora de desinvertir también tiene todo el derecho a ofrecer su opinión<sup>67</sup>.

Como contrapartida, se ha llegado a afirmar que en ningún caso y bajo ningún concepto los clubs de inversión podrán captar públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos: los clubs de inversión *no son IICs.*, aunque ciertamente se trata de una figura próxima a ellas, y como *no son IICs.*, por este mismo y preciso motivo, no pueden dedicarse a la intermediación financiera, recurriendo al ahorro público. La actividad del Club será, por tanto, de carácter *privado*, y estará única y exclusivamente orientada a *facilitar la educación, formación e instrucción práctica* de sus miembros en la

62. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

63. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

64. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

65. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

66. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.

67. BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion...», cit., en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>, quien señala que esta característica de la participación es –reconocidamente– de gran importancia en la autocapacitación y adiestramiento del inversor individual, ya que al requerirse una fundamentación de las alternativas propuestas, el individuo tratará cada vez más de mejorar sus conocimientos empíricos y científicos relacionados con este campo de la inversión, para que su participación sea más efectiva y los resultados más eficientes. De ahí que los clubs de inversión hayan servido en muchos países como «Escuelas Básicas Informales» para quienes desean formarse en el campo bursátil. Así, muchos de los participantes en clubs de inversión acaban siendo Corredores Públicos de Títulos Valores o Asesores de Inversión, debido al conocimiento práctico adquirido.

inversión en valores mobiliarios<sup>68</sup>, lo cual –por otra parte– no impide que los miembros del club o asociados hayan de efectuar las aportaciones obligatorias que ellos mismos prevean<sup>69</sup>. El documento constitutivo determinará las condiciones de estructura y funcionamiento que regirán las relaciones entre los miembros<sup>70</sup>.

5. Gestión [inversión] colectiva: un grupo de inversores concentran sus fondos para que sean invertidos en valores –u otros activos financieros... o no– y gestionados de forma común, bien acudiendo a una vía societaria o bien a una estructura fundacional o contractual<sup>71</sup>: en este caso los riesgos son compartidos por una pluralidad de co-inversores, toda vez que los resultados económicos individuales, se obtienen en función de los resultados colectivos<sup>72</sup>

## 2. EL DERECHO DE LAS IIC., EN EL CONTEXTO DEL DERECHO DEL SISTEMA FINANCIERO, DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

El hecho de que las empresas que ensayaban modelos de negocio basados en la captación de capitales, para «autopromocionar» sus propios proyectos inmobiliarios... y no los de terceros, se comportasen como potenciales intermediarios financieros, más que como intermediarios comerciales o mediadores financieros, suscitó la cuestión de si procedería someterlos al estatuto y la regulación de los distintos tipos de intermediarios financieros existentes; a saber: a la aplicación del régimen de las «plataformas de financiación participativa», o a la de las entidades de crédito o –incluso– al régimen de los diferentes sujetos profesionales de la intermediación financiera en el seno de los mercados de valores. A decir verdad dichas empresas – «start-ups»– no terminaban de ajustarse, por completo, a los modelos

68. BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument). CANO RICO, J.R.: Voz «Club de Inversión», en «Enciclopedia...», cit., p. 125.

69. BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument). CANO RICO, J.R.: Voz «Club de Inversión», en «Enciclopedia...», cit., pp. 124 y s.

70. BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument)

71. TAPIA HERMIDA, A.J., «Derecho del Mercado de Valores», edit. J.M.BOSCH, EDITOR, S.A., Barcelona, 2000, p. 107. BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ., «Manual...», cit., t. II, 12ª ed., p. 290, quienes señalan que las IIC. tienen como actividad característica «agrupar capital de distintas personas al objeto de invertirlo en los mercados de valores, gestionando dicha inversión de manera conjunta y profesional». ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «Derecho del Mercado Financiero», cit., 3ª ed., p. 417, que «entre los mecanismos de canalización del ahorro a la inversión en el mercado de valores destacan aquellos que utilizan fondos y sociedades como vehículos para apelar al ahorro del público y destinar los fondos obtenidos a la inversión productiva». FERNÁNDEZ AMATRIAIN, J., «La Bolsa...», cit., p. 346, quien calificaba, ya, como «una forma, relativamente moderna, de efectuar inversiones colectivamente», la que consistía en que «la persona o fondo social agrupa a un conjunto de personas físicas e incluso jurídicas». HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET., «Traité...», cit., t. I, vol. 2º, 2ª ed., p. 672, quienes

72. De nuevo, vid. WITZ, C., «La Fiducie ...», cit., p. 116.

*organizativo-estatutario-funcionales de los operadores profesionales «típicos» de la intermediación financiera convencional. Así, p.e., no parecía que su actividad se ajustase al modelo de las «entidades de crédito», pues esos nuevos proyectos empresariales debían evitar –y evitaron– que su modelo de negocio incluyese «actividades reservadas» a los bancos, etc.; es decir: «la captación de fondos reembolsables del público, ... en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de restitución», salvo legítimas operaciones de emisión de valores obligacionarios, que no pueden considerarse –en modo alguno– objeto de reserva exclusiva a las entidades de crédito.*

Tampoco caían bajo el régimen de las «plataformas», pues si consideramos que el modelo de negocio de «autopromoción» de proyectos inmobiliarios supone una apelación al ahorro público para financiar negocio inmobiliario sin terceros promotores de tales proyectos –que era lo que las nuevas «start-ups» pretendían llevar a cabo-, entonces parece evidente que la actividad y las relaciones socioeconómicas y jurídicas creadas no se corresponderían con la definición del art. 46, L.Fom.Fin.Emp.<sup>73</sup>, pero no por defecto... sino –acaso– por exceso, de tal modo y manera que las exigencias legales impuestas a las «plataformas de financiación participativa», por la referida Ley, no le serían de aplicación. Por consiguiente, en este caso, tales entidades no podrían ser calificadas como «plataformas de financiación participativa».

Más difícil es que –objetiva o funcionalmente– estas nuevas empresas logren escapar del ámbito del Derecho del Mercado de Valores, donde incluyo el Derecho de las IIC., pues es evidente que el problema que se suscita en torno al modelo de negocio de estas entidades incluía llevar a cabo apelaciones al ahorro público, lo cual sería posible siempre que no lo hiciesen infringiendo los límites de la reserva prevista en el art. 3º, LOSup.Solv.Ecr., mediante la realización de emisiones de valores, ya fuesen valores «participativos» o valores «no-participativos»; es decir: típicamente, emitiendo acciones o emitiendo valores de deuda [obligaciones]. Pero entonces entra en juego el Derecho del Mercado de Valores, representando –fundamental, aunque no exclusivamente– por el Tref.LMV. y numerosas disposiciones de desarrollo reglamentario. Ello –como se verá– comportaría nuevas exigencias que se superpondrían, en su caso, a las que son exclusivas del Derecho –digamos, «común» o «general»– de sociedades. Y es que, en efecto, la posibilidad de emitir valores negociables en régimen de oferta pública, es una posibilidad que está abierta a un amplio número de formas organizativas de Derecho privado, que incluye –típicamente– a la Sociedad Anónima, pero que también incluye a las cooperativas, e incluso ha llegado a abrirse a las sociedades de responsabilidad

73. «Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores».

limitada. La Sociedad Anónima puede –lógicamente– emitir acciones y otros títulos participativos –como «warrants» sobre acciones–, además de obligaciones de todo tipo. La Sociedad de Responsabilidad Limitada, evidentemente, no puede –lógicamente– emitir acciones ni tampoco otros títulos participativos, pero sí que puede emitir valores de deuda, excepto obligaciones que sean convertibles o canjeables por acciones. Y, por lo que hace a las cooperativas, las posibilidades son –por un lado– más restringidas –ciertamente, no pueden emitir acciones, porque no son sociedades «por acciones»–, pero –por otro lado son amplísimas–, ya que la legislación cooperativa permite que las cooperativas puedan emitir títulos-valores, y –más concretamente– «valores negociables», como veremos posteriormente.

Pero el Derecho del Mercado de Valores – «*lato sensu*»– podría afectar a estas nuevas formas de empresa, si los valores por ellas emitidos lo fueran, además, para hacer participar a los inversores en organizaciones o patrimonios gestionados y administrados para formar carteras de activos con el fin de lograr –mediante su administración, adquisición, enajenación, canje, etc.– un rendimiento individual, obtenido en función del rendimiento colectivo, porque en este caso, su condición no sería ya la de unos simples emisores de valores –participativos, como veremos– sino la de intermediarios financieros indirectos especializados en la gestión colectiva de patrimonios mobiliarios, inmobiliarios o mixtos, con lo que podrían acabar viéndose convertidas, «*de facto*», en instituciones de inversión colectiva; concretamente –si los activos en los que se materializa la inversión fueran principalmente inmobiliarios– en IICs. no-financieras, en IICs. inmobiliarias, conforme al art. 1º, LIIC.

Si, de acuerdo con el art. 35, LIIC., son IIC inmobiliaria, las IIC. reguladas en esa misma ley que tengan «*carácter no financiero*», y que tengan «*por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento*», lo primero que se deduce de ello es que esas IIC. inmobiliaria deben reunir, ante todo, las características estructurales y funcionales típicas de una IIC. Por eso, el art. 35 no puede interpretarse sin vincularlo con el art. 1º, LIIC., que define el «*Concepto, forma y clases*» de todas las IIC:

«1. Son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Aquellas actividades cuyo objeto sea distinto del descrito en el párrafo anterior no tendrán el carácter de inversión colectiva. Asimismo aquellas entidades que no satisfagan los requisitos establecidos en esta ley no podrán constituirse como IIC.

2. Las IIC revestirán la forma de sociedad de inversión o fondo de inversión.

3. Las IIC podrán ser de carácter financiero o no financiero, en los términos establecidos en el título III de esta ley»

Ergo, las IIC. se caracterizan, sí, porque recurren al ahorro público, pero lo hacen –precisamente– con un propósito muy determinado; a saber: *«captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos»*. Y esto es importante porque hay que insistir en el hecho de que –como sigue diciendo el mismo precepto– *«[a] aquellas actividades cuyo objeto sea distinto del descrito en el párrafo anterior no tendrán el carácter de inversión colectiva»*.

Los términos del art. 1º sugieren que la inversión la lleva a cabo la propia IIC, directamente o bien su sociedad gestora [SGIIC.]; es decir: que la Inversión Colectiva es lo que podríamos describir como una modalidad de inversión heterónoma y mediata [o indirecta]. Mas para entender cabalmente lo que esto significa y sus posibles implicaciones hay que partir del concepto de *«inversión»* y sus modalidades funcionales, que ya conocemos y que nos permite llegar a la conclusión de que la inversión colectiva es heterónoma porque precisamente se lleva a cabo sin que los inversores tengan protagonismo directo en las decisiones de inversión: es la propia IIC. o su SGIIC., la que toma las decisiones inversoras, sin atenerse a mandatos o instrucciones de sus socios o partícipes. Es esto lo que se deduce, no ya sólo del hecho de que el art. 1º, LIIC. diga –como ya se señaló– que las IIC. *«tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no»*: captar los fondos... ¿Quién o quiénes? La respuesta es sencilla: las IIC. Y *«gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no»*, pero –una vez– más, a quién va referida esa alusión funcional: ¿quién es el sujeto agente de esa conducta de *«gestionar e invertir»* los fondos, bienes o derechos captados del público? Nuevamente, la respuesta es que el sujeto agente es la propia IIC., y no los inversores, de quienes capta los fondos, etc. Así; las IIC. constituyen un patrimonio colectivo –a veces, perteneciente a la propia entidad, cuando tiene personalidad jurídica, y otras veces perteneciente proindiviso al conjunto de los inversores, cuando no posee aquella personalidad-, de forma que se crea una cartera que la Entidad o su gestora –una SGIIC.– forma y gestiona, con carácter colectivo, para que el resultado de aquella gestión se distribuya entre todos los inversores –sean socios o partícipes-. Se trata, pues, de una gestión –insisto– indirecta: las IIC. no reciben encargos de sus clientes –los socios o partícipes-, indicándoles los activos financieros o no, mobiliarios o inmobiliarios, en los que han de invertir, porque las aportaciones de los inversores no se efectúan a título de comisión. Y, menos, aún, consiste en una simple mediación, como en el caso de las *«plataformas de financiación participativa»*. Que es así lo demuestra el art. 23, LIIC. –*«principios de la política de inversión»*–, cuando establece que:

*«Sin perjuicio de las especialidades previstas en esta ley para cada clase de IIC, las IIC invertirán su activo, atendiendo a los siguientes principios:*

*a) Liquidez. Las IIC deberán tener liquidez suficiente, según la naturaleza de la institución, del partícipe o accionista y de los activos en los que se invierta.*



b) *Diversificación del riesgo. Las IIC deberán limitar la concentración del riesgo de contrapartida de forma que se garantice la suficiente diversificación.*

c) *Transparencia. Las IIC deberán definir claramente su perfil de inversión, que habrá de quedar reflejado en los instrumentos informativos previstos en el capítulo anterior»*

Lo primero que dice este precepto –que «las IIC invertirán su activo»– viene a corroborar lo dicho: que las decisiones de inversión no las toman los inversores, sean socios o partícipes de las IIC., sino las propias IIC. o sus SGIIC. Y lo segundo que se deduce de éllo es que esas decisiones de inversión son decisiones *libres y discrecionales* de las propias IIC., que no se ven sometidas a un mandato o comisión impartido por los inversores. Por este motivo, una de dos: o la Ley establece un régimen imperativo y minucioso sobre las inversiones de las IIC., o –por el contrario– renuncia a establecer ese régimen imperativo y minucioso, y opta –en cambio– por la previsión de principios –más o menos– generales, que han de ser respetados y a los que ha de atender la IIC., cuando adopte sus propias decisiones de inversión.

Por tanto: si las decisiones de inversión las toma la IIC., y no los inversores, esta modalidad de inversión habrá que calificarla como heterónoma, y si esas decisiones que adopta la IIC., las adopta de forma libre y discrecional, sin someterse a un mandato o comisión alguna, conferidos por los inversores, sino por cuenta propia... entonces la inversión será indirecta o mediata: ya que el Inversor del capital –sea socio o partícipe– lo confía a otra unidad económica diferente –la IIC.–, en virtud de un título jurídico –digamos– dispositivo o alienatorio para que ésta lo utilice, en sentido opuesto. Así, la adquisición, por un inversor, de acciones representativas del capital social de una SICAV. o de participaciones representativas del patrimonio de un FI. supone inversión directa en la IIC., pero solamente una inversión indirecta o mediata en los activos financieros, o no, en los que –a su vez– dicha IIC. decida invertir<sup>74</sup>.

Lo que se acaba de exponer resulta de importancia decisiva respecto de aquellos proyectos empresariales que diseñan un modelo de negocio en que la gestión de la inversión no es indirecta y heterónoma, sino directa y asesorada: tales entidades; tales empresas o proyectos empresariales –por sus características– se habrán situado en una posición jurídica que podría considerarse como a medio camino entre un simple club de inversión... y una agencia comisionista inmobiliaria, toda vez –y en la medida– que la decisión sobre los inmuebles a adquirir –y, por tanto, de los activos en los

74. PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «La Inversión directa...», cit., p. 3. GAMARRA MUÑOZ, M<sup>a</sup>.C., «Instituciones de Inversión colectiva. Una especial referencia a su problemática contable», en «Anales de Estudios Económicos y Empresariales», 1996, n<sup>o</sup> 11, pp. 207 y ss. GARCÍA NOVOA, C., «Fiscalidad de la inversión bursátil...», cit, pp. 20 y s. HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y...», cit., p. 127, quien señala que los principales activos indirectos que los intermediarios financieros emiten incluyen los certificados de participación en fondos de inversión, etc. Asimismo, el Autor considera que las acciones de las sociedades de inversión deberían clasificarse –excepcionalmente– como activos financieros indirectos.

que invertir— corresponde *directamente* a los *propios* socios o clientes. Esto es importantísimo —como se dijo— a la luz de lo previsto en la LIIC. porque recordemos que, como dice su art. 1º, «[a] *quellas actividades cuyo objeto sea distinto del descrito en el párrafo anterior no tendrán el carácter de inversión colectiva*», lo cual —por otra parte— tiene una segunda consecuencia: como sabemos, la LIIC. establece un sistema de ordenación y supervisión administrativa, que —entre otras cosas— limita las posibilidades de organización y configuración de las IIC. y, así, el mismísimo art. 1º, nºs 2 y 3, LIIC. establece —en términos, aparentemente, taxativos, imperativos y terminantes— que «[1] *as IIC revestirán la forma de sociedad de inversión o fondo de inversión*», y que «[1] *as IIC podrán ser de carácter financiero o no financiero, en los términos establecidos en el título III de esta ley*». Y no sólo esto, sino que —más precisamente— cuando se adopta la forma de sociedad, solamente se contempla una: la Sociedad Anónima [art. 37, LIIC: 1. *Las sociedades de inversión inmobiliaria serán sociedades anónimas y dispondrán de un capital mínimo totalmente desembolsado desde su constitución. 2. La gestión de una sociedad de inversión inmobiliaria podrá encomendarse a una sociedad gestora*]. Y esta regla afecta a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria [IICI.] con forma societaria, que —según el art. 35, LIIC.— «*son aquellas de carácter no financiero que tengan por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento*», añadiéndose —respectivamente— en los dos nºs posteriores, que esas IIC inmobiliaria «*invertirán su activo en bienes inmuebles, que podrán adquirir en sus distintas fases de construcción, pudiendo compatibilizarlo, de acuerdo con las limitaciones que se establezcan reglamentariamente, con la inversión de una parte de su activo en valores negociados en mercados secundarios*».

De nuevo detectamos aquí ese doble rasgo fundamental de la Inversión Colectiva; su carácter heterónomo o heterogestionario, e indirecto o mediato; una vez más, las decisiones de inversión no las toman los inversores, sean socios o partícipes, sino las propias IICI. —en este caso la SII., S.A.— o su SGIIIC., y —una vez más— esas decisiones de inversión son *libres y discrecionales* de las IICI. Por este motivo, el art. 36, nº 2, dispone que las IICI. «*deberán respetar las reglas que se establezcan en relación con el plazo mínimo de permanencia de las inversiones, la adquisición y enajenación de bienes inmuebles, la adquisición y enajenación de opciones de compra, de compromisos de compra a plazo y de derechos reales, la concentración de flujos financieros resultantes del arrendamiento de los bienes inmuebles, y la financiación con garantía hipotecaria. De igual modo, en la adquisición de viviendas acogidas a protección oficial se cumplirán las condiciones que permitan el mantenimiento de los beneficios económicos inherentes al régimen de protección*». No se dice, en ningún momento, que las IICI. hayan de respetar las instrucciones de sus socios, porque los socios de una SII. no tienen —y es lógico— ningún derecho de impartir instrucciones sobre cómo debe invertir la SII: ésta a lo que queda sometida es a las decisiones de sus órganos de administración y representación y a las «*reglas que se establezcan*». Por este motivo, nuevamente la LIIC. —que no ha querido establecer un régimen imperativo y minucioso sobre sus inversiones— establece principios —más o menos— generales, a los que ha de

atender la IICI. cuando adopte sus propias decisiones de inversión: el art. 36, LIIC., titulado «*normas de inversión*», establece –nº 1– que las IICI. deberán cumplir los criterios de valoración de los bienes y derechos en los que inviertan y respetar los coeficientes de liquidez –que garanticen suficientemente el cumplimiento del régimen de reembolso– y los de diversificación del riesgo –que limiten la inversión en un solo inmueble así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo-. Y, finalmente, el art. 36, nº 4, dispone que «[1] *os accionistas o partícipes de IIC inmobiliaria podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo de las mismas así como ostentar cualquier derecho distinto del derivado de su condición de accionista o partícipe y realizar aportaciones, originarias o derivativas, en especie*». Estamos, aquí, ante la única posibilidad de un cierto protagonismo de los socios en la operativa –externa– de la SII, y no tiene que ver con las decisiones de inversión.

Nada de esto puede extrañar: las IIC. e IICI. satisfacen las funciones propias de –o asociadas a– una gestión heterónoma y colectiva de las inversiones, con el consiguiente reparto de riesgos<sup>75</sup>: esa heteronomía de gestión proporciona a los inversores los beneficios una gestión profesionalizada y los libera de la carga de tener que seleccionar y gestionar, ellos mismos, directamente, sus activos<sup>76</sup>. En este sentido, el régimen de las IIC., inclusive el de las IICI. y las SII. se basa en el presupuesto socioeconómico de que el Accionista es más inversor que socio; que el Accionista se muestra extremadamente ajeno a la gestión de la empresa social, pues la Sociedad Anónima –y esto incluye a las SII.– es una sociedad de capitales, por acciones, capitalista<sup>77</sup>, mercantil, de responsabilidad limitada<sup>78</sup>,

75. BROSETA PONT, M., «La Sociedad Gestora en los Fondos de Inversión mobiliaria», en VV.AA., «*Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*», edit. FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD DE BILBAO, Bilbao, 1974, p. 217. TAPIA HERMIDA, A.J., «*Sociedades y Fondos...*», cit., pp. 70 y ss. GENEROSO HERMOSO, M<sup>a</sup>.E., DOPAZO FRAQUIO, M<sup>a</sup>.P., ORTEGA LÓPEZ, M<sup>a</sup>.D., MUÑOZ FERNÁNDEZ, M.J. y MUÑOZ FERNÁNDEZ, A., «*Fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios*», edit. EDIGENER, Madrid, 1992, p. 15. MADURA, P., «*Financial markets and institutions*», edit. WEST PUBLISHING Co., St.Paul (Minn.)/N.York/Los Angeles/San Francisco, 1989, p. 638.

76. TAPIA HERMIDA, A.J., «*Sociedades y Fondos...*», cit., pp. 70 y ss. GENEROSO HERMOSO/DOPAZO FRAQUIO/ORTEGA LÓPEZ/MUÑOZ FERNÁNDEZ/MUÑOZ FERNÁNDEZ: «*Fondos de inversión...*», cit., p. 15. LE BRUN, J., «*La protection de l'Épargne publique et la Commission Bancaire*», con la colaboración de C.Lempereur, edit. ÉTABLISSEMENTS ÉMILE BRUYLANT, S.A., Bruselas, 1979, p. 373. MADURA, P., «*Financial markets and institutions*», edit. WEST PUBLISHING Co., St.Paul (Minn.)/N.York/Los Angeles/San Francisco, 1989, p. 638.

77. La Sociedad Anónima, como forma necesaria de las IIC. e IICI. societarias, constituye el paradigma de la sociedad «*de capitales*»; una sociedad arquetipo de la corporación capitalista Vid. ALONSO ESPINOSA, F.J., «Lección 5<sup>a</sup>: Sociedad Anónima (I): Caracterización», en ALONSO ESPINOSA, F.J., LÁZARO SÁNCHEZ, E.J., ALFONSO SÁNCHEZ, R. DE LA VEGA GARCÍA, F.L., SÁNCHEZ RUIZ, M. y FARIAS BATLLE, M., «*Curso fundamental de Derecho mercantil*», t. II, «*Derecho de Sociedades*», edit. FUNDACIÓN UNIVERSITARIA SAN ANTONIO, 1<sup>a</sup> ed., Murcia, 2004, p. 125.

78. URÍA GONZÁLEZ/MENÉNDEZ MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA., «La Sociedad Anónima: Principios...», cit., p. 769. ALONSO ESPINOSA, F.J., «Lección 5<sup>a</sup>: Sociedad Anónima (I)...», cit., pp. 128 y s.

dotada de personalidad jurídica y cuya personificación –por así decirlo– se da de modo pleno o perfecto, ya que está dotada de un patrimonio propio y se sitúa en una relación de alteridad perfecta, respecto de sus socios<sup>79</sup>, como una consecuencia lógica de que el Ordenamiento le reconozca personalidad jurídica; una sociedad ineludiblemente dotada de personalidad jurídica, aunque –al mismo tiempo, y paradójicamente– «despersonalizada», en el sentido de que la base material de su personificación no se encuentra tanto en la agregación de personas, como en un «capital social»<sup>80</sup>, sobre el que se sustenta un patrimonio social mínimo. Ahora bien; ese capital y el propio patrimonio social mínimo, pueden –a su vez– configurarse de dos maneras: o dotándolos de un carácter inmodificable, o dotándolos de una modificabilidad relativa.

Pues bien; la razón de la existencia de la LIIC. y de que su contenido –relativamente agresivo e interventor<sup>81</sup>– sea el que es, podría estar en que está pensada

79. DEL CAÑO ESCUDERO, F., «Derecho español de Seguros» cit., t. I, Madrid, 1983, p. 62, quien señala que la Sociedad anónima aseguradora debe poseer personalidad jurídica, y no quedarse en sociedad irregular, ya que esta condición de irregularidad determinaría la ausencia de personificación, con la consecuencia de que los contratos –de seguro– celebrados por la Sociedad irregular, no podrían ser cumplidos por ésta, que no existe como sujeto de derecho, sino por quienes se hallen encargados de la gestión social, lo que es algo que el Legislador de ordenación del Seguro privado no desea. El autor concluye señalando que «a partir de la Ley de 1951, su artículo 6º ha hecho imposible la existencia de ese tipo híbrido y monstruoso de las sociedades anónimas sin personalidad jurídica...». ALONSO ESPINOSA, F.J., «Lección 5ª.: Sociedad Anónima (I)...», cit., pp. 125 y s.

80. La Sociedad Anónima, como tipo o forma societaria organizativa genérica, también constituye el paradigma de la sociedad de capitales, y –además– capitalista y despersonalizada, en el sentido de que la *identidad* y condiciones personales de los socios son, en términos generales irrelevantes. Se trata, pues, de una sociedad que «necesita funcionar con un capital propio formado por las aportaciones de los socios». Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., «Nuevos hechos, nuevo Derecho de la Sociedad Anónima», en «Hacia un Nuevo Derecho mercantil. Escritos, Lecciones y Conferencias», edit. TECNOS, S.A., Madrid, 1971, p. 30. ALONSO ESPINOSA, F.J., «Lección 5ª.: Sociedad Anónima (I)...», cit., pp. 127 y s. FERRARA Jr., F y CORSI., «Gli Imprenditori e le Società», edit. DOTTA.GIUFFRÈ, 9ª ed., Milán, p. 397, quienes señalan que la organización de la SA. está basada sobre la irrelevancia de la personalidad de los socios.

81. RIBES RIBES, A., «Análisis del régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva y de sus socios o partícipes en el Sistema Español/Analysis of the Spanish Tax Regime of the Collective Investment Vehicles (Civs) and their Partners or Shareholders», en «Crónica Tributaria», 2018, nº 168, pp. 219 y s., quien señala que la regulación actual de las IIC. se encuentra en la LIIC. nº 35/2003, que fue promulgada con la doble finalidad de implementar en el ordenamiento español las Directivas 85/611/CEE, 2001/107/CE y 2001/108/CE, en materia de armonización de organismos de inversión colectiva (OICVM), y de diseñar un régimen jurídico que satisfaga las necesidades de este sector, ya consolidado. Esta normativa se completó con la aprobación del RD 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de IIC; Y, el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento anterior. Como principios rectores, concebidos para alcanzar el objetivo indicado, destacan los siguientes: 1. La liberalización de la política de inversión, posibilitando que las IIC puedan invertir en nuevos productos financieros, tales como productos derivados, acciones y participaciones de otras IIC. o de entidades de capital-riesgo y valores no cotizados; 2. El refuerzo de la protección de los inversores, fortaleciendo las normas de transparencia y las normas de conducta para prevenir los conflictos de interés; Y: 3. El perfeccionamiento del régimen

para instituciones de inversión en las que el Inversor se ve obligado a confiar en la gestión de otros; en las *decisiones de inversión* que esos «*otros*» adoptan, aunque sea refieren a bienes, activos y derechos que proporcionaron los inversores.

### III. VIABILIDAD DE LA FORMA DE SOCIEDAD COOPERATIVA, PARA DESARROLLAR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIA

#### 1. PRESENCIA DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES/SOCIETARIAS DE TIPO MUTUALÍSTICO O COOPERATIVO, EN EL ÁMBITO DE LOS OPERADORES PROFESIONALES DEL SISTEMA FINANCIERO

¿Cabría posible eludir el régimen de la LIIC., si las condiciones socioeconómicas en que se va a desarrollar el fenómeno inversor, en interés de los clientes y pequeños ahorradores, fueran distintas? ¿Sería posible, p.e., llevar a cabo la actividad de inversión colectiva inmobiliaria, adoptando la forma de cooperativa? En mi opinión, la respuesta –respecto de esas empresas que pretenden captar del público fondos para invertirlos en activos inmobiliarios, por ellas mismas seleccionados y ofrecidos a la elección final de los clientes/inversores– debería ser afirmativa; en otras palabras: a pesar de los taxativos términos de la LIIC.<sup>82</sup>, considero viable la posibilidad de constituir una cooperativa. Muchas cuestiones pueden plantear las cooperativas, en relación con la posibilidad de llevar a cabo la actividad de inversión colectiva –financiera o no financiera–, pero únicamente habré de esbozar algunas líneas generales, centradas –sobre todo– en poner de manifiesto la compatibilidad de la forma de cooperativa con la actividad de inversión colectiva.

#### 1.1. Consideraciones y generales

Con toda probabilidad, ningún tipo societario habrá nacido alumbrado bajo una luz tan ideológica como la Cooperativa<sup>83</sup>, de la que incluso se llegó

de intervención administrativa, así como del régimen sancionador a fin de garantizar una mayor seguridad a los inversores finales, atribuyendo las competencias de supervisión y control a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Vid. La larguísima lista de disposiciones que regulaban las Iic., durante la vigencia de la Ley de 1984, que presenta CORONADO MALDONADO, M<sup>a</sup>.I., «*Entidades bancarias y sus relaciones con clientes de fondos de inversión*», tesis doctoral realizada bajo la dirección de Profras. D<sup>a</sup> Francisca Parra Guerrero y D<sup>a</sup> Pilar Alarcón Urbistondo, defendida en la Universidad de Málaga, Málaga, 2003, pp. 361 y ss., en <https://riuma.uma.es/xmlui/bitstream/handle/10630/2570/16276930.pdf?sequence=1>

82. Como señala RIBES RIBES, A., «Análisis del régimen fiscal...», cit., p. 220, cuando refiere que el art. 1º, nº 1, LIIC. define las IIC. como aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos, para añadir –acto seguido– que aquellas entidades cuyo objeto sea distinto del mencionado, no tendrán el carácter de instituciones de inversión colectiva, pero –sobre todo– que tampoco podrán constituirse como IIC las entidades que no satisfagan los requisitos establecidos en la citada Ley.

83. ALONSO ESPINOSA, FJ. «Presentación», en VV.AA., «*La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas*», coord. por FJ. Alonso Espinosa, edit. COMARES,



a dudar que fuese verdadera «*sociedad*», y no «*asociación*», echando leña al fuego de la disputa doctrinal en torno a las relaciones, analogías, diferencias o posible identidad entre estas dos instituciones y haciendo de élla la piedra de toque de las construcciones doctrinales más diversas al respecto<sup>84</sup>.

Las cooperativas son empresarios sociales, en sentido propio<sup>85</sup>, que, sin embargo –y debido a las especiales características que presentan [Su vinculación con el fenómeno de la «*Economía social*»<sup>86</sup>]-, se hallan sometidos un régimen particular, contenido –con carácter general– en la Ley nº 27/1999, de 16.07.1999, de Cooperativas [LCoop.]<sup>87</sup>, así como en disposiciones autonómicas con rango de ley –harto numerosas<sup>88</sup> pero con un notable nivel de

---

Granada, 2001, pp. XXVIII y XXIX. VERGEZ SANCHEZ, M., «*El Derecho de las cooperativas y su reforma*», edit. CIVITAS, S.A., Madrid, 1973, pp. 15 y s. GADEA, E., BUITRÓN, P. y NAGORE, I., «*Derecho de las Cooperativas. Análisis de la Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas del País Vasco*», edit. UNIVERSIDAD DE DEUSTO, Bilbao, 1999, p. 311.

84. VERGEZ SÁNCHEZ, M.: «*El Derecho de las Cooperativas y...*», cit., p. 16, quien aludía a la «*tendencia de la doctrina mercantilista a negar a la cooperativa el carácter de sociedad mercantil*». Ciertamente que no es lo mismo negar que una cooperativa sea sociedad mercantil, que negar –directamente– que sea una «*sociedad*», pero los criterios empleados son los mismos de modo que, prácticamente, la negación de su mercantilidad, en un primer momento y durante largo tiempo, supuso de modo casi inevitable la negación de su condición de «*sociedades*». GERMAIN, M., «*Les Sociétés commerciales*», RIPERT, G., ROBLOT, R. y GERMAIN, M., «*Traité de Droit commercial*», t. I, vol. 2º, edit. LIBRAIRIE GÉNÉRAL DE DROIT ET JURISPRUDENCE, 18ª ed., París, 2002, p. 723, quien señala que la Ley francesa nº 1775/1947, de 10 de septiembre, relativa al Estatuto de la Cooperación, cuyo art. 1º comienza diciendo que «*las cooperativas son sociedades*», pretendió poner fin a las discusiones anteriores, en materia de naturaleza jurídica de las cooperativas, estableciendo un criterio reiterado o confirmado por el art. 1º de la ulterior Ley francesa nº 763/1978, de 19 de julio, sobre el Estatuto de las *Sociedades Cooperativas* obreras de producción.
85. SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de Derecho Mercantil*», t. I, edit. THOMSON-REUTERS/ARANZADI, S.A., 37ª ed. [10ª en Aranzadi], Cizur Menor (Navarra), 2015, pp. 792 y s. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «*Lección 28. Las sociedades de base mutualista*», en VV.AA., «*Lecciones de Derecho Mercantil*», vol. Iº, dirs. A.Menéndez Menéndez y A.L.Rojó Fernández-Río, coord. Mª.L.Aparicio, edit. THOMSON-REUTERS/CIVITAS/ARANZADI, S.A., 14ª ed., Cizur Menor (Navarra), 2016, p. 606.
86. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «*Lección 28. Las sociedades de base mutualista*», cit., p. 606, razón por la cual han sido objeto de una acción de fomento, en virtud de la Ley nº 5/2011, de 29.03.2011, de Economía Social.
87. –Que ha venido a sustituir a la hasta ahora vigente Ley nº 3/1987, de 02.04.1987, General de Cooperativas, a la que ha derogado, en virtud de la Disposición Derogatoria Primera, LCoop. Vid. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE: «*Instituciones...*», cit., t. I, 37ª ed. [10ª en Aranzadi], p. 792.
88. Son múltiples y diversas las disposiciones que integran lo que podríamos describir como el Derecho positivo Cooperativo, el Derecho Cooperativo escrito o –más precisamente– la legislación cooperativa, estatal y autonómica, e incluso especial piénsese, p.e., en la Ley nº 13/1989, de Cooperativas de crédito. En este sentido, hay que aludir a la reciente Ley nº 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas –que vino a sustituir a su predecesora la Ley nº 3/1987, de 2 de abril, General de Cooperativas, a la que ha derogado (Disposición Derogatoria Primera, LCoop.)-, y a diversas disposiciones autonómicas, como la Ley 18/2002, de 05.07.2002, de Cooperativas (Catalana). Modificada Por La Ley 13/2003, de 13.6.2003, la Ley 8/2003, de 24.3.2003, de Cooperativas De La Comunidad Valenciana, la Ley 1/2003,



coincidencia o convergencia sustancial-, promulgadas por aquellas Comunidades Autónomas que han asumido competencias en la materia, pudiéndose afirmar que las cooperativas son empresarios sociales sometidos a un régimen jurídico propio, plural aunque uniforme<sup>89</sup>, como la Ley nº 5/1998, de 18.12.1998, de Cooperativas de Galicia, «*respetando la legislación mercantil*»<sup>90</sup>.

La LCoop. vino a introducir profundas modificaciones en el régimen de las cooperativas, si se la compara con su predecesora de 1987. Llamam poderosamente la atención aspectos como la *supresión del procedimiento de fundación sucesiva*; como la configuración de *cooperativas mixtas*, o la *expansión* de las posibilidades de *autofinanciación* cooperativa, mediante el recurso a los mercados de capitales –novedad de gran importancia a los efectos de la presente reflexión–<sup>91</sup>, etc.

de 20.3.2003, de Cooperativas de las Illes Balears, la Ley 2/1999, De 31 Marzo Ley de Sociedades Cooperativas Andaluzas y la posterior Ley 3/2002, de 16 de Diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1999, de 31.3.1999, de Sociedades Cooperativas Andaluzas, la Ley 20/2002, de 14.11.2002, de Cooperativas de Castilla-La Mancha, la Ley 4/2002, de 11.04.2002, de Cooperativas de Castilla y León, la Ley 4/2001, de 02.07.2001, de Cooperativas De La Rioja, la Ley 2/1998, de 26.03.1998, de Cooperativas de Extremadura, la Ley 4/1993, de 24.06.1993, de Cooperativas del País Vasco, posteriormente modificada por la Ley 1/2000, de 29.06.2000, del País Vasco, por la que se modifica la Ley 4/1993, de 24.06.1993, de Cooperativas del País Vasco, a la que se ha de sumar la Ley de la Sociedad Cooperativa Pequeña del País Vasco, nº 6/2008, de 25.06.2008. Asimismo, la Ley 4/1999, de 30.03.1999, de Cooperativas de la Comunidad Autónoma de Madrid y – por lo que a nuestra Comunidad se refiere– la Lei nº 5/1998, de 18.12.1998, de Cooperativas de Galicia. También es importante la Ley 31/2006, de 18.12.2006, sobre Implicación de los trabajadores en las sociedades anónimas y cooperativas europeas [GADEA, E., SACRISTÁN, F. y VARGAS VASSEROT, C., «*Régimen jurídico de la Sociedad Cooperativa del Siglo XXI. Realidad actual y propuestas de reforma*», edit. DYKINSON, Madrid, 2009, pp. 59 y ss.].

89. GÓMEZ SEGADÉ, J.A., «Concepto e características», en VVAA., «*Estudios sobre a Lei de Cooperativas de Galicia*», dir. Por D.Bello Janeiro, coord. Por J.A. Gómez Segade, M.Botana Agra, A.Fernández-Albor Baltar y A.Tato Plaza, edit. ESCOLA GALEGA DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, Santiago de Compostela, 1999, p. 26, quien señala que «*a pesar da policromía lexislativa, nos aspectos substanciais hai grande coincidencia e innumerábeis repeticións*».

90. – SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE: «*Instituciones...*», cit., t. I, 37ª ed. [10ª en Aranzadi], p. 792. SÁNCHEZ CALERO, F., «*Instituciones de Derecho mercantil*», t. I, «*Introducción, Empresa y Sociedades*», edit. MCGRAW-HILL, 21ª ed., Madrid, 1998, p. 515. URÍA GONZÁLEZ, R., «*Derecho mercantil*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., 24ª ed., Madrid, 1997, p. 577. SERRANO SOLDEVILLA, A.D., «*Las Sociedades con base mutualista*», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J. y otros., «*Derecho mercantil*», t. I, «*I. Concepto, método y fuentes. Empresa. Estatuto del Empresario. Empresario Individual. II. Las Sociedades mercantiles. III. Derecho industrial y régimen jurídico de la competencia*», coor. por G.J.Jiménez Sánchez, edit. ARIEL, S.A., 4ª ed. corregida y puesta al día, Barcelona, 1997, pp. 396 y s. MARTÍN FERNÁNDEZ, F.J., «*Las cooperativas y su régimen tributario. Análisis de la Ley 20/1990, de 19 de diciembre, sobre régimen fiscal de las cooperativas*», edit. «LA LEY», Madrid, 1994, p. 27. ROMERO CANDAU, P.A., «*Las Cooperativas. Comentarios a la Ley 3/87*», en VVAA., «*Comunidades de bienes, Cooperativas y otras formas de empresa*», t. I, edit. COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1996, p. 417, nota (24). CRESPO MIEGIMOLLE, M., «*Régimen fiscal de las Cooperativas*», edit. ARANZADI, S.A., Pamplona, 1999, pp. 33 y ss.

91. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «*Lección 28. Las sociedades de base mutualista*», cit., pp. 607 y ss.

## 1.2. La «ausencia» de la Cooperativa, del ámbito de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva

De los varios sectores o subsectores que integran el sistema financiero – Banca, Seguro Privado y mercados de valores-, en dos de ellos; en dos de los tres o cuatro que existen, operan entidades con forma de cooperativa o –en general– de naturaleza mutualística: todas estas leyes cooperativas, tanto la estatal, como las autonómicas regulan –con mayor o menor detenimiento– las llamadas «clases» de cooperativas, y dentro de ellas incluyen las cooperativas de crédito –como manifestación o forma concreta de las entidades de crédito, de acuerdo con el art. 1º, nº 2, apdo. c), LOSupSolv.Ecr.-, que vienen reguladas en la Ley nº 13/1989, de Cooperativas de crédito, las cooperativas de seguros<sup>92</sup>, junto con las mutuas de seguros y las mutualidades de previsión social –como sendas manifestaciones o formas organizativas concretas del Empresario asegurador... pero no se ha previsto la forma de «sociedad cooperativa de inversión colectiva», en el ámbito de la LIIC.<sup>93</sup> ¿Significa esto una prohibición legal; una imposibilidad jurídica?

Para responder a estas cuestiones, acaso sea preferible empezar por la segunda... y hacerlo de forma muy galáica: con un «*depende*». En mi opinión, depende de que se pretenda llevar a cabo una actividad de inversión heterogestionada, profesional e indirecta o mediata, que es –cabalmente– el modelo o «*Tatbestand*» que tuvo en cuenta la LIIC., o de que –por el contrario– se pretenda llevar a cabo esa actividad de una manera autogestionada, personal y directa o inmediata. Con esta matización preliminar, me atrevo a afirmar que la omisión de la «*Sociedad cooperativa*» en la LIIC., no significa su prohibición; es decir: no significa que se prohíba adoptar la forma de sociedad cooperativa, para desarrollar actividades propias del giro o tráfico de las empresas dedicadas a la inversión colectiva. Lo que sucede –y aquí responderíamos a la primera de las dos interrogantes– es que el tipo de inversión colectiva que se ha contemplado en la LIIC. es tal –por su condición de actividad de inversión heterogestionada, profesional e indirecta o mediata-, que resulta contradictorio con una estructura cooperativa. Pero se trata de una oposición –digamos– «*conceptual*», y no positiva; no se trata de ese tipo de contradicción que conduce a la exclusión; a la prohibición de la figura contrapuesta... sino –simplemente– a su ausencia, por no adecuarse al «*Tatbestand*» general del art. 1º, LIIC. Porque en ella, las sociedades de inversión –incluidas las

92. BROSETA PONT, M., «*Manual de Derecho mercantil*», edit. TECNOS, S.A., 10ª ed., Madrid, 1994, p. 421. URÍA GONZÁLEZ, R.: cit., 24ª ed., p. 578. VICENT CHULIÁ, F., «*Compendio crítico de Derecho mercantil*», t. I, vol. 2º, «*Comerciantes. Sociedades. Derecho Industrial*», edit. J.M.BOSCH, EDITOR, S.A., 3ª ed., Barcelona, 1991, p. 1034. CAÑO ESCUDERO, Fdel. y CAÑO PALOP, J.R.del., «*Comentarios al Reglamento de Ordenación del Seguro privado*», Madrid, 1987, pp. 67 y s. GARRIDO y COMAS, J.J., «*Principios Generales de Seguros*», edit. UNESPA (UNIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES ASEGURADORAS, REASEGURADORAS Y DE CAPITALIZACIÓN)/UCEAC. (UNIÓN CATALANA DE ENTIDADES ASEGURADORAS, Y DE CAPITALIZACIÓN), Barcelona, 1988, p. 99.

93. Como señala RIBES RIBES, A., «*Análisis del régimen fiscal...*», cit., p. 220, el art. 1º, nº 1, LIIC. contrasta con la Ley anterior, que negaba expresamente la condición de IIC a los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, entidades de financiación, de seguros y demás instituciones sujetas a una regulación especial.

SII.-, y sus SGIIC. se configuran como terceros que desarrollan su objeto social sin la colaboración directa de los socios, mientras que –por el contrario– es dable concebir la posibilidad de que un conjunto de inversores en el sector inmobiliario se uniesen en sociedad para llevar a cabo esas actividades de inversión, gestionándolas de forma *autónoma* e *individual* de la inversión, por el propio inversor –de ahí lo de «autónoma»–, como ya se dijo. Así, en lugar de unirse para que la Sociedad invierta por ellos; en lugar de unirse para que la Sociedad tome, por sí misma –aunque en interés colectivo de ellos– las decisiones de inversión, los inversores se unen para invertir siendo ellos mismos –y no la Sociedad a la que se han incorporado como socios– quienes adoptan *autónomamente* las decisiones de inversión, valiéndose de *su propio bagaje* de conocimientos e información o bien de conocimientos e información *que les proporcione la Sociedad* de la que son miembros, actuando dicha Sociedad exclusivamente como ejecutora de esas decisiones, lo que podría llevar –incluso– a que esa Sociedad adquiriese los inmuebles seleccionados por los socios, a instancias y por encargo de ellos.

Incluso podría darse el caso de que ese conjunto de inversores en el sector inmobiliario se uniesen en sociedad para llevar a cabo esas actividades de inversión, gestionándolas de forma *autónoma* pero *colegiada*, reuniéndose esos varios inversores –en calidad de consocios– con una finalidad predominantemente pedagógica, para gestionar *en común* su inversión –individual– en valores, como en los «clubs de inversión». En este sentido, los inversores podrían unirse en sociedad para lograr un doble objetivo: compartir un bagaje de conocimientos y experiencia inversora... y servirse de él para adoptar *autónomamente* las decisiones de inversión, de modo que –una vez más– la Sociedad de ellos actuaría –exclusivamente– como ejecutora de esas decisiones, lo que podría llevar –incluso– a que esa Sociedad adquiriese los inmuebles seleccionados por los socios, a instancias y por encargo de ellos. En un caso, como en el otro, no sería necesario –de hecho, sería poco conveniente– adoptar la forma de sociedad anónima, porque lo adecuado sería la de sociedad cooperativa. En este sentido, el art. 1º, nº 1, LCoop. dice que:

«1. La cooperativa es una sociedad constituida por personas que se asocian, en régimen de libre adhesión y baja voluntaria, para la realización de actividades empresariales, encaminadas a satisfacer sus necesidades y aspiraciones económicas y sociales, con estructura y funcionamiento democrático, conforme a los principios formulados por la alianza cooperativa internacional, en los términos resultantes de la presente Ley»<sup>94</sup>

... y el Reglamento de la Alianza Cooperativa Internacional, de 11.04.2013, dedica su Parte IV<sup>a</sup>, a los citados «Principios cooperativos», respecto de los cuales se establece, en el art. 4º, que:

«Se reconocerá como sociedad cooperativa cualquier asociación de personas o de sociedades, siempre y cuando la misma se haya fijado como objeto la

94. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Instituciones...», cit., t. I, 37<sup>a</sup> ed. [10ª en Aranzadi], p. 793. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 607.

*mejora económica y social de sus miembros a través de una empresa basada en la ayuda mutua y se ajuste a los principios estipulados en la Declaración de la ACI de Identidad Cooperativa, adoptada por la Asamblea General de ésta».*

Pues bien; su art. 7º, referido específicamente a los «principios cooperativos», dice de ellos que son «pautas para que las cooperativas pongan sus valores en práctica», y –acto seguido– los enumera y define o describe, del siguiente modo:

*«... 1er principio: Adhesión voluntaria y abierta: Las cooperativas son organizaciones voluntarias y abiertas a todas las personas que puedan hacer uso de sus servicios y estén dispuestas a aceptar las responsabilidades de los miembros, sin discriminación de género, condición social, racial, política o religiosa.*

*2º principio: Control democrático de los miembros: Las cooperativas son organizaciones democráticas controladas por sus miembros que participan activamente en la definición de sus políticas y la toma de decisiones. Los hombres y mujeres elegidos como representantes son responsables ante los miembros.*

*En las cooperativas primarias, los miembros tienen iguales derechos de voto (un miembro equivale a un voto) y las cooperativas de otros niveles están igualmente organizadas de manera democrática.*

*3er principio: Participación económica de los miembros: Los miembros contribuyen equitativamente a la constitución del capital de su cooperativa y lo gestionan democráticamente. Generalmente, una parte al menos de dicho capital es propiedad común de la cooperativa. Los miembros suelen recibir una compensación limitada, cuando la hay, sobre el capital suscrito como condición para asociarse. Los miembros destinan los excedentes a todos o alguno de los siguientes fines: el desarrollo de la cooperativa, eventualmente mediante la constitución de reservas, de las cuales una parte al menos debe ser indivisible, distribuir beneficios entre los miembros en proporción a las transacciones que éstos realicen con la cooperativa y brindar apoyo a otras actividades aprobadas por los miembros.*

*4º principio: Autonomía e independencia: Las cooperativas son organizaciones autónomas de autoayuda gestionadas por sus miembros. Cuando celebran acuerdos con otras organizaciones, incluidos los gobiernos, o aumentan su capital gracias a fuentes externas, lo hacen con arreglo a condiciones que permiten a sus miembros conservar el control de manera democrática y preservar su autonomía cooperativa.*

*5º principio: Educación, capacitación e información: Las cooperativas ofrecen educación y capacitación a sus miembros, representantes electos, administradores y empleados de manera que puedan contribuir de manera efectiva al desarrollo de sus cooperativas. Ofrecen información al público en general, particularmente a los jóvenes y a los líderes de opinión, acerca de la naturaleza y los beneficios de la cooperación.*

*6º principio: Cooperación entre cooperativas: Las cooperativas sirven a sus miembros con mayor eficacia y fortalecen el movimiento cooperativo trabajando unidas a través de estructuras locales, nacionales, regionales e internacionales.*

7º principio: *Interés por la comunidad: Las cooperativas trabajan en pro del desarrollo sostenible de sus comunidades aplicando políticas adoptadas por sus miembros*».

Estos principios podrían ocupar el «*nicho ecológico*» que las normas de protección del Inversor, propias del sistema ordenador y de supervisión de las IIC., porque harían innecesario recurrir al régimen de la citada LIIC., ya que –para empezar– ni siquiera el tipo de actividad desarrollado lo sería en los términos del art. 1º, LIIC. o de su art. 35.

Debemos partir de la base de que, según el art. 1º, nº 2, LCoop., «[c]ualquier actividad económica lícita podrá ser organizada y desarrollada mediante una sociedad constituida al amparo de la presente Ley»<sup>95</sup>: la Cooperativa es un tipo de organización societaria adecuado e idóneo –en términos de licitud o legalidad– para el desarrollo de cualquier actividad económica que sea lícita. La cuestión sería: ¿acaso la reserva de actividad de las IIC., derivada de la LIIC., haría «*ilícita*» una actividad de inversión colectiva inmobiliaria, desarrollada a través de una cooperativa? En mi opinión, visto lo visto, la respuesta debiera ser negativa: la reserva de actividad derivada de la LIIC., no haría «*ilícita*» una actividad de inversión inmobiliaria, desarrollada a través de una cooperativa, precisamente porque no sería inversión «*heterónoma*», sino inversión «*autónoma*» [Recuérdese lo que decía el art. 1º, nº 1, párr. 2º, LIIC.], de modo que –una vez más– la Sociedad de ellos actuaría –exclusivamente– como ejecutora de esas decisiones, quedando fuera del ámbito de la LIIC., y sí –en cambio– sometida a la legislación cooperativa. Y es que la combinación del art. 1º, nº 2, LCoop., con el art. 38 de la Constitución, permitiría formular la siguiente regla: se reconoce la libertad de empresa de inversión inmobiliaria –eventualmente colegiada–, bajo forma de sociedad cooperativa, en el marco de la economía de mercado. Los Poderes Públicos deberían, pues, en consecuencia, proteger y garantizar su ejercicio, de acuerdo con las exigencias de la economía general... que –en principio– debería considerarse que no se ven afectadas porque la Cooperativa funciona, precisamente, excluyendo «*a limine*» muchos de los problemas que justifican la existencia y aplicación de la LIIC. Además, el art. 129, nº 2, *Const.Esp.*– se establece que:

«... 2. Los poderes públicos promoverán eficazmente las diversas formas de participación en la empresa y fomentarán, mediante una legislación adecuada, las sociedades cooperativas...».

En otras palabras: existe incluso un título normativo habilitante, de rango constitucional formal, que avalaría la legitimidad, y aún la conveniencia, de una sociedad cooperativa para el desarrollo de esas actividades de inversión inmobiliaria *autónoma*, *individual* o incluso *colegiada*, mediante la reunión de varios inversores –en el seno de la Cooperativa, como socios– eventualmente incluso para compartir un bagaje de conocimientos y experiencia inversora... y –sirviéndose de él– para adoptar, ellos mismos, autónomamente –y no la

95. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE: «*Instituciones...*», cit., t. I, 37ª ed. [10ª en Aranzadi], p. 793.

Sociedad y sus órganos de administración-, las decisiones de inversión –por qué no– inmobiliaria, incluso aunque esa Sociedad adquiriese los inmuebles seleccionados por los socios, a instancias y por encargo de ellos.

Resumiendo, los términos de la LIIC. son como son; su régimen es tan interventor y afecta de tal modo a la autonomía privada –imponiendo, p.e., la forma de Sociedad Anónima-, porque el «*Tatbestand*» o la realidad sociológica que tiene en cuenta es la de un pequeño inversor minorista que precisa de los servicios de un –digamos– «gestor ajeno», que le sustituye *completamente* en la toma de decisiones de inversión. Por este motivo, el Legislador considera que la captación de ahorro público, para formar carteras colectivizadas de inversión, de acuerdo con el exclusivo criterio y la plena autonomía de la IIC., constituye una actividad arriesgada que compromete los intereses generales... en la medida en que compromete intereses individuales –los de los inversores minoristas y menos informados-, potencialmente muy numerosos, por lo que los Poderes Públicos –típicamente, el Legislativo y la Administración [arts. 53 y 103, Const.Esp.]– deben tomar cartas en el asunto, ordenando y supervisando la actividad.

## 2. APTITUD DE LAS ORGANIZACIONES EMPRESARIALES/SOCIETARIAS DE TIPO MUTUALÍSTICO O COOPERATIVO, COMO POTENCIALES EMPRESAS DE INVERSIÓN COLECTIVA

### 2.1. La aptitud de las organizaciones empresariales/societarias de tipo mutualístico o cooperativo, como potenciales empresas de inversión colectiva, desde el punto de vista constitucional

La LIIC. ni siquiera se planteó el supuesto de la cooperativización o mutualización de la inversión –que sería individual, pura o colegiada, directa– porque tenía los ojos puestos en lo que describe su E.M. [La «*doble condición*» de la Inversión Colectiva– como «*fórmula de financiación desintermediada (e) instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas*» que reclama la «*atención prioritaria (de) la política financiera*», pues «*el buen funcionamiento de la inversión colectiva tiene implicaciones directas para los dos objetivos fundamentales de la política financiera: la eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos y la protección a los inversores menos informados*»], pero tampoco lo prohibió; antes al contrario, los términos del art. 1º, nº 1, párr. 2º, LIIC., dan pie a pensar que si los particulares pudieran diseñar un tipo de actividad que no coincidiese al 100 por 100 con las perfectamente descritas en la citada Ley, esa actividad quedaría fuera de la LIIC., y –entonces– salvo que la actividad, aun quedando fuera del ámbito del concepto de «*inversión colectiva*»; financiera o no financiera, incurriese en otra prohibición distinta, debería considerarse lícita y accesible al modelo de la Cooperativa –art. 1º, LCoop.– ya que la Cooperativa sirve para que sus socios vean satisfechas «*sus necesidades y aspiraciones económicas y sociales*», a través de «*la realización de actividades empresariales*». Y esta última frase sería un tanto redundante si no tuviera un significado que no diré oculto, pero sí



implícito: que si los socios de la cooperativa ven satisfechas «sus necesidades y aspiraciones económicas y sociales», a través de «la realización de actividades empresariales», es porque ellos mismos participan directamente, «qua sociis», en esa realización de actividades empresariales<sup>96</sup>; mucho más o en mucho mayor medida de lo que lo harían los accionistas de una sociedad anónima.

Asimismo, la posibilidad de organizar en forma cooperativa la actividad descrita puede hallar otro apoyo constitucional en el art. 33, nº 1, Const.Esp. que «reconoce el derecho a la propiedad privada y a la herencia», en el bien entendido de que esa alusión a la «propiedad» no puede entenderse en su sentido literal, estricto o restringido; alusivo, exclusivamente, al derecho de «dominio», sino como un reconocimiento constitucional del derecho al patrimonio, y de –todos– los derechos de contenido patrimonial. Esos derechos se reconocen sin una referencia subjetiva o personal que limite el círculo de personas que pueden considerarse amparadas. Por tanto, tanto a las personas jurídicas; entre ellas, a las cooperativas, como a las personas físicas –incluidos los cooperativistas–.

También es preciso tener en cuenta el art. 51, Const.Esp. según el cual los Poderes públicos «garantizarán la defensa de los consumidores y usuarios, protegiendo... los legítimos intereses económicos de los mismos» así como «fomentarán sus organizaciones y oirán a éstas en las cuestiones que puedan afectar a aquéllos». Convergen aquí, por una parte, la asimilación entre «inversor» y «consumidor», pues existen inversores –aquellos a los que la LIIC. protege<sup>97</sup>–, cuyo perfil socioeconómico los convierte en una determinada subespecie de consumidores: los consumidores de inversión; los consumidores que gastan sus ahorros en la adquisición de activos –sean financieros o reales; sean mobiliarios o inmobiliarios– como destinatarios finales, actuando fuera del contexto de su actividad empresarial o profesional. Y, por otra parte, la convergencia entre el Derecho de Cooperativas y el Derecho del Consumo. Para empezar, el art. 23 del Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y usuarios, y otras leyes complementarias, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16.11.2007, hace referencia a «las entidades constituidas por consumidores con arreglo a la legislación de cooperativas, que respeten los requisitos básicos exigidos en esta norma y entre cuyos fines figure, necesariamente, la educación y formación de sus socios, y estén obligadas a constituir un fondo con tal objeto...». Obsérvese que habla de «fines», no de «objeto»: el objeto son actividades empresariales, que –al menos parcialmente– se hallan «cooperativizadas». Esto no tiene parangón en las SICAV, ni en las SII., ni en las SGIIC., y –en mi opinión– claramente las supera.

96. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 608.

97. Vid. E.M./LIIC., cuando dice que la Inversión Colectiva constituye un «instrumento de ahorro privilegiado de los inversores minoristas la convierten en un sector de atención prioritaria para la política financiera española», y añade que, «(e) n efecto, el buen funcionamiento de la inversión colectiva tiene implicaciones directas para los dos objetivos fundamentales de la política financiera: la eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos y la protección a los inversores menos informados»

## 2.2. La aptitud de las organizaciones empresariales/societarias de tipo mutualístico o cooperativo, como potenciales empresas de inversión colectiva, desde el punto de vista del Derecho cooperativo

- A. El carácter «no lucrativo» de las sociedades cooperativas; ¿un obstáculo insalvable para utilizarlas como instrumento al servicio de una gestión autónoma y autogestionada de la inversión?

*Un primer inconveniente que presentan las cooperativas para poder ser utilizadas como instrumento al servicio de una gestión autónoma y autogestionada de la inversión de capitales, es su carácter de sociedades no lucrativas: e n las cooperativas –dice GÓMEZ SEGADE–, la gestión capitalista basada en la explotación de un capital previamente invertido y orientada a la obtención de una ganancia económica o lucro, viene sustituida por la autogestión de la empresa, por parte de los usuarios o de sus trabajadores, lo que hace de estas sociedades «asociaciones de fuerza de trabajo, orientadas a conseguir fines económicos y morales que extravasan del ánimo de lucro, en beneficio de sus asociados»<sup>98</sup>; cualidad que parece chocar con los fines especulativos y lucrativos de los actos de inversión, y con la finalidad de obtención y distribución de beneficios, propia de las IIC.*

Tradicionalmente se venía afirmando que en la Cooperativa no existe lucro –no hay más que leer el texto de la E.M./Ccom.–, o que –si existe– es limitado, ya que –en efecto– la legislación cooperativa, desde un primer momento, fue contraria a la existencia de ánimo de lucro, que las normas positivas sobre régimen de este tipo social trataron de eliminar. Un buen ejemplo de esta tendencia habría sido la antigua Ley General de Cooperativas de 09. 09.1931, caracterizada por la supresión del lucro, la enfatización de la finalidad de servicio a los socios y por la recepción de los «*principios cooperativos*». En este sentido, ni durante la vida de la Cooperativa se reparten beneficios entre los socios, sino –más bien– el llamado «*retorno cooperativo*», ni ya en su liquidación se reparte, tampoco, el líquido restante entre los socios, *destinándose, sea en buena parte, a otras cooperativas o entidades federativas, o a la Confederación Estatal de Cooperativas de la clase correspondiente a la que se liquida, o –en su defecto– se ingresará en el Tesoro Público* [art. 75, nº 2, d), LCoop.]<sup>99</sup>. Sin embargo, considero que este supuesto obstáculo resulta inocuo e irrelevante. Para empezar, sería un error considerar que el Acto de Inversión persigue solo un propósito de obtención de ganancias [rentabilidad], toda vez que los actos de inversión puede perseguir fines de liquidez y de seguridad de los activos

98. GÓMEZ SEGADE, J.A., «Concepto e características», en VVAA., «*Estudios sobre a Lei de Cooperativas de Galicia*», dir. Por D.Bello Janeiro, coord. Por J.A. Gómez Segade, M.Botana Agra, A.Fernández-Albor Baltar y A.Tato Plaza, edit. ESCOLA GALEGA DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, Santiago de Compostela, 1999, p. 21. MORILLAS JARILLO, M<sup>a</sup>J., «Capítulo II. Concepto y clases de cooperativas», en VVAA., «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T.Vázquez Ruano, t. I, edit, TIRANT LO BLANCH, 2<sup>a</sup> ed., Valencia, p. 153.

99. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., pp. 611 y ss.

financieros... Y eso sí que se puede obtener aunque se recurra a un tipo societario sedicentemente no lucrativo.

En segundo lugar, la comparación entre los arts. 1665, Cciv. y 116, Ccom. revela que en Derecho de sociedades es preciso distinguir entre lucro subjetivo y lucro objetivo, y que –asimismo– estos preceptos y las normas del TRLSocs.cap. y de la legislación cooperativa, revelan que en Derecho de sociedades también es preciso distinguir entre lucro capitalista y lucro cooperativo. Una perspectiva funcional o dinámica permite analizar la presencia del Lucro –cualquiera que sea su contenido y objeto– ora entre los *parámetros de actuación* de la Sociedad, ora bien entre los *finés sociales* y los *derechos* de los socios y, en este sentido, cabe concebir dos posibilidades: o bien el Lucro forma parte del criterio que *guía el desarrollo* de la actividad de la sociedad [el lucro estaría, ya, inmediatamente en el mismísimo Objeto social], en cuyo caso podríamos hablar de lucro objetivo, que –al parecer– sería el contemplado en el art. 116, CCom. O bien, alternativamente –se trata de una alternativa conceptual, que no positiva–, el Lucro se sitúa entre los *finés* de la sociedad [en la Causa –entiéndase, entre los elementos causales o teleológicos institucionales– de la Sociedad] y por tanto entre los *derechos económicos* de socio, en cuyo caso podríamos denominarlo lucro subjetivo [art. 1665, CCiv.]; distinción recogida en la SANac., Sala de lo Contencioso-administrativo, de 01.03.2001<sup>100</sup>, y –asimismo– en la STS., Sala de lo Contencioso, Secc. 2ª, nº 6309/2011, de 29.09.2011 (RJ 2012, 989)<sup>101</sup>, que distinguen entre lucro objetivo y lucro subjetivo, y consideran al segundo de ellos como factor relevante en el plano tributario, pues es su ausencia lo que permite que entidades sin fin de lucro puedan, sin embargo, desarrollar actividades lucrativas en régimen de mercado –es decir: en términos de empresa–, de las que derivarían rendimientos susceptibles de quedar sometidos a gravamen por el IS. De hecho, cabe concebir todos estos supuestos; a saber:

1. Supuestos en que la Norma jurídica –objetiva o negocial– que regula la organización, prevé que la misma pueda operar en el tráfico económico; es decir: que pueda acceder al *mercado de la producción y distribución* de bienes y servicios, o no, pero –en todo caso– actuando siempre con un criterio guiado por la idea de que Beneficios > Costes. Y prevé, igualmente, que de cumplirse esa previsión, tenga lugar el reparto *total* de ganancias entre los socios.
2. Supuestos en que la Norma jurídica que regula la organización asociativa, prevé que la misma pueda operar en el tráfico económico; es

100. SANac., Sala de lo Contencioso-Administrativo, de 01.03.2001 (JUR 2001, 176581); Ponente: Ilma. Sra. Dª Nieves Buisán García, pronunciada en resolución del recurso contencioso administrativo 168/1998 que se promovió en nombre y representación de CGCB frente a la Administración General del Estado, contra resolución del Tribunal Económico Administrativo Central de 22.10.1997 en materia de Impuesto sobre Sociedades); Ref. TOL65.050., en <https://www.tirantonline-com.accedys.udc.es/tol/documento/show/65050>

101. STS., Sala de lo Contencioso, Secc. 2ª, nº 6309/2011, de 29.09.2011 (RJ 2012, 989); Ponente: Excmo. Sr. D. J.A.Montero Fernández; recaída en Rec.Casacion nº 2501/2007; Roj: 2501/2007; Id Cendoj: 28079130022011101010, en <http://www.poderjudicial.es/search/AN/openCDocument/47c54a4d73e1a196503a6f3a18d21df6a6a79365428cc8cc>

decir: que pueda acceder al *mercado* de la producción y distribución de bienes y servicios, o no, pero actuando siempre con un criterio guiado por la idea de que Beneficios > Costes. Y prevé, igualmente, que de cumplirse esa previsión, tenga lugar el reparto de ganancias entre los socios, pero que ese reparto sea solamente *parcial*.

3. Supuestos en que la Norma jurídica que regula la organización jurídica asociativa prevé que la misma opere en el tráfico económico guiada por la idea Beneficios > Costes, aunque prevé que las eventuales ganancias *no sean repartidas* entre los socios, dándoseles un destino diferente, y atribuyendo a los socios *otro tipo de ventajas* económico-sociales. Desde otro punto de vista, podríamos decir que en este caso, la entidad opere en el tráfico económico guiada por el criterio Costes < Ingresos, lo que –a estos efectos– no debe considerarse igual al criterio *Beneficios > Costes*, sino que trata de reflejar las peculiaridades de las entidades de tipo cooperativo<sup>102</sup>, en que se actúa intentando reducir los costes, para lograr un ahorro de los socios.
4. Supuestos en que la Norma jurídica que regula la organización jurídica asociativa prevé que la misma opere en el tráfico económico guiada por la idea Beneficios = Costes (equilibrio financiero), o incluso Beneficios < Costes, sin que –de haber algún excedente resultante– se reparta entre los socios.
5. Supuestos en que la Norma jurídica que regula la organización jurídica asociativa prevé que la misma NO opere en el tráfico económico, aunque eventualmente pueda hacerlo, igualmente sin que –de haber algún excedente resultante– se reparta entre los socios.
6. En una especie de estadio intermedio, podríamos considerar que se sitúan –como hipotético nº 6)– supuestos como los contemplados en los nºs 4 y 5, pero con la especialidad de que en ellos se previese que, para el *hipotético caso* de que *hubiera excedentes o beneficios económicos* ciertamente, no buscados por la entidad éstos *se repartiesen* total o parcialmente, entre los socios.

Pues bien; ¿cuáles de estas posibilidades cabrían dentro del concepto de IIC. y dentro del concepto de Cooperativa? ¿Serían compatibles; habría algún área de intersección? En mi opinión, parece evidentemente propio de las SS.II. y las SII., responder al primero de todos los supuestos mencionados... Pero nada impediría que adoptase un comportamiento o un régimen propio del segundo supuesto, y resulta que ese segundo supuesto o categoría es compatible con la forma de cooperativa, luego hay que reconocer que ese segundo supuesto representa claramente un área de intersección o de compatibilidad teleológico-funcional entre las IIC. y las cooperativas. En este sentido, nada

102. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos de buen gobierno corporativo en el ámbito de las Sociedades cooperativas/Notes on the Good Corporate Governance Codes in the field of Cooperative societies», en «Cooperativismo y Economía Social», 2017/2018, nº 40, p. 91.

impide a las cooperativas desarrollar una actividad económica *objetivamente* lucrativa, consistente –por qué no... y a falta de otras consideraciones– en «la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos»... Ello nos lleva –inevitablemente– a la cuestión siguiente: es obvio que una cooperativa podría tener como objeto social «la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no» para obtener un –llamémosle– «rendimiento colectivo», pero ¿podría distribuir entre sus socios ese «resultado colectivo», en forma de «rendimiento –individual– del inversor»?

Pues bien; con independencia de que el régimen económico de la Cooperativa se caracteriza por distinguir entre «resultados de la actividad cooperativizada», que se realiza con los socios<sup>103</sup>, y «resultados cooperativos», que se obtienen de la realización de actividades con terceros no-socios<sup>104</sup>, lo que hace la Legislación cooperativa es poner límites cuantitativos a los excedentes distribuibles –pues la Ley obliga a destinar parte de esos excedentes a dotar un Fondo de Reserva obligatorio y un Fondo de Promoción y educación<sup>105</sup>... pero se trata de límites no numéricos, sino porcentuales y –por tanto– pueden incrementar la cuantía definitiva del excedente, porque no cabe duda de que el 50% de 200, es una suma más elevada que el 50%, de 100. Por este motivo, cabe deducir dos conclusiones evidentes: la primera es que existe el lucro –cooperativo– «*subjetivo*», aunque sea limitado<sup>106</sup>, y la segunda es que resulta –digamos– «*eficaz*» o justificada la actividad gestora de inversiones por parte de una Cooperativa autogestionada por sus socios, ya que los resultados –positivos o negativos– tendrán inevitablemente reflejo en los derechos económicos de los socios-cooperativistas-inversores, de forma que se cumplirá, aquí, también, la condición de que «el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos» ... aunque –además– habrá de establecerse –individualmente– «en proporción a la actividad cooperativizada»<sup>107</sup>, y con los límites porcentuales antes indicados toda vez que es rasgo propio de las sociedades cooperativas la distinción entre patrimonio “*repartible*” y patrimonio “*no repartible*”<sup>108</sup>.

Pero, sobre todo, hay que tener en cuenta que el carácter desinteresado, no-lucrativo, de las cooperativas se halla en crisis, hasta el punto de que no

103. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 611.

104. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 611.

105. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., p. 91, quien se limita a decir que «en la cooperativa rige un singular sistema de distribución de los beneficios». VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 612.

106. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., p. 91.

107. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «Lección 28. Las sociedades de base mutualista», cit., p. 612.

108. LLOBREGAT HURTADO, M<sup>a</sup>.L.: cit., p. 160. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., p. 91.

solamente los preceptos de nuestra legislación cooperativa han eliminado este rasgo de las normas definitorias de este tipo de sociedades [basta leer el art. 1º, LCoop.], sino que –de hecho– han tenido que aparecer clases de cooperativas en cuya definición y regulación, el legislador ha considerado necesario –precisamente– aclarar que no tienen ánimo de lucro [caso de las cooperativas de iniciativa social<sup>109</sup>]; una aclaración que resultaría redundante, superflua y engañosa... si no fuera porque existe la necesidad de enfatizar lo que parece estar desvaneciéndose o reduciéndose<sup>110</sup>.

En resumen; desde luego, puede tener sentido que se exija la ausencia de lucro, cuando la actividad a desarrollar puede llevarse a cabo de forma que se obtengan antes ahorros y economías, que propios beneficios... Pero, cuando la actividad es, en sí misma, y por razones –casi– de necesidad lógica, lucrativa o especulativa, como la «*inversión colectiva*», en este caso quizá lo que obtenga el Inversor-socio, en una cooperativa, sea un beneficio limitado –porcentual– que crecerá, en términos relativos –proporcionales– si se incrementan los beneficios resultantes de la gestión colectiva de la cartera de inversión. Y eso, para no mencionar que –como mínimo– el beneficio o la ventaja económica que obtiene el inversor-cooperativista reside en el ahorro o economías en costes de gestión profesional. En efecto: la Cooperativa nace como respuesta de las clases sociales más desfavorecidas, en el marco histórico del triunfo de un modelo económico de corte extremadamente liberal –y, además, no compensado por la influencia de doctrinas sociales que impusieran un mayor protagonismo del Estado, en la vida económica y en la conformación de la Sociedad–, para solventar, a través de una técnica asociativa<sup>111</sup> desarrollada en el plano de la producción de bienes y servicios –no, por consiguiente, en el plano de la representación política o sindical–, los problemas de los consumidores o usuarios, y de los trabajadores; a saber: respecto de los primeros, abaratar el coste de adquisición de los bienes o servicios que precisaban,

109. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «Algunas consideraciones sobre el ánimo de lucro en las cooperativas de iniciativa social. Análisis de su relación con los Principios Cooperativos», en «CIRIEC. España. Revista jurídica», 2015, nº 26, p. 23. MORILLAS JARILLO, M<sup>a</sup>J., «Capítulo II. Concepto y clases de cooperativas», cit., p. 153. AUGOUSTATOS ZARCO, N., «Capítulo XXIX. Cooperativas sin ánimo de lucro», en VV.AA., «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T.Vázquez Ruano, t. II, edit, TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia, pp. 1736 y ss.

110. AUGOUSTATOS ZARCO, N., «Capítulo XXIX. Cooperativas sin ánimo de lucro», cit., pp. 1737 y ss.

111. STAUDINGER, F., «*Cooperativas de Consumo*», trad. Esp. Por M.Reventós, edit. LABOR, S.A., 2ª ed., Barcelona/Bs.Aires, 1930, p. 49. LLOBREGAT HURTADO, M<sup>a</sup>L., «*Mutualidad y...*», cit., p. 13, quien señala como los Estatutos de Rochdale poseían un eviente carácter teleológico que se orientaba a mejorar las condiciones de existencia de las clases menos favorecidas. PENDÁS DÍAZ, B., GARCÍA ESCUDERO, P., ALONSO SOTO, F y PRIETO GUTIÉRREZ, G., «*Manual de derecho cooperativo, adaptado a la Ley 3/1987 de 2 de abril, General de Cooperativas*», edit. PRÁXIS, S.A., Barcelona, 1987, p. 3, quienes vinculan el «fenómeno cooperativo», con el propio «fenómeno asociativo/societario», de tal modo y manera que llegan a distinguir entre un «cooperativismo en sentido amplio», cuyos orígenes se remontarían a la Antigüedad, y un «cooperativismo en sentido estricto», de origen decimonónico.



proporcionándoles los mismos a precios inferiores a los del mercado, y –en relación con los segundos– pagarles una remuneración más elevada, como contraprestación por su trabajo y sus servicios, al organizar una empresa que competiría en el mercado, con las gestionadas en forma capitalista<sup>112</sup>. Y es que, a pesar de que preceptos como los arts. 58 y 75, LCoop. o 22, apdo. e), 60 y 67, nº 2, LCoopGal. no mencionan en ningún momento nociones como la de «ganancias», «beneficios» o «dividendos», sino que se refieren:

1. Bien a la obtención para los socios cooperativistas, de precios más favorables que los del mercado de consumo [más reducidos, como sucede en las «cooperativas de consumo»] o que los del mercado de trabajo [más elevados, como sucede en las «cooperativas de producción»],
2. ... bien a la percepción de un «interés» sobre la aportaciones obligatorias al capital,
3. ... o bien –finalmente– a la percepción del denominado «retorno cooperativo»<sup>113</sup>.

Lo primero y lo tercero se encuentran, ciertamente, en una estrechísima relación, ya que –sin duda– que las cooperativas puedan satisfacer a sus socios un denominado «retorno cooperativo» depende, en buena medida, de que se logren las economías propias de la supresión del empresario intermediario especulativo tradicional, en el flujo de los factores de la producción<sup>114</sup>.

B. El carácter democrático y autogestionado de las sociedades cooperativas, como instrumento al servicio de una gestión autónoma y autogestionada de la inversión

Por lo demás; la Cooperativa presenta una serie de características que la hacen especialmente adecuada para organizar una actividad de inversión colectiva, pero con un cierto sentido social: ante todo –si bien no sea el rasgo que suele citarse en primer lugar– la Cooperativa es una sociedad «*intuitu generis*», porque si bien resultan relativamente irrelevantes las condiciones estrictamente individuales del aspirante a ingresar en ellas –lo cual parece aproximarlas a las sociedades capitalistas–, en cambio es preciso que éste pertenezca al colectivo de personas que comparten necesidades e intereses socioeconómicos comunes, de forma que pueden beneficiarse de las prestaciones de la

112. GÓMEZ SEGADE, J.A., «Concepto e características», cit., pp. 21 y s. FAJARDO GARCÍA, I.G., «O réxime económico da Sociedade», VV.AA., «Estudios sobre a Lei de Cooperativas de Galicia», dir. Por D.Bello Janeiro, coord. Por J.A. Gómez Segade, M.Botana Agra, A.Fernández-Albor Baltar y A.Tato Plaza, edit. ESCOLA GALEGA DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, Santiago de Compostela, 1999, p. 105. HAMEL, J., LAGARDE, G. Y JAUFFRET, A., «Droit commercial», t. I, vol. 2º, «Sociétés, groupements d'intérêt économique, entreprises publiques», edit. DALLOZ, 2ª ed., Paris, 1980, p. 647, quienes llegan a hablar de la «revolución cooperativa». RIPERT, G., ROBLOT, G., GERMAIN, M. y VOGEL, L., «Traité de Droit commercial», t. I, «Actes de commerce. Baux commerciaux. Propriété Industrielle. Concurrence. Sociétés commerciales», edit. LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET JURISPRUDENCE, 17ªed., Paris, 1998, p. 1527.

113. GÓMEZ SEGADE, J.A.: cit., p. 35.

114. GÓMEZ SEGADE, J.A.: cit., p. 35.

Cooperativa, y –el propio tiempo– participar en la actividad cooperativizada, como es propio de una sociedad de tipo *mutualista*. Es a esto, a lo que se quieren referir las leyes, cuando hablan de «los requisitos necesarios para la adquisición de la condición de socio, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley» [art. 12, LCoop.] o «los requisitos legales y estatutarios para adquirir dicha condición, sin que estos últimos puedan quedar vinculados a motivos ilícitos o inconstitucionales...» [art. 18, L.Coop.Gal.]. Si se me permite hacer una comparación con la institución del llamado «seguro de grupo», contemplado en el art. 81 de la Ley nº 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, que lo define como contrato de seguro celebrado «con referencia a riesgos relativos a... un grupo de personas», cuyo grupo «deberá estar delimitado por alguna característica común extraña al propósito de asegurarse», creo que podríamos hablar de sociedades en que los requisitos para «adquirir la condición de cooperativista, ligados a motivos que sin ser ilícitos ni inconstitucionales, delimiten a un grupo de personas –potenciales socios– unidas por una característica común extraña al simple propósito de asociarse»<sup>115</sup>. Si bastase el simple propósito de asociarse, no estaríamos ante una sociedad de tipo mutualístico, sino ante una sociedad capitalista, de modo que esa cualidad adicional extraña al simple propósito de asociarse hace que el socio sea algo más que un mero inversor de capital, plenamente fungible como tal inversor. Por consiguiente, una persona podrá acceder a la condición de socio de cooperativa, siempre y cuando reúna ese requisito de que dicho socio que recibe prestaciones de la Cooperativa, «haya de necesitar dichas prestaciones».

Asimismo, la Cooperativa es una sociedad con «estructura y gestión democráticas», lo cual se encuentra unido al hecho de que desarrolla una «empresa de propiedad conjunta a través del ejercicio de actividades socioeconómicas», para satisfacer «necesidades y aspiraciones de sus socios, y en interés de la comunidad, mediante la participación activa de aquéllos»; de que es una Sociedad basada en el principio de autoayuda<sup>116</sup> y autogestionada, toda vez que las condiciones de socio y usuario o de socio y productor concurren en las mismas personas<sup>117</sup>.

115. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., «Las cooperativas gallegas: Reflexiones sobre su régimen jurídico en la Ley 5/1998 de Cooperativas de Galicia», edit. CENTRO DE ESTUDIOS COOPERATIVOS. UNIVERSIDADE DE SANTIAGO DE COMPOSTELA, Santiago de Compostela, 2005

116. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., pp. 90 y s., quien señala que la noción de «autoayuda» parte de la creencia de que toda persona puede y debe esforzarse por controlar su propio destino... incluyendo mediante la acción colectiva

117. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., p. 91. LLOBREGAT HURTADO, M<sup>a</sup>.L., «Mutualidad y...», cit., pp. 27 y s., quien señala que los socios participan directa e inmediatamente en la actividad empresarial; participan en la empresa común, en lo que constituye instrumento de ulteriores ventajas patrimoniales y que –al propio tiempo– exige la autogestión, como facultad reservada a los propios socios de administrar la empresa cooperativa. Así las cosas, dos rasgos concurren en las sociedades cooperativas: la cotitularidad de la empresa y la cogestión, así como la regla de que la actividad administrativa debe llevarse a cabo exclusivamente por los propios asociados, lo cual hace que las sociedades cooperativas –a diferencia de las sociedades capitalistas– funcionen en régimen de «autoorganicismo», y no de heteroorganicismo. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Instituciones...», cit., t. I, 37<sup>a</sup> ed. [10<sup>a</sup> en Aranzadi], pp. 793 y 798. DÍAZ DE LA ROSA, A., «La Prestación de trabajo en las sociedades cooperativas», tesis de licenciatura, inédita, La

Es así como cobra sentido que la Doctrina pueda hablar del concepto del «*acto cooperativo*», atribuyéndole un papel –hasta cierto punto– similar al papel que juega el «*acto de comercio*», en orden a caracterizar –respectivamente– la actividad comercial lucrativa –típicamente mercantil–, por un lado, y –por otro– la actividad cooperativa. Sin embargo, en España, la Doctrina juscooperativista apenas la presta atención<sup>118</sup>, acaso porque nuestro CCom. «*expulsó de su campo de vigencia a las cooperativas, las cuales, sin embargo, podían calificarse como mercantiles “cuando se dedicaren a actos de comercio extraños a la mutualidad” (art. 124). Este artículo, si bien consentía que en ciertos supuestos las sociedades cooperativas se calificasen como sociedades mercantiles... prácticamente hacía que sólo con carácter extraordinario pudiesen alcanzar esa calificación*»<sup>119</sup>.

Sin duda es posible que se analice la cuestión desde la perspectiva del tratamiento jurídico de las operaciones de la Cooperativa con sus socios... o bien de las operaciones con terceros, pero ese tratamiento no se aborda, *ni desde la perspectiva del Derecho de Obligaciones y contratos* –como hipotéticos contratos civiles o como hipotéticos contratos mercantiles; como actos de comercio o como actos civiles–, *ni siquiera* –o en muy escasa medida– *desde el punto de vista jurídico-estatutario* [Es decir: no se plantea más que –acaso– desde una perspectiva contable], *sino que el enfoque es plenamente jus-societario*, y –por tanto– no afecta más que a cuestiones como la imputación de los excedentes, la distribuibilidad de los mismos o la adscripción irremisible a fondos no disponibles, o a fondos de reserva más o menos voluntarios, disponibles o no...

Sea como fuere, la noción del «*acto cooperativo*», como paradigma de la nota especial que la explotación empresarial en forma cooperativa imprime a

Coruña, 2003, pp. 54 y ss. SAN JOSÉ MARTÍNEZ, F., «VII) Derechos y obligaciones de los socios», en VV.AA., «*Manual de Derecho de Sociedades Cooperativas (Adaptado a la Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas de Euskadi y posteriores reformas)*», dir. y coord. por S. Merino Hernández, edit. CONSEJO SUPERIOR DE COOPERATIVAS DE EUSKADI/EUSKADIKO KOOPERATIBEN GOREN-KONTSEILUA (CSCE/EKAGK)/INSTITUTO DE DERECHO COOPERATIVO Y DE LA ECONOMÍA SOCIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO/EUSKAL HERRIKO UNIBERTSITATEA, Vitoria/Gasteiz, 2007, p. 107.

118. El silencio sobre la cuestión es –p.e.– absoluto en SÁNCHEZ CALERO, F. y OLIVENCIA RUIZ, M., «Relaciones del régimen jurídico de las sociedades mercantiles y de las sociedades cooperativas», en VV.AA., «*El Cooperativismo en la coyuntura española actual*», en «*Anales de Moral Social y Económica*», edit. CENTRO DE ESTUDIOS SOCIALES DE LA SANTA CRUZ DEL VALLE DE LOS CAÍDOS, Madrid, 1964, p. 135 *passim*. En LLUIS i NAVAS, J., «*Derecho de Cooperativas (Estudio de la legislación, la jurisprudencia, sus bases doctrinales, sus problemas prácticos y del Reglamento de 1971)*», t. II, edit. LIBRERÍA BOSCH (HIJOS DE JOSÉ BOSCH, S.A.), Barcelona, 1972, p. 72 y ss. parece que se va a tratar del tema, ya que habla del objeto y las operaciones de las cooperativas... pero, al final, se limita a plantear si los actos de las cooperativas deben ser civiles o de comercio; no hay, propiamente, ni un reconocimiento expreso, ni –menos– una regulación propia, especial, de las operaciones realizadas por las cooperativas –precisamente por el simple hecho de ser realizadas por las cooperativas y en el marco de la relación mutualística–, ni con terceros –cosa lógica–, ni tampoco con sus socios.

119. SÁNCHEZ CALERO/OLIVENCIA RUIZ: «Relaciones del régimen...», cit., p. 135, aunque posteriormente se reseña –p. 130, nota (6)– la aparición de un nuevo Derecho de sociedades, influido por el régimen de la Sociedad Anónima, ha superado los planteamientos de recíproca exclusión de lo mercantil y lo cooperativo, que venía de la vieja Ley de 1931.

sus concretas operaciones permitiría –en su caso– el desarrollo de actividades de inversión –financiera, o no; incluso inmobiliaria– *autónoma, individual* o incluso *colegiada*, mediante la reunión de varios inversores –en calidad de consocios, en el seno de la Cooperativa– eventualmente incluso para compartir un bagaje de conocimientos y experiencia inversora... y –sirviéndose de él– para adoptar, ellos mismos, autónomamente –y no la Sociedad y sus órganos de administración–, las decisiones de inversión, de modo que –una vez más– la Cooperativa a la que dichos inversores pertenecen actuaría –exclusivamente– como mera ejecutora de esas decisiones –ajenas; provenientes de los socios, individualmente considerados– de inversión inmobiliaria, incluso aunque esa Sociedad adquiriese los inmuebles seleccionados por los socios, a instancias y por encargo de ellos.

- C. Las sociedades cooperativas, como sociedades de capital variable y regidas por el principio de «Puerta abierta», y la liquidez de las inversiones colectivas

Asimismo, la Cooperativa es una sociedad de «*capital variable*», como las SICAV.<sup>120</sup>, regida por el «*Principio de Puerta abierta*»<sup>121</sup>, de forma que podría satisfacer plenamente las necesidades de liquidez –creciente o decreciente– de los inversores/cooperativistas; podría facilitar enormemente la captación de recursos de capital de inversión, de los potenciales ahorradores interesados, y –a la inversa– la liquidación de esas mismas inversiones, merced al régimen de «*Libre adhesión y Baja voluntaria*». A decir verdad, en las cooperativas existe una *estrecha relación* entre la adquisición de la *condición de socios* y las *aportaciones a capital*<sup>122</sup>. Y, por consiguiente, también existe otra correspondiente relación –tanto o más estrecha– entre las nociones de capital *cooperativo* y *aportaciones*, en la medida en que sí que cabe predicar de aquél que, en

120. VICENT CHULIÁ, F., «Sociedades de inversión (SICAV)...», cit., 1ª ed., pp. 336 y s. TUSQUETS TRIAS DE BES, F., «*La Sociedad de Inversión...*», cit., p. 25.

121. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones...*», cit., t. I, 37ª ed. [10ª en Aranzadi], p. 793. BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos.../Notes on the Good Corporate Governance Codes...», cit., p. 91. OLMEDO PERALTA, E., «I. El Capital social. Concepto y funciones», en OLMEDO PERALTA, E., PENDÓN MELÉNDEZ, Mª., VALENZUELA GARACH, FJ., LÓPEZ SANTANA, N., MARTÍN CASTRO, Mª.P., MARTÍNEZ GUITÉRRREZ, A. y PANIAGUA ZURERA, M., «Capítulo VII. Régimen económico», en VV.AA., «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T.Vázquez Ruano, t. I, edit, TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia, p. 677. ALCOVER NABASQUILLO, C., «El régimen económico de la Cooperativa en la nueva Ley de Cooperativas de la Comunidad Valenciana: Ley 8/2003», en VV.AA., «*Cooperativismo agrario y desarrollo rural. Congreso Internacional 25 Aniversario CEGEA*», dir. port. J.E.Juliá Igual, E. Meliá Martí y R.J.Server Izquierdo, ed. UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA, Valencia, 2005, p. 563.

122. LASSALETTE GARCÍA, FJ., «I. Los socios», en LASSALETTE GARCÍA, FJ., MILLÁN CALENTI, R.A., MONTERO VILAR, J.A. y ALVARADO HERRERA, L., «Capítulo V. Tipos de socios y otras formas de participación social», en VV.AA., «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T.Vázquez Ruano, t. I, edit, TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia, p. 363. ALCOVER NABASQUILLO, C., «El régimen económico de la Cooperativa...», cit., p. 563.

un momento dado, «es la suma de las aportaciones que los socios mantienen con la finalidad de integrarlo (se refiere a integrar al capital)»<sup>123</sup>.

La relación entre las aportaciones a capital y la condición de socio de la cooperativa es doble o bifronte: se impone tanto por aplicación de la legislación general sobre cooperativas, como por la normativa específica sobre ciertas clases de cooperativas, como –p.e.– las Cooperativas de crédito (art. 7º, L.Coop.cr.)<sup>124</sup>. Y esta visión del capital social cooperativo se corresponde plenamente con la naturaleza contractual de estas sociedades: las sociedades cooperativas nacen de contratos (contratos «de sociedad»), que –entre otros deberes– pueden generar, a cargo de los socios, obligaciones de aportación de efectivo o de bienes, como en los arts. 1665, Cciv. y 116, Ccom. Así, el socio de la cooperativa ingresa en ella efectuando aportaciones de capital, porque ese es el contenido mínimo esencial de cualquier contrato de sociedad: el deber de aportación. Desde esta perspectiva, los principios y funciones del Capital cooperativo no difieren del todo, de los propios del capital en otras sociedades, aunque hemos de aludir a dos rasgos propios de las sociedades cooperativas: uno, en relación con el «capital social», el recordar que las cooperativas son sociedades de capital «variable» [O, para ser más precisos: «inestable»]<sup>125</sup>, y el otro –ya mencionado, en materia de «patrimonio»–, la distinción entre el que es «repartible», y el «no repartible».

La noción de «capital variable» constituye, por ministerio de la Ley, elemento conceptual esencial de la noción de «Sociedad Cooperativa», ya que, no solamente las diversas normas jurídico-positivas –ya fueran estatales y autonómicas– que definen lo que es la Sociedad Cooperativa, así lo indican expresamente, resaltando esa su condición de «sociedad de capital variable»<sup>126</sup>, sino que –además– semejante calificación resulta absolutamente fundamental e ineludible, debido a la propia naturaleza de la Sociedad Cooperativa, como tipo social basado en el principio de «puerta abierta», con la correlativa libertad de adhesión y de baja voluntaria de los socios, porque el Derecho Cooperativo ha deducido de esa libertad de adhesión y salida de los socios, la consecuencia de que el capital de la Cooperativa debe ser variable, aunque –en principio– pareciera que se trata de dos cuestiones diferentes<sup>127</sup>. Pero la variabilidad del

123. BORJABAD GONZALO, P., «La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999», en VV.AA., «La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas», coord. por F.J. Alonso Espinosa, edit. COMARES, Granada, 2001, pp. 25 y s. MARTÍN FERNÁNDEZ, F.J., «Las Cooperativas y su régimen tributario...», cit., p. 33.

124. Respecto de la Ley Vasca, vid. GADEA/BUITRÓN/NAGORE.: cit., p. 107.

125. BORJABAD GONZALO, P., «La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999», cit., p. 25. CELAYA ULIBARRI, A., «Capital y Sociedad Cooperativa», cit., p. 57, citando a DE SOLA CAÑIZARES y adhiriéndose a su criterio.

126. En este sentido, la propia definición de la Sociedad Cooperativa, contenida en el art. 1º, nº 1, LGCoop. nº 3/1987, de 2 de abril, revela que se trata de unas sociedades que «... con capital variable y estructura y gestión democráticas, asocian, en régimen de libre adhesión y baja voluntaria, a personas que tienen intereses o necesidades socioeconómicas comunes...» [SANZ JARQUE, J.J.: cit., pp. 46, 100 y 446. BROSETA PONT, M., «Manual...», cit., 10ª ed., p. 419. URÍA GONZÁLEZ, R.: cit., 24ª ed., p. 583].

127. CELAYA ULIBARRI, A., «Capital y Sociedad Cooperativa», cit., pp. 65 y ss. BORJABAD GONZALO, P., «Manual de Derecho Cooperativo...», cit., p. 142. SANZ JARQUE, J.J.: cit., p. 446.



capital cooperativo no es absoluta e ilimitada: el derecho cooperativo establece la figura del mínimo de capital variable.

*Sea como fuere, la figure de la Baja voluntaria y del capital variable, que concurren en el Principio de «Puerta abierta» podrían hacer de las cooperativas un sucedáneo de las IIC. del tipo «open-ended», que se caracterizan por el hecho de que continuamente emiten y comercializan sus propias acciones o participaciones, ofreciéndolas al público, y –al propio tiempo, y sobre todo– siempre se hallan dispuestas a recomprarlas o reembolsarlas, para así proporcionar liquidez al inversor que las adquirió, de modo que los inversores pueden integrarse o salir de la IIC., mediante suscripciones y recompras a un precio igual al cociente del activo neto del fondo dividido entre el número de participaciones en circulación*<sup>128</sup>.

D. Las «secciones» de las cooperativas, como alternativa a los «compartimentos» de las IIC

Por otra parte, el art. 9º, nº 1, párr. 2º, LIIC. permite crear IIC. «*por compartimentos en los que bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales se agrupen dos o más compartimentos*»; posibilidad que queda abierta, tanto a las SS.II., como a los FEII., y que permite que en una misma IIC. o IICI. existan políticas de inversión y/o regímenes de comisiones diferenciados –si bien no podrán existir compartimentos de carácter financiero en IIC. no financieras, ni compartimentos de inversión libre en IIC. que no tengan esta naturaleza–, de tal modo que partícipes y accionistas podrán elegir cada compartimento con las características que más se adecuen a sus expectativas. Así, los distintos compartimentos que forman una IIC. se caracterizan porque siguen, cada uno, una política de inversión propia; permiten –cada uno– invertir en activos y mercados muy diversos y especializados<sup>129</sup>; gestionan –cada uno– una cartera

128. POZEN, R.C., «Financial Institutions...», cit., pp. 187 y s. FERRONNIÈRE/CHILLAZ/PATY, «Les opérations de Banque», cit., 6ª ed., p. 833, quienes señalan que el procedimiento de recompra es preferible al de cotización bursátil. BISBAL i MÉNDEZ, J., «Prólogo» a TUSQUETS TÍAS DE BES, F., «La Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital variable (SIMCAV.)», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona, 2001, pp. 13 y s., quien señala que «[e] sta es la distinción en la que hay que fijarse aquí».

129. GONZÁLEZ DE EUGENIO, J.I., «La regulación de los «side pockets» en España, en «Revista del Mercado de Valores», 2010, nº 6, pp. 215 y ss. APARICIO GONZÁLEZ, M., «Los «side-pockets» o compartimentos de propósito especial», en «Gomez-Acebo & Pombo. Noticias breves», 2010, junio, pp. 1 y ss., en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/los-side-pockets-o-compartimentos-de-proposito-especial.pdf> MARDOMINGO COZAS, J., «Las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero», pp. 12, 16 nota (17) y 23 [de 39], en [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/las\\_instituciones\\_de\\_inversion\\_colectiva\\_de\\_caracter\\_financiero\\_187.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero_187.pdf), quien señala cómo en 2010 el legislador español introdujo en el RIIC una figura típicamente anglosajona, los «side-pockets» (compartimentos de propósito especial) especialmente concebida para determinados tipos de IIC menos líquidos (como los «hedge funds»). A estos compartimentos se incorporan activos «peligrosos» que pueden afectar seriamente a la IIC, que siempre deben representar al menos un 5% del patrimonio total de la IIC. Los «side-pockets» se rigen por la misma legislación aplicable a la IIC. a la que pertenezcan,



independiente, poseen –cada uno– un valor liquidativo diferenciado y pueden emitir –cada uno– distintas clases de acciones o participaciones, diferenciadas por las comisiones que apliquen.

Pues bien; por su parte, la Cooperativa puede organizarse en «secciones», que muy bien podrían equivaler a los «compartimentos» de las IIC., ya que cuando una cooperativa desarrolla diversas actividades económicas, las secciones permiten organizar esas actividades de forma autónoma<sup>130</sup>, aunque también pueden cumplir una importante función en cooperativas con actividad económica única, permitiendo estructurar el desarrollo de dicha actividad en función de criterios personales, temporales o locales [caso de las cooperativas de viviendas que pueden organizar las distintas fases o promociones que desarrollen en secciones]<sup>131</sup>. Así; la legislación cooperativa suele incluir referencias, más o menos extensas, a la posibilidad de que, en estas sociedades, existan unas denominadas «secciones», de las cuales se dicen cosas como las siguientes: que

*«1. Los Estatutos de la cooperativa podrán prever y regular la constitución y funcionamiento de secciones, que desarrollen, dentro del objeto social, actividades económico-sociales específicas con autonomía de gestión, patrimonio separado y cuentas de explotación diferenciadas, sin perjuicio de la contabilidad general de la cooperativa. La representación y gestión de la sección corresponderá, en todo caso, al Consejo Rector de la Cooperativa.*

*2. Del cumplimiento de las obligaciones derivadas de la actividad de la sección responden, en primer lugar, las aportaciones hechas o prometidas y las garantías presentadas por los socios integrados en la sección, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la cooperativa, de Salvo disposición estatutaria en contra, la distribución excedentes será diferenciada.*

*3. La Asamblea General de la cooperativa podrá acordar la suspensión de los acuerdos de la Asamblea de socios de una sección, que considere contrarios a la ley, a los estatutos o al interés general de la cooperativa.*

*4. Las cooperativas de cualquier clase excepto las de crédito, podrán tener, si sus Estatutos lo prevén, una sección de crédito, sin personalidad jurídica independiente de la cooperativa de la que forma parte, limitando sus operaciones activas y pasivas a la propia cooperativa y a sus socios, sin perjuicio de poder rentabilizar sus excesos de tesorería a través de entidades financieras El volumen de las operaciones activas de la sección de crédito en ningún caso podrá superar el 50% de los recursos propios de la cooperativa.*

aunque deberán cumplir otra serie de requisitos, como la obligación de informar tanto a CNMV como a los partícipes de su creación (aunque únicamente los partícipes al tiempo de la creación del compartimento pueden recibir participaciones del mismo), no necesitan folleto, no devengan comisiones, etc.

130. FAJARDO GARCÍA, I.G., «Las secciones de crédito en el Ordenamiento jurídico español», en «CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa», 1999, nº 32, agosto, p. 11.

131. FAJARDO GARCÍA, I.G., «Las secciones de crédito...», cit., p. 11.

5. *Las cooperativas que dispongan de alguna sección estarán obligadas a auditar sus cuentas anuales*» [art. 5º, de la Ley nº 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas, titulado –precisamente– «Secciones»].

El precepto contiene dos clases de normas: unas, por así decir, normas *generales*, que lo son porque se refieren –de forma genérica o universal– a toda clase de secciones que puedan crearse en el seno de las sociedades cooperativas, y otra *especial*, referida –específicamente– a las «secciones de crédito». Hay –insisto– varias normas generales, que, de hecho, se caracterizan porque vienen a establecer, en mayor o menor medida, todo un régimen general de las secciones de las sociedades cooperativas, contemplando desde su creación hasta su funcionamiento y su «control». Partiendo de esta base, en seguida se comprueba que las secciones de las cooperativas «desarroll[a]n, dentro del objeto social, actividades económico-sociales específicas». Esto significa que, dentro del seno de la propia cooperativa, existe lo que –por el momento– voy a permitirme calificar como un centro operativo. Más o menos autónomo, especial o especializado, que desarrolla actividades económico-sociales. Y, lo que es más –porque comienza a dibujar el perfil de las secciones–, que las desarrolla «dentro del objeto social». Esto significa que, desde el punto de vista funcional; de la actividad empresarial desarrollada, las secciones se hallan insertas en la propia Cooperativa, como –insisto– «centros organizativo-operativos», que contribuyen al desarrollo del objeto social de la propia cooperativa en la que se insertan, pero que lo hacen desarrollando, a su vez o por su parte, «actividades económico-sociales específicas». Ese adjetivo –«específicas»– debe entenderse por referencia al «objeto social», lo cual quiere decir que las secciones contribuyen al desarrollo, por la propia Cooperativa, de su objeto social, desarrollando actividades específica de ese mismo objeto social, que –a su vez– está formado por otras actividades que han de considerarse *generales* por muy concretas que puedan parecer, a la vista del contenido de los estatutos.

Ahora bien; esos «centros organizativo-operativos», que es como he calificado a las secciones, ¿qué son, en sí mismos? La respuesta a esta interrogante puede alcanzarse si se parte de una referencia que considero importantísima, dentro del citado art. 5º, LCoop./1999. Me refiero a la alusión que se hace, en el nº 3, cuando establece que «[1] a Asamblea General de la cooperativa podrá acordar la suspensión de los acuerdos de la Asamblea de socios de una sección, que considere contrarios a la ley, a los estatutos o al interés general de la cooperativa»; texto que nos revela que las secciones de las cooperativas constan de «socios», que –además– se reúnen en «asambleas de socios de una sección»; unas asambleas que –al parecer– se hallan, hasta cierto punto, subordinadas o sometidas a la Asamblea General de la Cooperativa.

Las «secciones», es que las mismas, cuando «desarroll[a]n, dentro del objeto social, actividades económico-sociales específicas», lo hacen «con autonomía de gestión, patrimonio separado y cuentas de explotación diferenciadas, sin perjuicio de la contabilidad general de la cooperativa». Todos estos rasgos o circunstancias –en mi opinión– sugieren que la Asamblea de una Sección de sociedad cooperativa debe considerarse revestida de las competencias propias de toda

asamblea general, de modo que lo previsto en el art. 21, LCoop./1999 debería considerarse aplicable a dichas asambleas, pero siempre con las siguientes matizaciones:

1. Lo que se reconoce a las secciones es una simple *«autonomía de gestión»*.
2. El patrimonio que gestionan es un *«patrimonio separado»*, y no un *«patrimonio propio»*.
3. Y que la separación de las cuentas de explotación –que se llevan de forma *«diferenciada»*–, no obsta a la llevanza de la contabilidad *general* de la Cooperativa.

Todo esto sugiere que, de algún modo, la Asamblea de Sección es algo que se sitúa dentro de la Cooperativa, y no por fuera de ella. Y, si esto es así, entonces ineludiblemente otro tanto habrá que pensar de los socios agrupados en la sección. Es entonces cuando se comprende el fundamento y el alcance de esa otra regla que dice que *«[l]a representación y gestión de la sección corresponderá, en todo caso, al Consejo Rector de la Cooperativa»*.

Pues bien; todo esto indica, en mi opinión, que las secciones de las cooperativas son relaciones organizativas de índole societaria, que se insertan –con carácter específico– *dentro del marco* de las relaciones organizativas de índole societaria *que constituyen la Cooperativa* ¿Qué quiero decir con ésto? Para explicarlo, permítaseme recordar dos ideas o conceptos fundamentales, en el Derecho de sociedades; a saber: que toda sociedad es, al mismo tiempo, contrato y organización, y que a esa organización el Ordenamiento jurídico le concede personalidad jurídica.

Pues bien; los hechos expuestos obligan a analizar la naturaleza jurídica de los *«compartimentos»*, como posible explicación de la figura de las propias *«secciones de las cooperativas»*. En el caso de los FF.II., se ha dicho que los *«compartimentos»* no son otra cosa que verdaderos subfondos<sup>132</sup>, identificados con una denominación especial. Bien, pero la naturaleza jurídica de las SS.II. es *completamente distinta* a la de los FF.II., y parece difícil que se pueda predicar de los compartimentos creados en el seno de SS.II., la misma calificación como *«subfondos»*, atribuida a los compartimentos creados en el seno de FF.II. En consecuencia, la calificación debe –o siquiera puede, fácilmente– ser otra muy distinta. Una primera pista sobre la cuestión nos la proporciona el mismo art. 9º, nº 1, párr. 2º, LIIC./2003, cuando establece que:

*«La parte del capital social correspondiente a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones atribuidas exclusivamente a un compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuídos expresamente a un compartimento, en la parte proporcional que se establezca en los estatutos sociales».*

132. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *«Lecciones...»*, cit., p. 359.

Por consiguiente, el precepto revela que los *compartimentos se corresponden con partes del capital social*. Ahora bien; hasta ahora, las únicas «partes» del capital social que conocíamos eran las acciones, pues –como es bien sabido– el art. 90, del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de capital [RDLeg. N° 1/2010, de 02.07.2010 ] establece que «[l]as acciones en la Sociedad anónima son partes alícuotas indivisibles y acumulables del capital social»<sup>133</sup>.

¿Acaso el capital social de las SS.II. se halla dividido, ya no en «acciones», sino en «compartimentos»? La respuesta sólo puede ser negativa: en las SS.II; incluso en las que hayan sido creadas por compartimentos –que sería el supuesto problemático–, subsiste *siempre* la *Acción*, como *parte alícuota* del capital social. Por consiguiente, tenemos dos formas de división del capital social, en las SS.II. por compartimentos; a saber: la esencial división en acciones, y la –accidental– división en compartimentos. ¿Cómo puede ser ésto posible, o de qué modo *conjugar* estas dos posibilidades? La segunda, tercera y cuarta pistas para resolver el problema nos las vuelve a proporcionar el mismo art. 9º, nº 1, párr. 2º, LIIC./2003, cuando añade que:

*«Cada compartimento recibirá una denominación específica en la que necesariamente deberá incluirse la denominación de la sociedad de inversión. Cada compartimento dará lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida. A los compartimentos les serán individualmente aplicables todas las previsiones de esta ley con las especificidades que se establezcan reglamentariamente en lo referido, entre otros, al número mínimo de accionistas, capital social mínimo y requisitos de distribución del mismo entre los accionistas»*

Permítaseme alterar el orden de estas disposiciones y comenzar refiriéndome al hecho de que la norma disponga que cada compartimento «*dará lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida*»; es decir: que darán lugar a la emisión de acciones –cuotas– *propias*, especiales; diferenciadas y representativas de la parte del patrimonio de la SI./SICAV. que les corresponda<sup>134</sup>. Si se me permite el símil teológico, creo que lo que sucede podría expresarse comparando la teología cristiana con la forma en que los musulmanes creen entender la teología cristiana: como los musulmanes son incapaces de admitir la posibilidad que existe un único Dios, que es uno y trino; tres personas distintas y un sólo Dios verdadero, achacan al cristianismo un supuesto politeísmo: no puede haber un Dios uno y trino y lo que los cristianos describen son tres «*Dioses*». Trasládemos el símil al ámbito de las SS.II. por compartimentos: la Teoría General de la Sociedad Anónima, habla del principio de *unidad e indivisibilidad* del *Capital social*: hay múltiples acciones distintas y un sólo Capital social verdadero. Pero las SS.II. por compartimentos, en este sentido, parecen una institución «*politeísta*»: hay *varios* distintos *capitales sociales*, que –a su vez– están formados

133. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE., «*Instituciones...*», cit., t. I, 24ª ed., p. 324. PELAYO MUÑOZ, T., «*Las acciones...*», cit., p. 11.

134. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «*Lecciones...*», cit., p. 359.

por acciones, que son sus *alícuotas* ... Es así como se entiende que el reiteradamente citado art. 9º, nº 1, párr. 2º, LIIC. disponga que cada compartimento recibirá «una denominación específica en la que necesariamente deberá incluirse la denominación de la sociedad de inversión». Además, cada compartimento «dará lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida»; es decir: que darán lugar a la emisión de participaciones *propias*, especiales; diferenciadas y representativas de la parte del patrimonio de la SI./SICAV. que les corresponda<sup>135</sup>, y a cada uno de ellos «les serán individualmente aplicables todas las previsiones de esta ley con las especificidades que se establezcan reglamentariamente en lo referido, entre otros, al número mínimo de accionistas, capital social mínimo y requisitos de distribución del mismo entre los accionistas».

Pero, en realidad, lo que late es una realidad –digamos– profundamente «monoteísta» ... aunque no-unitaria: el propio art. 9º, nº 1, párr. 2º así lo revela, precisamente, cuando dispone que cada compartimento recibirá «una denominación específica», sí, pero en la cual «necesariamente deberá incluirse la denominación de la sociedad de inversión». Así; para comprender esta curiosa figura de las SI. «compartimentadas», hay que traer a colación ciertos datos, reglas y principios, provenientes del Derecho general de las sociedades de capitales. Y es que, en efecto, la Sociedad Anónima, prototipo de la «Sociedad de capital» cuya regulación constituye el modelo normativo y la fuente instrumental subsidiaria aplicable a las SS.II. [«Las sociedades de inversión se registrarán por lo establecido en esta ley (LIIC./2003) y, en lo no previsto por ella, por lo dispuesto en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas...»], incluyendo las disposiciones relativas del Capital, las Acciones y la Denominación. Pues bien; el régimen jurídico del Capital social de la Anónima se encuentra regido o inspirado por los principios de Unidad, Determinación y Estabilidad<sup>136</sup>. Pues bien; parece que en este caso se ha *suprimido* el principio de *Unidad* del capital social: las SS.II. compartimentadas poseen tantos capitales sociales, cuantos compartimentos hay en ellas. Y puesto que cada compartimento de las SI. «compartimentadas» tendrá su propio capital social, la estrecha relación del Capital, con la Acción –que es propia de la Sociedad Anónima– trae como consecuencia adicional la «emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida». En otros términos y más brevemente: cada capital, sus acciones representativas, que lo son de él, y no de otro.

Da la impresión de que –en realidad– hubiera varias sociedades distintas –y cuando digo «sociedades» quiero decir: relaciones societarias– reunidas dentro de una *misma y única persona* jurídica, como revelaría otra quiebra en el

135. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Lecciones...», cit., p. 359.

136. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J.: Comentario al Artículo 1º, en GARRIGUES DÍAZ-CANABATE/URÍA GONZÁLEZ.: cit., t. I, p. 112. No mencionan este principio, siquiera de forma expresa, SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE., «Instituciones...», cit., t. I, 24ª ed., pp. 294 y s., pero la razón es que lo consideran incluido dentro del principio de «Determinación».

principio de Unidad; quiebra que ya no se refiere al Capital social, sino a la *Denominación* social. En efecto; del mismo modo que en materia de estructura financiera de las sociedades anónimas, rige el Principio de Unidad, en materia de denominación social, la Sociedad sólo puede tener una única denominación, lo cual supone que una sociedad anónima –incluidas las SS.II.– no podría tener *dos o más* denominaciones distintas. Y sin embargo, en el caso de las SS.II. «*compartimentadas*», ya hemos visto que el art. 9º, LIIC. prevé que cada compartimento habrá de recibir «*una denominación específica en la que necesariamente deberá incluirse la denominación de la sociedad de inversión*».

El capital social de las SS.II. habrá de estar íntegramente suscrito y desembolsado, desde su constitución, y se representará mediante acciones [art. 9º, nº 3, LIIC./2003]. Se admite la existencia de diversas series de acciones, las cuales –dice el art. 9º, nº 3– «*se diferenciarán por las comisiones que les sean aplicables*». Las acciones pertenecientes a la misma serie «*tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos*» y podrán estar representadas mediante títulos nominativos o bien por medio de anotaciones en cuenta [art. 9º, nº 3, LIIC./2003].

Pues bien; algo muy parecido, salvando las indudables diferencias entre sociedades capitalistas y sociedades *cooperativas*, se da, también, en estas últimas, en relación con la naturaleza de las «*secciones*». Cuando se celebra un contrato pluripersonal, lo que sucede es –como digo– que varias personas se obligan respecto de otras varias personas, de manera que el compromiso contractual entre ellas es un compromiso de todos para con todos; es decir: que cada socio, como contratante, formula su voluntad originaria –o se adhiere, manifestándola sucesivamente– respecto de todos y cada uno de los demás con-socios contratantes, y viceversa, todos y cada uno de los demás con-socios contratantes formulan sus voluntades originarias –o se adhieren, manifestándolas sucesivamente– respecto de cada uno de los socios, individualmente considerados. Es como una especie de urdimbre, donde –en principio– todos están vinculados contractualmente con todos, de forma que la relación contractual societaria es una relación de gran complejidad vincular. Pero esta unión voluntaria colectiva entre todos los socios, mutuamente, no impide –en teoría– que dentro de ese colectivo o agrupación de personas, haya algunas que quieran vincularse más estrechamente; vincularse de forma específica y de modo más intenso, con otra parte de ese conjunto de personas, con independencia del resto de asociados. Y, además, esta pluralidad de relaciones societarias no significa que sean relaciones diversas, o mejor dicho, no quiere decir que sean relaciones jurídicas independientes, ni alejadas entre sí, porque si hay algo verdaderamente característico de las secciones de las cooperativas, lo mismo que de los «*compartimentos*» de las sociedades de inversión colectiva, es que se hallan *imbricadas en la relación general –única– de sociedad* sobre la cual se ha constituido la organización de la cooperativa y se le ha dotado de *personalidad jurídica*.

E. Las sociedades cooperativas, como emisoras vocacionales de valores participativos

*Una posibilidad que las leyes dejan abiertas a las sociedades cooperativas es –como ya se dijo– la posibilidad de emitir valores negociables o de emitir ciertos*



activos financieros que se asemejan a ellos, aunque no tengan esa condición; circunstancia –esa de la posibilidad de emitir valores– que, como es sabido, comparten con las distintas modalidades de IICs. y, concretamente, con las IICL, en especial las SII. Porque, ciertamente, las IIC., en general, son típicas emisoras de valores negociables. Así, –en general– *las sociedades de inversión en general son sociedades anónimas que llevan a cabo actividades de inversión en activos financieros diversos, e incluso no financieros –las SII., activos que compran obteniendo los fondos para tales operaciones de la «venta» de las acciones que componen su propio capital y que ofrecen al público* <sup>(137)</sup>, *y cosa parecida sucede con las participaciones en los fondos de inversión, que se ofrecen al público por la Sociedad gestora –SGIIC., con objeto de obtener los fondos para llevar a cabo las operaciones de inversión destinadas a integrar el patrimonio del fondo* <sup>(138)</sup>, *de modo que esa dinámica operativa puede ser descrita, a riesgo de incurrir en alguna imprecisión, me atrevería a calificar como sucesión de activas y pasivas, ya que –en la medida en que se trata de intermediarios financieros, se interponen en el proceso de circulación de los activos económicos –financieros, o no-, llevando a cabo una actividad de intermediación indirecta: llevan a cabo operaciones de captación de fondos, y –sucesivamente y de forma concatenada– llevan a cabo operaciones de inversión de capital* <sup>(139)</sup>.

Pues bien; por lo que hace a la existencia de figuras, técnicas e instituciones similares –y acaso fungibles– en el ámbito del Derecho de cooperativas, hay que tener en cuenta varios hechos: en primer lugar, que algunas leyes cooperativas han contemplado la figura de los llamados «*títulos de aportación*» y –en segundo– la existencia de las llamadas «*cooperativas mixtas*», con facultades de emisión de valores participativos.

Los llamados «*títulos de aportación*» vienen contemplados en el art. 45, nº 3, LCoop:

*«Los estatutos fijarán la forma de acreditar las aportaciones al capital social de cada uno de los socios, así como las sucesivas variaciones que éstas experimenten, sin que puedan tener la consideración de títulos valores»*

La norma habla de «*títulos*», lo cual sugiere su cualidad o su naturaleza documental; los «*títulos de aportación*» son documentos... pero, por sus propias características, ni son valores negociables, ni son –siquiera– títulos-valores. El precepto reproducido no lo puede decir con mayor

137. GAMARRA MUÑOZ, M<sup>a</sup>.C., «Instituciones de Inversión colectiva...», cit., p. 214. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., «*Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona/Buenos Aires, 2008, p. 119. FERRI/ANGELICI/FERRI., «*Manuale...*», cit., 10<sup>a</sup> ed., p. 787.

138. GAMARRA MUÑOZ, M<sup>a</sup>.C., «Instituciones de Inversión colectiva...», cit., p. 218. LAFUENTE SÁNCHEZ, R., «*Contratos internacionales electrónicos...*», cit., p. 119. FERRI/ANGELICI/FERRI., «*Manuale...*», cit., 10<sup>a</sup> ed., p. 787.

139. FERRI/ANGELICI/FERRI., «*Manuale...*», cit., 10<sup>a</sup> ed., pp. 784 y ss. MADURA, P., «*Financial markets and...*», cit., p. 639, quien señala que «*la principal responsabilidad o la principal tarea de los gestores de carteras contratados por las IIC. [mutual funds] es invertir en una cartera de valores que satisfaga los deseos de los inversores*».

claridad: «[S] *in que puedan tener la consideración de títulos valores*»<sup>140</sup>. Y es que, para empezar, una cooperativa de cualquier clase, no es una sociedad anónima; *no es* una sociedad por *acciones* y no se la podría convertir en tal, indirectamente, por la vía de permitirle emitir documentos que instrumentasen la condición de socio y tuvieran la condición de títulos-valores. Esto es –precisamente– lo que el art. 45 quiere excluir, de modo explícito, manifestando –ya «*a limine*»– que los citados documentos acreditativos de la aportación *no* son títulos-valores. Sin duda; que las cooperativas no puedan emitir acciones supone un lastre para sus posibilidades de obtención de financiación no bancaria; supone, sin duda, un lastre para sus posibilidades de atraer la inversión financiera... y –por tanto– dificulta –enormemente– la pretensión de llevar a cabo actividades equivalentes a las de las IIC. Sin embargo, pese a todo, creo que cabe hacer una doble consideración:

1. Para empezar, nadie dice que la captación de pasivo, por parte de hipotéticas cooperativas de inversión colectiva tenga que hacerse, ineludiblemente, a través de la emisión de títulos-valores.
2. Pero, sobre todo –y más importante que lo anterior– resulta que existe IIC. de tipo «*closed-end*»; de tipo cerrado, que no ofrecen un compromiso abierto y continuado de recomprar sus participaciones «*at call*» [es el caso de las entidades de capital-riesgo y de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado]

Si acaso, la inexistencia de acciones, mira –sobre todo– a garantizar que la Cooperativa subsista como sociedad «*intuitu generis*».

En cualquier caso, las cooperativas se ven afectadas por una condición congénita análoga a la que –como se sabe– afectó a las cajas de ahorros. Por ese motivo, como en estas últimas, el legislador ha debido arbitrar nuevas vías para que las cooperativas puedan convertirse en *emisores de valores*, acudiendo al ahorro público a través del mercado de capitales: ante todo, existen las «*cooperativas mixtas*», que son una clase de cooperativas contemplada en la Ley estatal [art. 107, LCoop.]. En efecto; la Secc. IIIª, Cap. XI, LCoop. trata de las cooperativas mixtas, a las que dedica un único art. 107, titulado «*objeto y normas aplicables*», donde se define a esta clase de cooperativas diciendo que son «*aquellas en las que existen socios cuyo derecho de voto en la Asamblea General se podrá determinar, de modo exclusivo o preferente, en función del capital aportado en las condiciones establecidas estatutariamente, que estará representado por medio de títulos o anotaciones en cuenta y que se denominarán partes sociales con voto, sometidos a la legislación reguladora del Mercado de Valores...*».

140. Menos claro es el art. 58, nº 2, LCoop.Gal: «*As achegas acreditaranse mediante títulos nominativos non negociables ou mediante outro sistema idóneo que acredite as achegas que se realicen...*». Estos –mal llamados– títulos *no incorporan derechos*: solo acreditan un hecho: el hecho de haber tenido lugar la aportación. Y, finalmente, carecen de *negociabilidad*; es decir: carecen de la propiedad más característica de los valores. Si los valores negociables son negociables, o no son [valores], entonces cuando ya «*a limine*» se dice que los citados títulos nominativos de aportación no son negociables, ¿qué queda por decir?

Por consiguiente, las cooperativas mixtas se caracterizan por que su capital social está dividido en dos segmentos: un 51% es verdadero capital *cooperativo*, con todas las características señaladas, en relación con los socios que participan de él. Pero el otro 49% es capital *plutocrático*, en el sentido de que se rompe con el principio democrático de «*un hombre, un voto*». Así, el art. 107, LCoop. define a esta clase de cooperativas [mixtas], en función de la existencia de esas dos clases de socios, sin mencionar factores como el del objeto o de la actividad cooperativizada, ni si sus socios son consumidores o profesionales, etc. Por consiguiente, hay que deducir que las cooperativas mixtas pueden ser aplicadas –salvo excepciones– a todo tipo de actividades y de personas, como si –p.e.– se combinasen las características de una cooperativa de transportistas o de viviendas o de servicios, con el hecho de ser una cooperativa mixta, etc. Mas, por otra parte, esta consecuencia no se produce de modo automático, ni general: las cooperativas mixtas no están reconocidas en otras leyes cooperativas autonómicas [P.e: la Ley gallega], y –desde luego– la cooperativa mixta no se convierte en tal, sino precisamente porque así ha sido configurada en el negocio fundacional. El resto de las cooperativas *no son mixtas*, sino *estrictamente cooperativas*.

El capital plutocrático de las cooperativas mixtas «*estará representado por medio de títulos o anotaciones en cuenta... que se denominarán partes sociales con voto, sometidas a la legislación del mercado de valores*». No cabe, pues, confundir estas «*partes sociales con voto*», con los «*títulos de aportación*», meramente acreditativos: aquéllas son, verdaderamente, soportes de compromisos jurídicos de aportación y, al mismo tiempo, de relaciones corporativas de integración en una sociedad –en este caso, cooperativa «*mixta*»–, de modo idéntico, o –siquiera– análogo, a las acciones de sociedad anónima; razón por la cual el art. 107, nº 4, LCoop. asocia a tales partes sociales una *participación* en los excedentes anuales a distribuir, sean *positivos* o *negativos*. Claro que esta participación afecta tanto a los titulares de estas participaciones, como a los socios cooperativos estrictos; la diferencia reside en que cada uno de estos grupos participa en los excedentes de un modo distinto: «*[l] os excedentes imputables a los poseedores de partes sociales con voto se distribuirán entre ellos en proporción al capital desembolsado*»; criterio o procedimiento estrictamente capitalista, propio de las sociedades anónimas, mientras que «*[l] os excedentes imputables a los restantes socios se distribuirán entre éstos según los criterios generales definidos en esta Ley*»; es decir: en proporción a las actividades cooperativizadas, como previene el art. 58, nº 4, LCoop., que responde –planamente– al modelo del lucro cooperativo, como lucro-*ahorro*.

Por fin, el art. 107, nº 5, previene que la validez de cualquier modificación autorreguladora que afecte a los derechos y obligaciones de alguno de los colectivos de socios –por tanto, también el de los titulares de participaciones sociales con voto–, requerirá el consentimiento mayoritario del grupo correspondiente –en su caso, el de los titulares de participaciones sociales con voto–, que podrá obtenerse mediante votación separada en la Asamblea General, lo cual refleja cómo los titulares de participaciones sociales con voto tienen derecho de asistencia a los órganos sociales correspondientes: otra cosa sería impensable.

Claro que nuestro interés, aquí, se centra en saber si estas «*partes sociales con voto*» son, o no son, valores negociables y títulos-valores. Y, en mi opinión, la respuesta debe ser doblemente afirmativa: el art. 107, nº 1, es bien claro, al decir que quedan «*sometidos a la legislación reguladora del mercado de valores*», por consiguiente –en primer lugar–, es obvio que se trata de verdaderos valores negociables. O, por lo menos, que puede tratarse de tales, ya que reúnen las notas contempladas en el art. 3º, apdo. f), del Real Decreto nº 1310/2005, de 04.11.2005, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28.07.1988, del Mercado de valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos [RD.AdmiOpvs./2005, y quedan sometidas al régimen del Mercado de Valores. Pero, además, el art. 107, nº 3, añade que, «[e]n el caso de las partes sociales con voto, tanto los derechos y obligaciones de sus titulares, como el régimen de las aportaciones se regularán por los estatutos, y, supletoriamente, por lo dispuesto en la legislación de sociedades anónimas para las acciones», lo cual parece sugerir que estamos ante unas verdaderas [quasi] acciones o –mejor, aún– unas verdaderas [para]-acciones; un organismo jurídico que juega el mismo papel u ocupa el mismo nicho ecológico que las acciones, cuando se trata de sociedades cooperativas, por lo que –en segundo lugar– parece que cabe afirmar que, una vez se representen por títulos o por anotaciones en cuenta, se tratará de verdaderos títulos-valores. Y si, como sabemos, el Derecho del Mercado de Valores no es tanto un Derecho «*de valores*», cuanto un Derecho «*de mercados*», entonces el régimen jurídico intrínseco de las «*partes sociales con voto*» no puede encontrarse en la legislación bursátil, sino en el Derecho de sociedades o en el Derecho de Títulos-valores. Mas, incluso desplazándonos a estos otros dos ámbitos, encontraremos que las «*partes sociales con voto*» constituyen una figura atípica, cuyo régimen jurídico es, primeramente, un régimen dispositivo –a diferencia de cuanto sucede con las acciones–, porque lo que proclama el art. 107, nº 3, LCoop. es que la configuración de su régimen jurídico queda confiada, «*prima facie*», a la autonomía estatutaria privada, que es la que establece «*tanto los derechos y obligaciones de sus titulares, como el régimen de las aportaciones*». Sólo después –y en defecto– de ello, entra en juego «*lo dispuesto en la legislación de sociedades anónimas para las acciones*».

Por otra parte, se reconoce que las cooperativas pueden emitir:

1. Participaciones especiales [subordinadas]
2. Obligaciones
3. Títulos participativos [arts. 53 y 54, LCoop.]

De este modo, la legislación cooperativa viene a zanjar las dudas –en mi opinión, injustificadas– que podrían haber surgido, de aplicarse a las cooperativas la prohibición contenida en la –hoy derogada– Disp.Adic.Tercera, LSRL., conforme a la cual «*las sociedades civiles,..., no podr[ían] emitir o garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones*». Ciertamente, nada se dijo de que la prohibición afectase a otras entidades,

como las sociedades cooperativas de todo tipo. En mi opinión, habría habido que concluir que estas entidades sí que gozan de una amplia libertad de emisión, aunque ya no es preciso enzarzarse en disputas interpretativas, porque los arts. 53 y 54, LCoop. les reconocen, efectiva y explícitamente, el derecho a emitir obligaciones y esos otros valores: las *participaciones especiales* [art. 53] y los *títulos participativos*. De conformidad con el art. 53:

*«1. Los Estatutos podrán prever la posibilidad de captar recursos financieros de socios o terceros, con el carácter de subordinados y con un plazo mínimo de vencimiento de cinco años. Cuando el vencimiento de estas participaciones no tenga lugar hasta la aprobación de la liquidación de la cooperativa, tendrán la consideración de capital social. No obstante, dichos recursos podrán ser reembolsables, a criterio de la sociedad, siguiendo el procedimiento establecido para la reducción de capital por restitución de aportaciones en la legislación para las sociedades de responsabilidad limitada.*

*2. Estas participaciones especiales podrán ser libremente transmisibles. Su emisión en serie requerirá acuerdo de la Asamblea General en el que se fijarán las cláusulas de emisión y, en su caso, el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa reguladora del mercado de valores...».*

«Participaciones especiales» es la denominación que el art. 53 atribuye a los recursos financieros subordinados, captados de socios o de terceros, lo que revela que –en última instancia– nos hallamos ante valores obligacionarios, pero que –al hallarse sometidos a un régimen de subordinación crediticia– terminan por ser jurídicamente tratados como *capital social*. Que son relaciones crediticias y no participativas o societarias, lo refleja el que se habla de su «vencimiento» y de su «reembolso», y –sin embargo– se hallan en esa zona gris que media entre los valores participativos accionariales, y los valores obligacionarios; se trata de unos valores híbridos, intermedios entre la Acción [o la Participación social con derecho de voto] y la Obligación. Y, en cuanto a su consideración *jus-cartular*, hay que insistir en que el art. 53, nº 2, establece que «[e]stas participaciones especiales podrán ser libremente transmisibles. Su emisión en serie requerirá acuerdo de la Asamblea General en el que se fijarán las cláusulas de emisión y, en su caso, el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa reguladora del mercado de valores», de forma que la transmisividad libre se configura, aquí, como un requisito –un presupuesto lógico, una premisa– que revela su condición de valores negociables, luego confirmada por la remisión a la normativa reguladora del mercado de valores. Pues bien; si son –y para ser– valores negociables, es obvio que estas «participaciones especiales» deberán –art. 6º Tref.LMV./2015– estar representadas por títulos[-valores] o por anotaciones en cuenta.

Una referencia especial –concreta-, específica y necesaria a este tipo de valores se contiene en la normativa sobre cooperativas de crédito, ya que las participaciones especiales, que pueden ser emitidas por cualquier clase de sociedades cooperativas, empero, cuando se trata de cooperativas de crédito y de seguros, se hace preciso que «su normativa reguladora así lo establezca expresamente, pudiendo captar recursos con el carácter de subordinados previo

*acuerdo del consejo rector, cualquiera que fuere su instrumentación*». Pues bien; el art. 3º, nº 2, apdo. m), RD.AdmiOpvs./2005 incluye entre los valores negociables las que describe como «*aportaciones financieras subordinadas en las cooperativas de crédito*», lo cual podría significar que –efectivamente– se cumple, aunque quizá mal, la previsión del art. 53, nº 3, LCoop. En mi opinión, las aportaciones financieras subordinadas en las cooperativas de crédito son «*aportaciones financieras subordinadas*» como las que menciona el art. 53; se trata de la misma figura, de la misma institución, de forma que la naturaleza de unas y otras es idéntica: son obligaciones –«*lato sensu*»– subordinadas, y –por consiguiente– se trata de valores negociables; unos valores negociables cuya previsión y ulterior desarrollo parecen orientados a permitir que las cooperativas puedan captar recursos financieros de socios o de terceros, con el carácter de recursos subordinados, con una amortización de 5 años y que, incluso pueden merecer la consideración de capital social.

Así; el art. 53, LCoop., modificado por la Ley nº 44/2002, de 22.11.2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero [LFin./2002], en el marco de unas medidas de impulso financiero, previene que la posibilidad de que las cooperativas de crédito y de seguros capten recursos financieros de sus socios o de terceros, mediante la emisión de participaciones *subordinadas* que puedan llegar a integrarse como capital cooperativo, está condicionada, no meramente al hecho de que la normativa reguladora de estas entidades no lo impida –que era lo que decía hasta ahora el precepto modificado–, sino además, a que lo prevean *expresamente* sus estatutos sociales. Mas la mayor flexibilidad del sistema reside en que, ahora, esta medida puede adoptarse por *acuerdo del Consejo Rector*, lo cual supone una derogación de la regla general que atribuye esta competencia a la Asamblea General, de conformidad con el art. 21, LCoop.

Estas «*aportaciones financieras subordinadas en las cooperativas de crédito*» son, de todos los valores que pueden emitirse por sociedades cooperativas, los únicos que aparecen explícita y singularmente mencionados en la lista del art. 3º, RD.AdmiOpvs./2005, lo cual no quiere decir que los demás activos/pasivos financieros emisibles por estas sociedades no deban o puedan caracterizarse como valores negociables... Lo que sucede es que ya no entrarían dentro del concepto citado –«*aportaciones financieras subordinadas en las cooperativas de crédito*»–, sino que deberían introducirse a través de la cláusula *general* de definición.

Por otra parte, el art. 54, LCoop., bajo la significativa rúbrica común de «*otras financiaciones*», y con objeto de permitir que las cooperativas puedan captar recursos financieros de socios o de terceros, prevé la posibilidad de que las cooperativas puedan emitir *obligaciones*, cuyo régimen «*se ajustará a lo dispuesto en la legislación aplicable*». Asimismo, la Asamblea General podrá acordar, «*cuando se trate de emisiones en serie*», la «*admisión de financiación voluntaria de los socios o de terceros no socios bajo cualquier modalidad jurídica y con los plazos y condiciones que se establezcan*». Y también prevé, el art. 54, la posibilidad de que las cooperativas emitan «*títulos participativos*». De ellos, dice el art. 54, nº 2, que la Asamblea General podrá acordar su emisión, y les



reconoce la «*consideración de valores mobiliarios*» [¡¡Ojo: mobiliarios, que no negociables!! Calificación que posiblemente avalaría su consideración cartácea como verdaderos títulos-valores, y como modalidad especial de valores del Mercado de capitales], añadiendo que «*darán derecho a la remuneración que se establezca en el momento de la emisión, y que deberá estar en función de la evolución de la actividad de la cooperativa, pudiendo, además, incorporar un interés fijo*». «Ergo», pareciera que se trata: ora de obligaciones indexadas, ora bien de valores similares a las cuotas participativas de las cajas de ahorros, que son –más bien– valores representativos de relaciones jurídico-patrimoniales parciarias. Su índole obligacionaria parece insinuarse en cuanto que están destinadas a la *amortización* [El art. 54, nº 2, párr. 2º, LCoop., dice que el acuerdo de emisión «*concretará el plazo de amortización...*»], y por que –en su caso– pueden devengar un interés fijo [art. 54, nº 2, párr. 1º, «*in fine*», LCoop.]. Pero, junto a estos rasgos, llama la atención el que la remuneración *principal y esencial* es claramente *parciaria* [«*darán derecho a la remuneración que se establezca en el momento de la emisión, y que deberá estar en función de la evolución de la actividad de la cooperativa*»], y –sobre todo– que a sus titulares puede reconocérseles el *derecho de asistencia* a la Asamblea General, aunque *sin voto*.

En este sentido, una cooperativa puede quedar sometida al Derecho del Mercado de Valores por dos vías: una, la más evidente, es que se trate de una cooperativa de crédito... autorizada para prestar servicios de inversión. Otra, que es la que aquí interesa, es como emisora u oferente de valores negociables –digamos– «*típicamente*» cooperativos.

Sea como fuere, cualquiera de estas entidades, en el desarrollo de una operación de –lícita– apelación al ahorro público mediante emisión de valores, se situaría –de acuerdo con los arts. 1º y 2º, nº 1, Tref.LMV.– en una relación muy estrecha con el Mercado Primario de valores, porque si, en estas circunstancias, pretendieran lograr financiación mediante la emisión de esos valores, en régimen de oferta pública, el art. 1º, Tref.LMV. ya nos informa de que ella «*tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento y las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de su negociación y a los emisores de esos instrumentos; la prestación en España de servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción*». Así, como mínimo, se verían afectadas como entidades que, o bien efectúan una oferta pública de suscripción o de venta de valores accionarios, quedando sometidas al «*régimen de supervisión, inspección y sanción*» referido al llamado Mercado Primario, o bien prestan servicios de inversión, canalizando órdenes de suscripción o compra de esos valores, objeto de oferta pública.

#### IV. BIBLIOGRAFÍA

ALCOVER NABASQUILLO, C., «El régimen económico de la Cooperativa en la nueva Ley de Cooperativas de la Comunidad Valenciana: Ley 8/2003», en VVAA.: «*Cooperativismo agrario y desarrollo rural. Congreso Internacional*

- 25 *Aniversario CEGEA*», dir. por. J.E. Juliá Igual, E. Meliá Martí y R.J. Server Izquierdo, ed. UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA, Valencia, 2005.
- ALONSO ESPINOSA, FJ., «Presentación», en VV.AA.: «*La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas*», coord. por FJ. Alonso Espinosa, edit. COMARES, Granada, 2001.
- Ídem., «*Intereses del Inversor y Derecho del Mercado de Valores*», en VV.AA.: «*Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*», t. I, edit. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 1995.
- Ídem., «Lección 5ª.: Sociedad Anónima (I): Caracterización», en ALONSO ESPINOSA, FJ., LÁZARO SÁNCHEZ, E.J., ALFONSO SÁNCHEZ, R. DE LA VEGA GARCÍA, F.L., SÁNCHEZ RUIZ, M. y FARIAS BATLLE, M.: «*Curso fundamental de Derecho mercantil*», t. II, «*Derecho de Sociedades*», edit. FUNDACIÓN UNIVERSITARIA SAN ANTONIO, 1ª ed., Murcia, 2004.
- ÁLVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU PALACIOS, F., «*Manual de Inversiones extranjeras*», edit. THOMSON-ARANZADI, S.A., Cizur menor (Navarra), 2002.
- APARICIO GONZÁLEZ, M., «Los «side-pockets» o compartimentos de propósito especial», en «*Gomez-Acebo & Pombo. Noticias breves*», 2010, junio, pp. 1 y ss., en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/los-side-pockets-o-compartimentos-de-proposito-especial.pdf>.
- AUGOUSTATOS ZARCO, N., «Capítulo XXIX. Cooperativas sin ánimo de lucro», en VV.AA.: «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir. por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T. Vázquez Ruano, t. II, edit., TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia.
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Los resultados del Fondo», en VV.AA.: «*Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*», edit. FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD DE BILBAO, Bilbao, 1974.
- BAUR, J., «5 Kapitel. Investmentgeschäfte. 17 Investment-Begriff und Investment-Idee», en VV.AA.: «*Handbuch des Kapitalanlagerechts*», dir. por H-D. Assmann y R.A. Schütze, edit. C.H. BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, Munich.
- BECERRA, R.A., «Los Clubs de Inversion (Resumen de la Conferencia dictada en la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad del Zulia, EL 25/05/98 programada por la XLVI Promoción de Licenciados en Administración y Contaduría Pública)», en <http://rigobertobecerra.tripod.com/clubsinver.htm>.
- BELANDO GARÍN, B., «*La Protección pública del Inversor en el Mercado de Valores*», edit. THOMSON – CIVITAS EDICIONES, S.L., Madrid, 2004.
- BENEYTO, J.Mª y MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Capítulo 1. Introducción. Un Mercado de Valores Europeo integrado»,

- en VV.AA.: «*El Espacio Financiero Único en la Unión Europea. Los mercados de valores*», dir. por J.M. Beneyto y A. Martínez-Echevarría, edit. FUNDA-CIÓN ICO/MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., Madrid/Barcelona, 2005, pp. 13 y ss.
- BISBAL i MÉNDEZ, J., «Prólogo» a TUSQUETS TÍAS DE BES,F: «*La Socie-dad de Inversión Mobiliaria de Capital variable (SIMCAV.)*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., Madrid/Barcelona, 2001.
- BOLSA DE BARCELONA., «Creación de Clubs de inversión», en [http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve\\_ci\\_esp?OpenDocument](http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/binve_ci_esp?OpenDocument).
- BORJABAD GONZALO, P., «La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999», en VV.AA.: «*La Sociedad Cooperativa en la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas*», coord. por F.J. Alonso Espinosa, edit. COMARES, Granada, 2001, pp. 25 y s.
- BOTANA AGRA, M., «Notas sobre los códigos de buen gobierno corporativo en el ámbito de las Sociedades cooperativas/Notes on the Good Corporate Governance Codes in the field of Cooperative societies», en «*Cooperati-vismo y Economía Social*», 2017/2018, nº 40.
- BROSETA PONT, M., «Introducción», en «*Estudios de Derecho bursátil. Depó-sito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*», ed. TECNOS,S.A., Madrid, 1971.
- Ídem., «La Sociedad Gestora en los Fondos de Inversión mobiliaria», en VV.AA.: «*Coloquio sobre el régimen de los Fondos de Inversión Mobiliaria*», edit. FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD DE BILBAO, Bilbao, 1974.
- Ídem: «*Manual de Derecho mercantil*», edit. TECNOS,S.A., 10ª ed., Madrid, 1994.
- BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F., «*Manual de Derecho mercantil*», t. II, «*Contratos mercantiles. Derecho de los títulos-valores. Derecho concu-rsal*», edit. TECNOS,S.A., 12ª ed., Madrid, 2005.
- CANO RICO, J.R., Voz «Club de Inversión», en «*Enciclopedia de la Bolsa y del Inversor Financiero*», edit. TECNOS,S.A., Madrid, 1997.
- CAÑO ESCUDERO, F. del., «*Derecho español de Seguros*» cit., t. I, Madrid, 1983
- CAÑO ESCUDERO, F. del. y CAÑO PALOP, J.R. del., «*Comentarios al Regla-mento de Ordenación del Seguro privado*», Madrid, 1987.
- CARBAJALES, M., «*La regulación del Mercado financiero. Hacia la autorregula-ción del Mercado de Valores*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDI-CAS Y SOCIALES,S.A./BIBLIOTECA DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Madrid/Barcelona, 2006.
- COSTA RAN, L., «La Liquidez del Mercado y los nuevos activos financieros internacionales», en «*Actualidad Financiera*», 1989, nº 33, del 11 al 17 de septiembre.

- COSTI, R., «*L'Ordinamento bancario*», edit. «IL MULINO», 3ª ed., Bolonia, 2000.
- CRESPO MIEGIMOLLE, M., «*Régimen fiscal de las Cooperativas*», edit. ARANZADI, S.A., Pamplona, 1999.
- DALE, R., «Clearing and Settlement Risks in Global Securities Markets: the Case of Euroclear», en «*Journal of Business Law*», 1998, septiembre.
- DE LA ORDEN DE LA CRUZ, Mª. del C., «*Opciones y futuros financieros. Cien preguntas clave y sus respuestas*», edit. DYKINSON, S.L., Madrid, 1996.
- DE PAZ ARIAS, J.Mª., «Los inversores institucionales como medio de resolución del conflicto de intereses entre administradores y accionistas, en la Sociedad abierta», en «*Revista de Derecho Bancario y Bursátil*», 1995, nº 60, octubre/diciembre.
- DÍAZ DE LA ROSA, A., «*La Prestación de trabajo en las sociedades cooperativas*», tesis de licenciatura, inédita, La Coruña, 2003.
- FAJARDO GARCÍA, I.G., «Las secciones de crédito en el Ordenamiento jurídico español», en «*CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*», 1999, nº 32, agosto, p. 11.
- Eadem., «O réxime económico da Sociedade», VV.AA.: «*Estudios sobre a Lei de Cooperativas de Galicia*», dir. Por D.Bello Janeiro, coord. Por J.A. Gómez Segade, M. Botana Agra, A. Fernández-Albor Baltar y A. Tato Plaza, edit. ESCOLA GALEGA DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, Santiago de Compostela, 1999.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N., «*La Protección jurídica del Accionista inversor*», edit. THOMSON-FEUTERS/ARANZADI, S.A., Pamplona, 2000.
- GADEA, E., BUITRÓN, P. y NAGORE, I., «*Derecho de las Cooperativas. Análisis de la Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas del País Vasco*», edit. UNIVERSIDAD DE DEUSTO, Bilbao, 1999.
- GADEA, E., SACRISTÁN, F. y VARGAS VASSEROT, C., «*Régimen jurídico de la Sociedad Cooperativa del Siglo XXI. Realidad actual y propuestas de reforma*», edit. DYKINSON, Madrid, 2009.
- GAMARRA MUÑOZ, Mª.C., «Instituciones de Inversión colectiva. Una especial referencia a su problemática contable», en «*Anales de Estudios Económicos y Empresariales*», 1996, nº 11.
- GARCÍA NOVOA, C., «*Fiscalidad de la inversión bursátil en el IRPF*», edit. IUSTEL, 2006.
- GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., «*Las cooperativas gallegas: Reflexiones sobre su régimen jurídico en la Ley 5/1998 de Cooperativas de Galicia*», edit. CENTRO DE ESTUDIOS COOPERATIVOS. UNIVERSIDADE DE SANTIAGO DE COMPOSTELA, Santiago de Compostela, 2005.
- Ídem., «El Principio de Protección del Inversor», en VV.AA.: «*Una década de transformaciones en los Mercados de Valores españoles. Libro Conmemorativo del X aniversario de la CNMV*», edit. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, Madrid, 1999.

- Ídem., «El Depósito bancario de efectivo», en VV.AA.: «*Contratos bancarios y parabancarios*», dir. por U. Nieto Carol, edit. LEX NOVA, Valladolid, 1998, pp. 904 y s.
- GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A., «Capítulo 4. El Inversor particular. El Inversor profesional (OICVM.)», en VV.AA.: «*El Espacio Financiero Único de la Unión Europea. Los Mercados de valores*», dir. por J.M<sup>a</sup>. Beneyto y A. Martínez-Echevarría, edit. FUNDACIÓN ICO/MAARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., Madrid/Barcelona, 2005.
- GARRIDO y COMAS, J.J.: «*Principios Generales de Seguros*», edit. UNESPA (UNIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES ASEGURADORAS, REASEGURADORAS Y DE CAPITALIZACIÓN)/UCEAC. (UNIÓN CATALANA DE ENTIDADES ASEGURADORAS, Y DE CAPITALIZACIÓN), Barcelona, 1988.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: «Nuevos hechos, nuevo Derecho de la Sociedad Anónima», en «*Hacia un Nuevo Derecho mercantil. Escritos, Lectiones y Conferencias*», edit. TECNOS,S.A., Madrid, 1971.
- GENEROSO HERMOSO, M<sup>a</sup>.F., DOPAZO FRAQUIO, M<sup>a</sup>.P., ORTEGA LÓPEZ, M<sup>a</sup>.D., MUÑOZ FERNÁNDEZ, M.J. y MUÑOZ FERNÁNDEZ, A.: «*Fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios*», edit. EDIGENER, Madrid, 1992.
- GERMAIN, M.: «*Les Sociétés commerciales*», RIPERT,G., ROBLOT, R. y GERMAIN, M.: «*Traité de Droit commercial*», t. I, vol. 2º, edit. LIBRAIRIE GÉNÉRAL DE DROIT EY JURISPRUDENCE, 18ª ed., París, 2002.
- GÓMEZ SEGADE, J.A., «Concepto e características», en VV.AA.: «*Estudios sobre a Lei de Cooperativas de Galicia*», dir. Por D. Bello Janeiro, coord. Por J.A. Gómez Segade, M. Botana Agra, A. Fernández-Albor Baltar y A. Tato Plaza, edit. ESCOLA GALEGA DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, Santiago de Compostela, 1999.
- GONZÁLEZ DE EUGENIO, J.I., «La regulación de los «*side pockets*» en España», en «*Revista del Mercado de Valores*», 2010, nº 6.
- GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANOS DE UBAO, L.: «Potestades administrativas en los Mercados de valores: últimas novedades», en «*Cuadernos de Derecho Judicial*», 2000, t. XII, «*Derecho administrativo económico*», pp. 168 y s.
- HAMEL, J., LAGARDE, G. y JAUFFRET, A., «*Droit commercial*», t. I, vol. 2º, «*Sociétés, groupements d'intérêt économique, entreprises publiques*», edit. DALLOZ, 2ª ed., Paris, 1980.
- HERNÁNDEZ ESTEVE, E., «Actividad económica y sistema financiero», en «*Revista de Economía Política*», 1970, nº 54.
- LAFUENTE SÁNCHEZ, R.: «*Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona/Buenos Aires, 2008.
- LASSALETTA GARCÍA, FJ., «I. Los socios», en LASSALETTA GARCÍA,FJ., MILLÁN CALENTI,R.A., MONTERO VILAR,J.A. y ALVARADO HERREIRA,L.: «Capítulo V. Tipos de socios y otras formas de participación social», en VV.AA.: «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir. por J.I,



- Peinado Gracia, Coord. por T. Vázquez Ruano, t. I, edit., TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia, p. 363.
- LE BRUN, J., «*La protection de l'Épargne publique et la Commission Bancaire*», con la colaboración de C. Lempereur, edit. ÉTABLISSEMENTS ÉMILE BRUYLANT, S.A., Bruselas, 1979.
- LINDE, L.M., «Los mercados, los gobiernos y sus fracasos», recensión a POSNER, R.A.: «*A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*», en «*Revista de Libros*», 2ª época, 2018, agosto, <https://www.revistadelibros.com/articulos/un-fallo-del-capitalismo-la-crisis-de-2008-segun-richard-posner>.
- LIPSEY, R.G., «*Introducción a la Economía política*», adaptación a la economía española por J. Tugores, edit. VICENS VIVES, 12ª ed. esp., trad. de la 7ª ed. inglesa por J. Tugores, Barcelona, 1996.
- LOVETT, W.A., «*Banking and financial institutions in a nutshell*», edit. WEST PUBLISHING, Co., 2ª ed., St. Paul (Minn.), 1987.
- LLUIS i NAVAS, J., «*Derecho de Cooperativas (Estudio de la legislación, la Jurisprudencia, sus bases doctrinales, sus problemas prácticos y del Reglamento de 1971)*», t. II, edit. LIBRERÍA BOSCH (HIJOS DE JOSÉ BOSCH, S.A.), Barcelona, 1972.
- MADURA, P., «*Financial markets and institutions*», edit. WEST PUBLISHING Co., St. Paul (Minn.)/N. York/Los Angeles/San Francisco, 1989.
- MALDONADO, Mª.I., «*Entidades bancarias y sus relaciones con clientes de fondos de inversión*», tesis doctoral realizada bajo la dirección de Profras. Dª Francisca Parra Guerrero y Dª Pilar Alarcón Urbistondo, defendida en la Universidad de Málaga, Málaga, 2003, en <https://riuma.uma.es/xmlui/bitstream/handle/10630/2570/16276930.pdf?sequence=1>.
- MARDOMINGO COZAS, J., «Las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero», 39 pp., en [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/las\\_instituciones\\_de\\_inversion\\_colectiva\\_de\\_caracter\\_financiero\\_\\_187.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero__187.pdf).
- MARTÍN FERNÁNDEZ, F.J., «*Las cooperativas y su régimen tributario. Análisis de la Ley 20/1990, de 19 de diciembre, sobre régimen fiscal de las cooperativas*», edit. «LA LEY», Madrid, 1994.
- MARTINEZ IBAÑEZ, E. y MARTINEZ GONZALEZ, S., «*Los Mercados de divisas. Cien preguntas clave y sus respuestas*», edit. DYKINSON, S.L., Madrid, 1996.
- MOCHÓN MORCILLO, F., «*Economía. Teoría y Política*», edit. MCGRAW-HILL, Madrid/Bogotá/Bs. Aires/Guatemala/Lisboa/México/N. York/Panamá/S. Juan/Santiago/São Paulo, ..., 1989.
- MORÁN GARCÍA, M.E., «*Derecho de los Mercados financieros internacionales*», edit. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 2002.
- MORILLAS JARILLO, Mª.J., «Capítulo II. Concepto y clases de cooperativas», en VV.AA.: «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir. por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T. Vázquez Ruano, t. I, edit. TIRANT LO BLANCH, 2ª ed., Valencia.



- NUÑEZ LAGOS, F., «*Inversiones extranjeras. Régimen de adquisición y transmisión de bienes*», edit. JUNTA DE DECANOS DE LOS COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1984.
- OLMEDO PERALTA, E., «I. El Capital social. Concepto y funciones», en OLMEDO PERALTA, E., PENDÓN MELÉNDEZ, M<sup>a</sup>., VALENZUELA GARACH, F.J., LÓPEZ SANTANA, N., MARTÍN CASTRO, M<sup>a</sup>.P., MARTÍNEZ GUITÉRREZ, A. y PANIAGUA ZURERA, M.: «Capítulo VII. Régimen económico», en VV.AA.: «*Tratado de Derecho de Sociedades Cooperativas*», dir por J.I. Peinado Gracia, Coord. por T. Vázquez Ruano, t. I, edit, TIRANT LO BLANCH, 2<sup>a</sup> ed., Valencia.
- PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M<sup>a</sup>.C., «*La Inversión directa en el régimen de las inversiones extranjeras*», edit. EUNSA., Pamplona, 1986.
- PENDÁS DÍAZ, B., GARCÍA ESCUDERO, P., ALONSO SOTO, F. y PRIETO GUTIÉRREZ, G., «*Manual de derecho cooperativo, adaptado a la Ley 3/1987 de 2 de abril, General de Cooperativas*», edit. PRÁXIS, S.A., Barcelona, 1987.
- PEREZ DE ARMIÑAN, G., «*Legislación Bancaria española*», edit. SERVICIO DE PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA, 6<sup>a</sup> ed., Madrid, 1983.
- PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J.L., «Capítulo 66. La Contratación en el Mercado de Valores», en VV.AA.: «*Derecho mercantil*», t. II, «IV. Títulos-valores. V. Obligaciones y contratos mercantiles. VI. Derecho concursal mercantil. VII. Derecho de la Navegación», coord. por G.J. Jiménez Sánchez, edit. ARIEL, S.A., 11<sup>a</sup> ed. actualizada, Barcelona, 2006, p. 353.
- POSER, N.S., «*Broker-Dealer Law and Regulation. Private Rights of Action*», edit. LITTLE, BROWN & Co., Boston/N.York/Toronto/Londres, 1995.
- POSNER, R.A., «*Economic Analysis of Law*», edit. LITTLE, BROWN & Co., 3<sup>a</sup> ed., Boston/Toronto, 1986.
- POZEN, R.C., «*Financial Institutions: Investment management. Cases, material and problems*», edit. WEST PUBLISHING Co., St.Paul (Minn.), 1978.
- PRIETO PÉREZ, E., «El Seguro como inversión», en «*Previsión y Seguro*», 1989, n° 1, septiembre/octubre.
- RIBES RIBES, A., «Análisis del régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva y de sus socios o partícipes en el Sistema Español/Analysis of the Spanish Tax Regime of the Collective Investment Vehicles (Civs) and their Partners or Shareholders», en «*Crónica Tributaria*», 2018, n° 168.
- RIPERT, G., ROBLOT, G., GERMAIN, M. y VOGEL, L., «*Traité de Droit commercial*», t. I, «*Actes de commerce. Baux commerciaux. Propriété Industrielle. Concurrence. Sociétés commerciales*», edit. LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET JURISPRUDENCE, 17<sup>a</sup>ed., Paris, 1998.
- RIVES-LANGE, J.L. y CONTAMINE-RAYNAUD, M., «*Droit bancaire*», edit. DALLOZ, 6<sup>a</sup> ed., París, 1995.
- RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., «Algunas consideraciones sobre el ánimo de lucro en las cooperativas de iniciativa social. Análisis de su relación con los Principios Cooperativos», en «*CIRIEC. España. Revista jurídica*», 2015, n° 26.

- ROMERO CANDAU, P.A., «Las Cooperativas. Comentarios a la Ley 3/87», en VV.AA.: «*Comunidades de bienes, Cooperativas y otras formas de empresa*», t. I, edit. COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1996.
- SABALOT, D. y EVERETT, R.J.C., «*The Financial Services and Markets Act 2000*», edit. BUTTERWORTHS-LEXIS NEXIS, UK., Londres, 2004.
- SAMUELSON, P.A., «*Curso de Economía Moderna*», trad. y nota preliminar de J.L. Sampedro, 17ª ed. esp., adaptado a la 9ª ed. americana por L. García De Diego, edit. AGUILAR, Madrid, 1975.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Regulación, control de riesgos y cooperación internacional en relación con instrumentos derivado», en VV.AA.: «*Productos financieros derivados y mercados organizados*», dir. por E. Díaz Ruiz y P. Larraga, edit. UIMP/MEFF/CIVITAS,S.A., Madrid, 1997.
- SÁNCHEZ CALERO, F., «*Instituciones de Derecho mercantil*», t. I, «*Introducción, Empresa y Sociedades*», edit. MCGRAW-HILL, 21ª ed., Madrid, 1998.
- SÁNCHEZ CALERO, F y OLIVENCIA RUIZ, M., «Relaciones del régimen jurídico de las sociedades mercantiles y de las sociedades cooperativas», en VV.AA.: «*El Cooperativismo en la coyuntura española actual*», en «*Anales de Moral Social y Económica*», edit. CENTRO DE ESTUDIOS SOCIALES DE LA SANTA CRUZ DEL VALLE DE LOS CAÍDOS, Madrid, 1964, p. 135 *passim*.
- SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de Derecho Mercantil*», t. I, edit. THOMSON-REUTERS/ARANZADI,S.A., 37ª ed. [10ª en Aranzadi], Cizur Menor (Navarra), 2015.
- SAN JOSÉ MARTÍNEZ, F., «VII) Derechos y obligaciones de los socios», en VV.AA.: «*Manual de Derecho de Sociedades Cooperativas (Adaptado a la Ley 4/1993, de 24 de junio, de Cooperativas de Euskadi y posteriores reformas)*», dir. y coord. por S. Merino Hernández, edit. CONSEJO SUPERIOR DE COOPERATIVAS DE EUSKADI/EUSKADIKO KOOPERATIBEN GOREN-KONTSEILUA (CSCE./EKAGK)/INSTITUTO DE DERECHO COOPERATIVO Y DE LA ECONOMÍA SOCIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO/EUSKAL HERRIKO UNIBERTSITATEA, Vitoria/Gasteiz, 2007, p. 107.
- SANZ CABALLERO, J.I., «*Derivados financieros*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., Madrid/Barcelona, 2000, p. 47. VV.AA.: «*Operaciones bancarias*», dir., por J.R.Marqués Fernández-Florez, coord. N.B.R. Fenollera, edit. CISS.,S.A., Valencia, s/f.
- SERVICIO DE ESTUDIOS DE LA BOLSA DE BARCELONA., «Capítulo 29. La Empresa familiar española y los mercados bursátiles», en VV.AA.: «*El Patrimonio familiar, profesional y empresarial. Sus protocolos*», coord. por M. Garrido Melero y J.Mª. Fugardo Estevill, coord. sectorial: F Vicent Chuliá, t. Vº, «*Capitalización, inversión y financiación de la empresa familiar. El acceso a Bolsa*», edit. BOSCH,S.A./CONSEJO GENERAL DE NOTARIADO/BBVA., 1ª ed., Barcelona, 2005, p. 593.
- SERRANO SOLDEVILLA, A.D., «Las Sociedades con base mutualista», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J. y otros.: «*Derecho mercantil*», t. I, «*I. Concepto,*

- método y fuentes. *Empresa. Estatuto del Empresario. Empresario Individual. II. Las Sociedades mercantiles. III. Derecho industrial y régimen jurídico de la competencia*», coord. por G.J. Jiménez Sánchez, edit. ARIEL,S.A., 4ª ed. corregida y puesta al día, Barcelona, 1997.
- STAUDINGER, F., «*Cooperativas de Consumo*», trad. Esp. Por M. Reventós, edit. LABOR, S.A., 2ª ed., Barcelona/Bs.Aires, 1930.
- TAMAMES, R., «*Curso de Economía*», edit. ALHAMBRA-LONGMAN,S.A., Madrid, 1982.
- TAPIA HERMIDA, A.J., «*Derecho del Mercado de Valores*», edit. J.M.BOSCH, EDITOR,S.A., Barcelona, 2000.
- Ídem., «*Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*», edit. DYKINSON, Madrid, 1998.
- URÍA GONZÁLEZ, R., «*Derecho mercantil*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., 24ª ed., Madrid, 1997.
- VALENZUELA GARACH, F., «*Contratos bancarios de gestión (II)*», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ,G.J. y otros.: «*Derecho Mercantil*», coord. por G.J. Jiménez Sánchez, 2 Vols., edit. ARIEL,S.A., 4ª ed. corregida y puesta al días, Barcelona, 1997.
- VALLVÉ-RIVERA DE HORTALÁ, Mª.A., «*Lecturas sobre Bolsa*», edit. INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES/MINISTERIO DE HACIENDA, Madrid, 1977.
- VERGEZ SANCHEZ, M., «*El Derecho de las cooperativas y su reforma*», edit. CIVITAS,S.A., Madrid, 1973.
- Eadem: «*Lección 28. Las sociedades de base mutualista*», en VVAA.: «*Leciones de Derecho Mercantil*», vol. Iº, dirs. A. Menéndez Menéndez y A.L. Rojo Fernández-Río, coord. Mª.L. Aparicio, edit. THOMSON-REUTERS/CIVITAS/ARANZADI,S.A., 14ª ed., Cizur Menor (Navarra), 2016.
- VICENT CHULIÁ, F., «*Compendio crítico de Derecho mercantil*», t. I, vol. 2º, «*Comerciantes. Sociedades. Derecho Industrial*», edit. J.M.BOSCH, EDITOR,S.A., 3ª ed., Barcelona, 1991.
- Ídem., «*Introducción al Derecho Mercantil*», edit. TIRANT LO BLANCH, 18ª ed., Valencia, 2005.
- WITZ, C., «*La Fiducie en Droit privé français*», edit., ECONOMICA, París, 1981.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del Mercado Financiero*», edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., 3ª ed., Madrid/Barcelona, 2006.