



PROBLEMATICA LEGAL DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DE CARTERA EN LA NORMATIVA VIGENTE¹

Francisco FERNÁNDEZ FLORES

1. INTRODUCCIÓN.

El concepto de la inversión extranjera (en adelante, abreviadamente, I. E.) aunque familiar —como apunta BERTIN²—, no es fácil de concretar. Con carácter general las define este autor como «todo empleo, hecho en el extranjero, de recursos económicos de un país»³.

1. El presente trabajo constituye una primera aproximación a la problemática legal de las «inversiones extranjeras de cartera» tal y como han quedado reguladas por las normas publicadas en B.O.E. del 6 de noviembre de 1974, Texto refundido de las disposiciones legislativas sobre inversiones extranjeras en España (Decreto 3021, de 31 de octubre de 1974) y Reglamento de Inversiones extranjeras (Decreto 3022, también de 31 de octubre de 1974).

2. BERTIN, G. V., *L'investissement international*, París, 1972, pág. 7.

3. Como ha señalado BERTIN (Op. cit., pág. 9), el concepto de I. E., expresión eminentemente económica, hace subsistir un cierto número de ambigüedades, ya que la noción puede concebirse como un «flujo» o un «stock». Si la consideramos bajo el primer aspecto —y para un período de tiempo determinado— la I. E. responde a la suma de cuatro elementos bien diferentes: las inversiones a largo plazo, las a corto término, las transferencias unilaterales privadas o públicas (vgr.: donaciones, etc.) y el saldo de las rentas obtenidas por el capital en el extranjero. En este caso el flujo de la inversión extranjera es igual al saldo de los pagos corrientes de la balanza de pagos. Pero en todo caso, este saldo debe ser modificado en dos aspectos: deduciendo los pagos oficiales de los cambios en oro o divisas y adicionándole el saldo de las rentas de los capitales existentes en el extranjero que, normalmente, son incluidos en la balanza corriente. Así llegaríamos a una noción económica de la inversión extranjera neta. La inversión extranjera como «stock» está constituida —en un momento determinado— por el con-



Sin pretender en absoluto incidir sobre el concepto genérico de la I. E., podemos considerar que, a nuestros efectos, con tal locución nos estamos refiriendo a toda «transferencia normal de capital entre países» y decimos «normal» porque éstos movimientos se pueden efectuar, se han efectuado muchas veces, de una forma desusada, como en el caso del pago de indemnizaciones de guerra, por citar un ejemplo clásico.

No se pueden estimar como «anormales» los movimientos de capital que considerados como tales, cita por ejemplo FANNO⁴, al referirse a los que provocan causas como la diferente presión fiscal entre países, los motivos de carácter social o político o el simple temor de desvalorización monetaria, ya que para este autor tan sólo la transferencia cuyo móvil esté representado por la existencia de una diferencia entre los tipos de interés o las tasas de rendimientos de los capitales invertidos en un país diferente al del origen de aquél, constituye una típica I. E.⁵ Aunque la diferencia de rendimiento pueda ser el motivo principal⁶ no es éste, desde luego, el único, como ha puesto de relieve ROGGERO-FOSSATI⁷, y por nuestra parte hemos de añadir que, en ciertas ocasiones

junto de bienes, en su más amplia expresión, del que son titulares los inversionistas de un cierto país con respecto a sus inversiones en el resto de las naciones. Pero hasta aquí hemos aludido a una noción eminentemente monetaria, económica, de la I. E. que peca por defecto, ya que no tiene en cuenta el empleo final del capital exportado, el cual puede ser consumido, atesorado o efectivamente invertido. A aludir a este último empleo alternativo de los fondos, centramos ya un concepto de la inversión extranjera que ayuda a enmarcar la noción jurídica que, de ordinario, formulan las disposiciones que regulan en cada país la utilización de estos fondos.

4. FANNO, M.: *I movimenti anormali dei capitali e la crise*, Turín, 1935, pág. 14, nota 11.

5. En este mismo sentido, WARD señala que el incentivo de la inversión internacional es la posibilidad de una mayor tasa de rendimiento del capital en el país extranjero que en el inversor, y que al no existir restricciones, el capital fluirá hasta que la tasa de rendimiento sea igual en todas partes. Acepta este autor que existan otros objetivos más específicos de la inversión en el exterior, tales como el desarrollo de fuentes extranjeras de materias primas, la utilización de mano de obra extranjera, la satisfacción de las necesidades del mercado donde se realiza la inversión o las ventajas que aporta la especialización. Vid. *Finanzas internacionales*, Buenos Aires, 1969, págs. 41-42.

6. Así se reconoció por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York en un estudio publicado en 1962 (*Outlook for U. S. Balance of Payments; Hearings, Joint Economic Committel, U. S. Congress, 12-14 diciembre*; pág. 137) al señalar que «hemos comprobado que las variaciones de tipos de interés en nuestros mercados monetario y de préstamos, con respecto a las registradas en los principales centros financieros del exterior, ejercen un efecto marcado y rápido sobre los flujos de capital de y hacia Estados Unidos» (cit. por WARD, Op. cit., pág. 75).

7. ROGGERO-FOSSATI, R.: *I movimenti internazionale di capitali*; Milán, 1972; págs. 15 y ss. También, FEDE, C.: *Li investimenti esteri*, Padua, 1959, págs. 58 y ss.

la inversión puede perseguir otras metas que escapan a la estricta consideración de los intereses puramente económicos.

Por ello, creemos que el fenómeno de las I. E. —actualmente desarrollado al máximo como consecuencia de la política de cooperación económica entre los países, adoptada sobre todo desde que concluyó la última guerra mundial⁸— puede asimilarse a una figura poliédrica de cuatro caras, la cual, formando un solo cuerpo, presenta, según el ángulo en que nos situemos una perspectiva diferente, lo que nos autoriza, por una parte, a efectuar una consideración específica de cada una de sus vertientes y, por otra, obliga a no olvidar que, para su correcto análisis, se trata de un todo unitario, indiviso, amalgamado, cuyos aspectos políticos, sociales, económicos y aún jurídicos no ofrecen, en ocasiones, la deseada nitidez de fronteras⁹.

De las cuatro facetas con que acabamos de bautizar las caras de nuestro imaginario tetraedro, nos vamos a ocupar en esta ocasión tan sólo de una reducida parcela que presenta su amplia problemática jurídica y, aún ello, fundamentalmente desde el

8. Sobre este punto pueden examinarse, entre otros, los siguientes trabajos: Cámara de comercio internacional, Sección italiana, «L'interdependenza delle Nazioni condizioni dello sviluppo economico» (Convenio de Génova, marzo de 1963; Milán, 1963); HICKS, U., *La financiación del desarrollo*, Barcelona, 1967; LUCHAIRE, F., *L'aide aux pays sous-developpés*, Paris, 1966 (existe traducción al castellano, Barcelona, 1971); FIGUEROA, E., «Inversión extranjera y desarrollo económico» en el Tomo primero de la obra *Inversiones de capital extranjero en España*, Madrid, 1960.

9. El tema de la I. E. es extraordinariamente polémico, porque el su estudio se combinan aspectos políticos, económicos y sociales de complicada solución. Por ello —como apunta MÉNDEZ SILVA, R., *El régimen jurídico de las inversiones extranjeras en Méjico*, Méjico, 1969, págs. 14-15, son diversas las posiciones que tradicionalmente se adoptan frente al tema que comentamos. Estas posturas están fundamentadas en ocasiones sobre intereses, sobre bases ideológicas o sobre determinadas programaciones económicas. Pueden resumirse en las tres siguientes: 1.ª) Aceptación incondicionada de la inversión extranjera. Históricamente fue adoptada por ciertos países que veían en la I. E. el único instrumento de desarrollo, estableciéndose sobre esta base un régimen jurídico y fiscal en extremo generosos, que no dejaron de producir efectos contrapuestos a los buscados. Por eso, hoy, se puede afirmar, que es una postura totalmente superada. 2.ª) Una segunda posición se pronuncia contra cualquier forma de I. E. y se fundamenta en determinados planteamientos ideológicos —como en el caso de la China popular— o bien como resultado de absurdos y furibundos nacionalismos (autarquía económica). 3.ª) Por ello, parece imponerse una postura ecléctica basada en que el capital extranjero importado sobre la base de unas concretas normas legales cumpla los condicionamientos que se tuvieron presentes para su aceptación. Es ésta la posición dominante en la actualidad: admisión de la I. E. pero dentro de unas coordenadas aceptables para el país importador del capital.



punto de vista de las nuevas normas publicadas el día seis del pasado mes de noviembre¹⁰.

El campo que hemos acotado para intentar analizar no es otro que el de las llamadas «inversiones extranjeras de cartera» (en adelante, abreviadamente, I. E. C.), modalidad de I. E. que gozó entre todas de la primacía hasta las fechas que precedieron a la primera guerra mundial y cuya importancia aumenta cada día, en la actualidad, de forma muy notable¹¹.

Nos vamos a ocupar de analizar, muy someramente, una serie de cuestiones que se plantean a la luz de la nueva normativa legal de las I. E. en España y que tienen, en mayor o menor entidad, su proyección en la aplicación práctica de los nuevos textos.

Concretamente aludiremos al concepto y régimen legal de las I. E. C., a sus objetos próximo y remoto, porcentajes, mecanismos de control, trámite de la autorización administrativa, la transmisión de valores en el extranjero como problema de la máxima importancia en las disposiciones recientemente promulgadas, los derechos de transferencia y la exportación de títulos. Algunos de los argumentos y conclusiones que se puedan establecer a lo largo del análisis que nos proponemos realizar, tal vez hayan de ser objeto de revisión ulterior a la vista de los posibles datos que la práctica y, sobre todo, la «normativa complementaria» que se espera para fechas próximas, nos vayan descubriendo.

2. CONCEPTO Y RÉGIMEN LEGAL DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DE CARTERA.

2.1. En cada país —al menos en la mayoría de los que podemos calificar como importadores de capital— la legislación especial se encarga de señalar las circunstancias y condiciones bajo las cuales puede admitirse la entrada de capital exterior y su utilización dentro del conjunto del sistema económico del país receptor¹².

10. Para una síntesis de la historia legislativa de las I. E. en nuestro país, nos remitimos a FERNÁNDEZ FLORES, F., «Política de inversiones extranjeras: los criterios seguidos, a través de la interpretación de los textos legales», en *Papeles de Economía*, Barcelona, 1973; págs. 52 y ss.

11. A ello ha contribuido de forma decisiva la creación del mercado de las euro-emisiones (vid. GISPERT, A., y SARTORIUS, J., *Eurodólares y euro-emisiones*, Salamanca, 1972, y ARTEAGA, J., *El mercado monetario y el mercado financiero internacional*, Barcelona, 1970).

12. FEDE (ob. cit.; págs. 47 y ss.) identifica tres elementos principales en la noción de I. E.: 1.º las transferencias de riquezas de Estado a Estado;



Por lo que se refiere a España, hemos de comenzar por señalar que las normas vigentes han innovado los presupuestos legales sobre los que reposaba el concepto genérico de la I. E. con arreglo a los textos derogados.

En efecto, del D. L. de 27 de julio de 1959¹³ y del D. de 24 de diciembre del mismo año¹⁴ se deducían tres criterios que configuraban el concepto legal de la I. E.: en virtud del criterio «personal», la nacionalidad y la residencia constituían los puntos fundamentales, aplicando la primera a los extranjeros y la segunda a los españoles. El criterio «real» nos señalaba en el origen de los fondos «inicialmente» invertidos un elemento determinante del concepto¹⁵, principio que matizó muy claramente una interesante Resolución de la Dirección General de los Registros de 22 de junio de 1970, ampliamente comentada por la doctrina¹⁶. El criterio «formal» venía impuesto por la necesidad de invertir en «empresas españolas», principio que no dejó de suscitar dudas y complejidades en su interpretación¹⁷. Tan sólo cuando estos tres criterios se aunaban podía hablarse propiamente de I. E. Por ello, ante la ausencia de cualquiera de los tres, la in-

2.º) la naturaleza de los bienes que se transfieren, y 3.º) las causas que dan lugar a la transferencia.

Al fijar su atención en el primer elemento establece que dicha condición se cumple siempre que la transferencia deba ocurrir entre unidades económicas organizadas bajo ordenamientos jurídicos diferentes, lo que hace dudar de que pueda hablarse de I. E. en las transferencias de capital de las metrópolis a las colonias, regidas ambas por un conjunto de normas idénticas y bajo una misma Administración.

13. Establecía el art. 1.º de dicha norma que «los españoles con residencia habitual en el extranjero, los extranjeros y las personas jurídicas extranjeras de naturaleza privada podrán transferir a España sus capitales... para invertir... en la modernización, ampliación o creación de empresas españolas».

14. Señalaba el art. 1.º que las inversiones de capital extranjero podrían revestir una serie de modalidades entre las cuales se citaba en su apartado c) la «aportación directa a la empresa española de pesetas procedentes de beneficios o capitales que tengan la condición de transferibles al exterior en divisas extranjeras».

15. Nos remitimos a BADÍA, E.: «El origen extranacional de los bienes aportados como factor determinante de la extranjería de la inversión directa», *Rev. Jurídica Cataluña*, n.º 1; Barcelona, 1971, págs. 151 y ss.

16. Entre otros, AMORÓS GUARDIOLA, M., CARRETERO, T. y FERNÁNDEZ CABALEIRO, E., en *Rev. Crítica de Derecho Inmobiliario*, n.º 482, enero-febrero 1971; MUÑOZ DE LA VEGA, M., en *Rev. Jurídica de Cataluña*, n.º 3, julio-septiembre 1971; y SERRA MURTRA, J., en *Rev. Fomento del Trabajo Nacional*, Barcelona, 1972.

17. Nos remitimos a VERDERA, E.: «Régimen Jurídico de las I. E. en España», en *Centenario de la Ley del Notariado*, Sección 3.ª, Vol. IV; Madrid, 1963. También GARRIGUÉS WALKER, A.: «La inversión de capital extranjero y su condicionamiento legal en España»; en *Rev. Información Comercial Española*, n.º 357; Madrid, mayo, 1963.



versión no gozaba de la plenitud del estado privilegiado que las disposiciones derogadas concedían al capital extranjero.

Las normas vigentes han modificado estos criterios, a nuestro entender fundamentalmente, tanto en lo que se refiere a la regla real como a la formal. La primera desde que el art. 2.º, apartado 2, del Texto Refundido (en adelante, abreviadamente, T. Ref.) admite como I. E. la efectuada en «pesetas ordinarias», y el segundo desde que califica, por ejemplo, como I. E. las destinadas —como dice el art. 13 del T. Ref.— a la creación, funcionamiento y operaciones en España de establecimientos o sucursales de empresas extranjeras.

Actualmente, la nacionalidad y la residencia en el caso de los españoles, constituye el único dato válido para calificar una inversión como extranjera o no, acogida a las normas dictadas el 31 de octubre de este año¹⁸.

2.2. El fenómeno de la I. E. ha sido examinado desde numerosos ángulos y con muy diversos criterios. Ciertas clasificaciones que se han apuntado pueden constituir instrumentos útiles para fijar un concepto adecuado de la I. E. C., porque pueden ayudarnos, al menos, a caracterizar desde el punto de vista económico-financiero la noción. Por ello merece la pena repasar rápidamente algunas de las modalidades más usualmente identificadas.

En este sentido, por su «finalidad» se ha escrito que las I. E. pueden ser «lucrativas» —el caso más normal—, es decir, aquellas que se realizan con el fin primario de obtener beneficios pecuniarios, frente a las llamadas I. E. «políticas», que atienden principalmente a criterio de tal índole y que suelen desembocar en las denominadas situaciones de «colonialismo económico» con las consecuencias de todo género que ello acarrea¹⁹. Por el «origen» de la fuente-capital que se transfiere, se habla de I. E. «au-

18. El art. 1.º del Texto refundido señala que «a los efectos de la presente Ley, se entenderán por I. E. las realizadas en España por las personas extranjeras privadas, físicas o jurídicas, cualquiera que sea su residencia, y por los españoles residentes en el extranjero (Apartado 1), y «de igual forma, a los efectos de la presente Ley, se considerarán I. E., en los porcentajes que se establezcan, las que realicen las Sociedades Españolas que tengan participación extranjera en su capital, mediante la constitución de otras Sociedades españolas o mediante la adquisición de acciones o participaciones de las mismas» (Apartado 3).

19. Como señala ROGGERO-FOSSATI, Op. cit., pág. 98, una parte considerable de las inversiones de capitales internacionales registradas en el período comprendido entre las dos guerras mundiales se efectuaron por razones de tipo político.

tónomas» e «inducidas», citando la doctrina entre las primeras los movimientos especulativos de capital, las «inversiones extranjeras directas» (en adelante, abreviadamente, I. E. D.), las I. E. C., etc., y entre las segundas, como clásicas, los créditos concedidos por razón de operaciones comerciales realizadas en el extranjero. Por su «duración» se alude a I. E. «a corto, medio y largo plazo»²⁰. Por la «cualidad» del inversionista a las «públicas» y «privadas», y en éstas, a las inversiones efectuadas por personas jurídicas y por personas físicas, las cuales, a su vez, pueden efectuarse por medio de la creación de «sucursales» o de «filiales», en cuyo último supuesto dan lugar a una referencia explícita a las denominadas I. E. de las empresas «transnacionales» en su triple faceta de «multinacionales», «internacionales» o «supranacionales»²¹. Otra clasificación que nos interesa subrayar es la que distingue las I. E. «esencialmente financieras» de las que «no lo son», según que el inversionista se desentienda o no del control sobre la utilización de sus fondos, con los distintos efectos que de ahí derivan²². Basándose en los criterios de contabilización fijados por el Código de liberación de los movimientos de capital de la O. C. D. E., GARCÍA PALENCIA²³ distingue entre las I. E.

20. Como ha puesto de relieve BERTIN, Op. cit., pág. 10, se considera generalmente como inversión a corto plazo cuando su duración es inferior a un año; a plazo medio entre uno y cinco años, y a largo cuando sobrepasan este último lapso de tiempo.

21. Sobre esta distinción nos remitimos a FERNÁNDEZ FLORES, J. L., «Las Sociedades Internacionales», en *Anuario del Instituto Hispano-Luso-Americano de Derecho internacional*, n.º 4; Madrid, 1973, págs. 467 y ss.; y a RODRIGUEZ SASTRE, A., «Sociedades Multinacionales», Conferencia pronunciada en el Instituto de Censores Jurados de Cuentas el día 19 de junio de 1974, Madrid, 1974. Existe una amplia bibliografía sobre los aspectos fundamentalmente económicos y financieros de este tipo de Sociedades; nos remitimos al tomo de la XXII Semana de Estudios Financieros (Madrid, 1974) y al n.º 89 del *Boletín de Estudios Económicos* (Deusto, 1973).

22. Una diferencia muy particular suelen establecer algunos países entre las inversiones financieras y las que no lo son, consistente en exigir que estas últimas representen una cantidad mínima de capital. Como indica HANDEYSON «algunos países en desarrollo incluyen en su legislación una disposición que estipula que, en virtud de la legislación sobre inversiones una inversión extranjera inicial o toda inversión inicial debe representar el valor equivalente de una cantidad determinada de dinero. El mínimo requerido puede variar según la actividad a que se propone dedicar la inversión. Algunos países en desarrollo utilizan la cuantía o el importe de la inversión inicial como uno de los criterios con arreglo a los cuales conceden beneficios variables en virtud de su ley de inversiones. Otros pueden estipular al mismo tiempo una cantidad mínima para la inversión oficial y modificar los beneficios concedidos en función de la magnitud de la inversión» (Vid. *La legislación sobre I. E. y la Agricultura*, FAO, Roma, 1970, pág. 144).

23. GARCÍA PALENCIA, R.: «Las Inversiones de capital extranjero en España», en *Rev. Información Comercial Española*, n.º 1.262, Madrid, septiembre 1972, págs. 1.719 y ss. Entre las inversiones de contenido patrimo-

de «contenido patrimonial» y las I. E. de «carácter crediticio».

Para nuestros fines merece una especial consideración la clasificación de las I. E. arrancada de la terminología de los textos legales que se ocupan del tema. En ellos se suele establecer, con rara unanimidad, una triple modalidad: las I. E. D., las I. E. C. y la «concesión de préstamos» a corto o medio plazo. Tan sólo nos referiremos a las dos primeramente citadas.

La I. E. D. es aquella en la cual el inversionista desea establecer relaciones económicas duraderas con una empresa y desea ejercitar un control o influencia real sobre la utilización o destino de los fondos invertidos.

En la I. E. C., también llamada «inversión de port-folio», se matiza el concepto anterior, señalándose que el inversionista no tiene un «animus controlandi» especial, porque esencialmente busca un resultado económico seguro, prescindiendo de la forma en que los gestores de sus fondos actúen para lograrlo²⁴.

Conviene recordar todas las nociones esbozadas porque nos han de servir para caracterizar, según ya anticipamos, la idea de la I. E. C.

En una primera aproximación, y por analogía de términos²⁵,

nial incluye las I. E. D., I. E. C.; admisión de acciones en los mercados de capital extranjeros; emisión de acciones en mercados extranjeros; operaciones inmobiliarias y uso de fondos bloqueados; mientras que considera inversiones extranjeras de carácter crediticio los créditos pagados por transacciones comerciales internacionales; los créditos satisfechos o prestaciones de servicio en el plano internacional; la emisión de obligaciones de mercados extranjeros; los préstamos financieros y las prestaciones derivadas de contratos de seguros de vida.

24. Las I. E. C. han sido confundidas, en muchos autores, con las llamadas «inversiones extranjeras indirectas», a las que se refiere la nueva normativa legal en el art. 7.º del T. Ref. y que se produce cuando, generalmente para obviar algún inconveniente de orden práctico, se acude al trámite de que sociedades nacionales con participación extranjera actúen, a su vez, como sujetos de otras inversiones exteriores.

CAMPILLO, M., *Las inversiones extranjeras en España, 1850-1959*, Madrid, 1963, confunde las I. E. indirectas con las I. E. C., calificando a las primeras como aquellas en que el inversionista no queda ligado a los resultados favorables o adversos de la empresa en la que participa, ya que el resultado económico está previsto de antemano, incluso en lo relativo a la forma de percibir el beneficio o renta. Corresponde a este grupo —escribe— los préstamos de cualquier clase, desde la mera suscripción de obligaciones a las complicadas fórmulas de crédito derivadas de suministros de maquinaria con pagos aplazados (pág. 6). De la misma forma, asimilan I. E. indirectas e I. E. C., CARVAJAL, E., «Inversiones extranjeras en España», en *Rev. Información Comercial Española*, n.º 357, Madrid, mayo 1963; VILLAR PALASI, J. L., *La intervención administrativa en la industria*, Madrid, 1964, pág. 404, y FEDE, *Gli investimenti*, cit., pág. 54.

25. En la práctica financiera, y principalmente bancaria, el término «cartera» se suele identificar con la tenencia de cierta clase de títulos «producidos generalmente en masa o de características similares» que los hacen

podríamos decir que al aludir a I. E. C. nos estamos refiriendo a algunas de las modalidades que puede adoptar la I. E. y que se materializan en la tenencia, por parte del titular de la inversión, de una serie de documentos negociables en mercados organizados de esta clase de títulos²⁶.

A este respecto y repasando el derecho especial comparado, se puede establecer una triple clasificación de los países:

A) Países que, en ningún caso, admiten la materialización de las I. E. en títulos negociables, es decir, que prohíben y obstaculizan la existencia de las que hemos denominado muy genéricamente como I. E. C. Tal es el caso de los países componentes del Pacto Andino (Colombia, Chile, Ecuador, Perú y Bolivia)²⁷ o del Brasil²⁸.

B) Países que, por el contrario, mencionan expresamente la tenencia de títulos negociables como forma específica de I. E. Así sucede con la República del Congo, cuyo Código de inversiones de 26 de junio de 1969 lo autoriza, o con Surinam en su Ordenanza de 26 de febrero de 1960.

C) Por último una serie de naciones que admitiendo, tácita o expresamente, este segundo criterio permisivo, lo matizan de la forma siguiente:

a) o bien, consideran que las I. E. C. constituyen una modalidad sui generis y digna de un trato legal excepcional y diferenciado de la normativa especial aplicable a las I. E. en general, como sucede en Venezuela²⁹, o bien,

b) países que admiten la I. E. C. tan sólo en el supuesto de

aptos para una negociabilidad indiscriminada. Sobre este punto puede consultarse GAY DE MONTELIÁ, R., *Tratado de la legislación bancaria española*, Barcelona, 1934, principalmente págs. 327 y ss.

26. A este respecto podemos recordar cómo BAELI, *Investimenti e finanziamenti esteri in Italia*, Roma, 1957, pág. 37, define la I. E. C. como toda aquella que «lleva a la adquisición (o suscripción) de valores mobiliarios de renta fija o variable, como obligaciones, títulos del Estado o acciones».

27. Vid. SCHLIESER, P. y FIGUEROA, G., «Restricciones a la inversión extranjera en el Mercado Común Andino», en *Rev. de Derecho Mercantil*, Madrid, n.º 123, enero-marzo 1972.

28. Un sintético examen de la normativa brasileña (Ley n.º 4131 de 3 de septiembre de 1962, modificada por la Ley n.º 4390 de 6 de agosto de 1964) puede encontrarse en la publicación de la Bolsa de Valores de Río de Janeiro, *Capital market and foreign resources in Brazil*, Informe de la Bolsa de Río, junio de 1972, págs. 3-7.

29. En Venezuela se aplica a la I. E. en general las normas contenidas en la Decisión n.º 24 del Pacto Andino (al que se ha adherido últimamente), y a las I. E. C. —que nunca consistirán en la adquisición de títulos de renta fija— una disposición especial de fecha



que estas impliquen la participación en la sociedad nacional a título de socio o accionista, deshechando como I. E. los casos de préstamo o créditos exteriores. El Dahir marroquí de 31 de diciembre de 1960 adoptaba esta postura, como sucede igualmente con la Ley de 29 de noviembre de 1959 en el Irán o la Ley n.º 1 de 10 de enero de 1967 en Indonesia.

2.3. En nuestra normativa derogada no aparece en ningún texto la locución «inversión extranjera de cartera», por lo que esta acuñación legal explícita se debe al T. Ref. de 31 de octubre de 1974.

El D. L. de 27 de julio de 1959 trató fundamentalmente de aumentar la eficacia de las empresas españolas contribuyendo con ello a aumentar la cuota de ahorro interior con la aportación de ahorro extranjero, y por ello contempló principalmente —aunque no exclusivamente³⁰— la faceta de las I. E. D.³¹

El hueco existente respecto a las que hemos denominado I. E. C. fue colmado —también parcialmente— por la O. M. de 24 de diciembre de 1959 en la que, «extendiendo el espíritu que preside» el D. L. de julio del mismo año, regula la modalidad de I. E. consistente en la «adquisición de valores mobiliarios de sociedades españolas» confiriéndoles un tratamiento especial del que hasta entonces habían carecido³². Esta disposición autoriza, con carácter general y dentro de ciertos límites, la adquisición de «cualesquiera acciones de sociedades españolas» y la «compra de obligaciones u otros títulos de renta fija que representen deudas de sociedades españolas».

Posteriormente, la O. M. de 15 de marzo de 1962, tratando de clarificar y completar las normas vigentes, establece el régimen

30. El art. 10.º, dedicado a las Sociedades de inversión mobiliaria, nos autoriza a pensar de esta forma.

31. Precisamente, basándose en la finalidad que a las I. E. confiere el D. L. de 27 de julio de 1959, GARRIGUÉS WALKER, «Revisión de la ordenación legal sobre inversiones extranjeras», en *Rev. de Derecho Mercantil*, Madrid, n.º 84, abril-junio 1962, págs. 297 y ss., señala que, desde un punto de vista teórico-económico está plenamente justificada la distinción de los dos grandes grupos: I. E. D. e I. E. C. En el caso de las primeras se cumplen las dos finalidades que señalaba el D. L., es decir, aumento de la cuota de ahorro y elevación del nivel de productividad y eficacia de nuestras empresas. Por el contrario, las I. E. C. responden únicamente a la finalidad del aumento de la cuota de ahorro, y ello de una manera indirecta, es decir, a través de la sustitución del ahorro español.

32. Hasta 1959, la compra de valores mobiliarios españoles por parte de extranjeros se podía efectuar —a tenor del art. 5.º, apartado m) del D. de 24 de noviembre de 1939 y el art. 3.º de la Ley de 25 de agosto del mismo año— previa autorización, caso por caso, del Instituto Español de Moneda Extranjera.

general al que habrán de acomodarse las I. E. que «adopten la forma de adquisición de títulos mobiliarios de empresas españolas previamente en circulación, aludiendo tanto a los valores mobiliarios de renta fija o variable como a fondos públicos, hasta entonces olvidados por el legislador.

El concepto teórico-legal de las I. E. C. va plasmándose lentamente en las nuevas disposiciones, lo que hace que algún comentarista sin excesivo rigor jurídico³³ aluda ya claramente a esta modalidad, asimilándola fundamentalmente a las reguladas en la O. M. de marzo de 1962, idea que comparte, con ciertos matices, GARRIGUES WALKER³⁴. Las notas fundamentales que perfilan este concepto podrían ser las siguientes:

1.ª) Que se trate de títulos previamente circulantes, lo que excluye la idea de su adquisición en el momento de la constitución de una sociedad, o en el de su ampliación de capital, o en el de la emisión de títulos de renta fija y,

2.ª) que se trate de valores cuya posibilidad de adquisición venga, de ordinario, condicionada por la existencia de un mercado organizado para su negociación³⁵.

Ya hemos puesto de manifiesto que, tanto en la doctrina como en la legislación, no se ha perfilado con la deseada unanimidad —fuera de la nota común de la falta de ánimo de control— un concepto aceptable de las I. E. E. Recopilando las ideas expuestas creemos que se pueden establecer ciertas conclusiones:

a) Las I. E. C., se dice, son todas aquellas que se materializan en valores mobiliarios³⁶. Es evidente que criterio semejante peca de amplitud, y de ser aceptado borraría prácticamente las diferencias existentes entre la llamada I. E. D. y la I. E. C.

b) Una segunda idea matiza la anterior: son I. E. C. las que materializándose en valores mobiliarios, éstos han de poseer la cualidad esencial de ser objeto de cotización en un mercado or-

33. CARVAJAL, E., «Inversiones extranjeras en España», cit.

34. «La inversión de capital extranjero y su condicionamiento legal en España», cit.

35. BERTIN, op. cit., pág. 11, distingue, en base a este matiz, dos nuevas categorías de I. E., las que él denomina «I. E. de mercado» (que se efectúan mediante operaciones en un mercado financiero) y las «I. E. hors marché» (que no pasan a través de aquel cauce, como sucede, por ejemplo, con las I. E. D. y las I. E. de carácter público).

36. Sobre el concepto de valores mobiliarios nos remitimos a GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, Madrid, 1936, págs. 486 y ss., y a BAS Y RIVAS, F., *Derechos reales en las sociedades y valores mobiliarios*, Madrid, s/f., págs. 359 y ss.



ganizado (Bolsa, principalmente), lo que posibilita, llegado el caso, su adquisición por cualquiera, con independencia de las cualidades personales del inversionista³⁷.

c) Un tercer concepto, mucho más restringido, constreñiría el término de las I. E. materializadas en valores mobiliarios cotizados en mercado organizado oficialmente (Bolsa) cuya propiedad no puede, de ningún caso, conferir control alguno al inversionista sobre la utilización de sus fondos. En este supuesto, el término I. E. C. se limitaría a una referencia a la adquisición de títulos que confieran un derecho de crédito, pero nunca de participación; por ejemplo, adquisición de obligaciones, fondos públicos, etc.

d) Entre los conceptos amplio y restringido que se han apuntado, estimamos que se podría establecer un criterio intermedio que se acomodaría más a la realidad de la mayoría de las normas legales que contemplan esta situación: serían I. E. C. aquellas que se materialicen en valores mobiliarios —cotizados o no en mercados oficiales— y que no pueden nunca otorgar a su titular un efectivo control sobre la utilización de sus recursos³⁸.

De aquí se derivarían las siguientes consecuencias:

1.ª) Que, en todo caso, la inversión a través de la adquisición de títulos de renta fija —sean o no de los admitidos a cotización en Bolsa— es I. E. C.

2.ª) Que la adquisición de títulos de participación, cuando no implique un efectivo control, o posibilidad de control (lo que no deja de ser bastante difícil de establecer)³⁹, es igualmente I. E. C.

37. Tal vez por ello, VILLAR PALASI, op. cit., pág. 403, califica a las I. E. C. —identificándolas con las locuciones anglosajonas de «port-folio investments» o «securities dealing»— como «inversiones de segundo grado», porque no se valora casi nunca la cualidad del inversionista.

38. Este es el punto de vista que, analizando el contenido y filosofía de las I. E. norteamericanas, defiende como criterio de clasificación BAILEY, *Comercio mundial e inversión internacional Economía de la interdependencia*, Méjico, 1957, pág. 86. Sobre este mismo tema estimamos de gran interés la obra de GONZÁLEZ CASANOVA, P., *La ideología norteamericana sobre inversiones extranjeras*, Escuela Nacional de Economía de Méjico, 1955.

39. La «noción de control» es objeto de examen por ANSELME-RABINOVICH, L., «Le traité de Roma et la réglementation française des investissements», en *Rev. Banque*, París, n.º 282, febrero de 1970, págs. 123 y ss.

Sobre «porcentajes» que implican una posible «toma de control» por inversionistas extranjeros, la O. C. D. E. y el Departamento de Comercio de los Estados Unidos consideran que un 25 por ciento en poder de aquellos es ya suficiente para así estimarlo, mientras que el Fondo Monetario Internacional lo estima en un 50 por ciento, salvo que el control se ejercite por un



3.ª) Si la adquisición inicial de títulos de participación, completada o adicionada por otras posteriores, confiriese en un cierto momento, la toma o la posibilidad de alcanzar el control de la inversión efectuada, la I. E. C. dejaría de ser tal y pasaría a la categoría de I. E. D., lo que produciría consecuencias, principalmente de orden práctico, sobre todo en el momento de la desinversión o exportación de utilidades.

De cuanto se ha indicado se pueden, a su vez, extraer algunas consecuencias: en primer lugar, que las I. E. C. aluden a la posesión de valores mobiliarios como legitimadores de la I. E.; en segundo término, que las I. E. C. se concretan en títulos que pueden ser objeto de negociación en mercados organizados, y por último, que la posesión de tales valores nunca ha de otorgar al inversionista extranjero una influencia efectiva sobre la utilización de su capital, es decir, en argot económico, que la inversión se efectúe como una típica operación «esencialmente financiera», según el concepto que de esta modalidad de I. E. dimos anteriormente.

Además de constituir las I. E. C. operaciones de carácter «financiero», responden, dentro de los conceptos ya apuntados, a una finalidad fundamentalmente «lucrativa» (buscan la obtención de beneficios pecuniarios, las tasas de rendimiento superiores); son «autónomas» (no se producen como consecuencia de hechos o convenciones de cualquier índole que llevan aparejada la aportación de un capital exterior a la economía del país receptor); suelen efectuarse, por lo general —salvo los matices a que posteriormente haremos referencia— a corto (movimientos especulativos, «hot money») y a medio plazo, casi nunca a largo; se suelen realizar por inversionistas privados, aunque a partir de las post-guerra se ha observado una cada vez más acusada actividad de los inversionistas públicos y, por último, son preminentemente de contenido patrimonial.

Partiendo de esta caracterización, y por exclusión podemos establecer que «no es I. E. C.» la materializada en valores que no pueden incorporarse a títulos negociables, como sucede, por

único grupo de extranjeros que dirijan efectivamente la empresa, en cuyo supuesto se rebaja la proporción al 25 por ciento. Es curioso observar cómo en el Proyecto de T. Ref. de I. E. que debimos analizar, en nombre de la Bolsa de Barcelona, a petición de la D. G. de Transacciones Exteriores, se decía que «si como consecuencia de la adquisición de acciones en Bolsa, el titular de la inversión alcanzara el 15 por 100 del capital de una sociedad, se entenderá que puede ejercer influencia efectiva en su gestión» (art. 12.º, 2, párrafo segundo).



ejemplo con los llamados «partes de fundador»⁴⁰, los «partes de producción»⁴¹ y «bonos de trabajo»⁴², así como los «certificados especiales»⁴³ y, en nuestra patria, las «participaciones en las sociedades de responsabilidad limitada»⁴⁴; tampoco lo es la I. E. que, materializada en valores negociables, su transmisión haya de efectuarse ineludiblemente por procedimientos diferentes a los de un mercado organizado, ni la adquisición de títulos negociables que otorguen a su titular una facultad de dirección o control de la inversión (v. gr.: adquisición de acciones).

2.4. Analicemos la traducción de los distintos criterios examinados en su traducción a la normativa española actualmente vigente, con la finalidad de obtener algunas conclusiones sobre el tema.

El capítulo tercero del T. Ref., referido a las I. E. C., señala en el primero de sus artículos, el diez, que «están sujetas a las disposiciones (del mismo) aquellas inversiones que pretendan realizarse mediante la adquisición de acciones admitidas a cotización oficial en Bolsa, así como la adquisición de fondos públicos, títulos privados de renta fija o participaciones de fondos de inversión mobiliaria». Este precepto se reproduce literalmente en el art. 10 del Reglamento.

Con arreglo a la disposición reseñada:

1.º) Se acepta el principio de asimilar la I. E. C. a las materializadas en valores mobiliarios.

2.º) La nueva normativa admite como I. E. C. la adquisición

40. Nos remitimos a SOLA CAÑIZARES, F., *Tratado de Derecho comercial comparado*, Tomo II, Barcelona, 1963, págs. 365 y ss., donde se detalla el estado de la cuestión en numerosos países.

41. Como títulos especiales que emiten ciertas clases de sociedades, cita RETAIL, *Les titres de sociétés et leur évaluation*, Paris, 1961, pág. 40, los llamados «partes de producción», modalidad de obligación participante, introducida en Francia por la Ley de 8 de abril de 1946, n.º 27.

42. Muy parecidos a los «partes de producción» franceses, se admiten, por ejemplo, en Argentina los llamados «bonos de trabajo», cuya existencia legal ha sido sancionada en aquel país por la Ley n.º 19.550 de 4 de abril de 1972. Sobre este tema nos remitimos a PERROTTA, S. R., *Bonos de trabajo*, Buenos Aires, 1972, págs. 27 y 117 y ss.

43. Los «certificados especiales» existen en Francia y pueden ser emitidos —a tenor de lo dispuesto en el D. de 10 de septiembre de 1957— por cierta clase de sociedades (gas y electricidad principalmente). Sobre este punto, vid. RETAIL, op. cit., págs. 41 y 42.

44. Nuestra Ley de Sociedades de responsabilidad limitada, de 17 de julio de 1953, establece en el apartado 1.º de su art. 1.º que «la S. R. L. tendrá un capital determinado, dividido en participaciones iguales, acumulables e indivisibles, pero no podrán incorporarse a títulos negociables ni denominarse acciones».



de títulos que otorgan a sus propietarios la facultad de controlar e intervenir en la gestión de sus inversiones (adquisición de acciones), lo que parece incompatible con el concepto generalmente admitido por la doctrina y el derecho especial comparado. La exigencia de que tales valores estén cotizados oficialmente no quita ningún valor al argumento, según tendremos ocasión de exponer ulteriormente.

3.º) Igualmente la normativa recientemente promulgada acoge el criterio general de admitir como I. E. C. la adquisición de valores que conceden a sus titulares solamente un derecho de crédito (fondos públicos, títulos de renta fija) o imposibilitan la posible toma de control (participaciones en los fondos de inversión mobiliaria), con independencia, en ambos casos, del dato de estar o no cotizados en Bolsa ⁴⁵.

Si resulta claro y congruente con lo que venimos exponiendo como concepto general de las I. E. C. la consideración como tales de la adquisición de valores citados en el número tercero anterior, ya produce confusión la diferencia que se establece en orden a la adquisición de títulos-acciones. Veamos por qué.

Se ha escrito ⁴⁶ que en general se tiende a identificar las I. E. con la participación en el capital social de una firma nacional con objeto de establecer relaciones duraderas o de controlar, más

45. En el Proyecto de Decreto al que hemos hecho referencia en la nota número 39, se decía expresamente en su art. 10: adquisición de fondos públicos, títulos privados de renta fija o participaciones en fondos de inversión mobiliaria «en Bolsa o fuera de ella».

De todas formas el epígrafe que rotula el capítulo III, del T. Ref. se podría prestar a cierta confusión si lo comparamos con el contenido del art. 10 del mismo texto legal. El 1.º alude a la «adquisición de valores admitidos a cotización en Bolsa», mientras que en precepto se habla tan sólo de «acciones admitidas a cotización en Bolsa» así como la adquisición de otros valores que se mencionan sin la expresa indicación de estar admitidos a cotización oficial.

Por una parte parece que se aplica el término «cotización» a todos los valores mobiliarios a que se refiere el capítulo III, es decir, acciones y demás reseñados, mientras que por otro lado, parece restringirse a los títulos-acciones solamente.

A nuestro entender del concepto de la I. E. C. acuñado por la Doctrina y el Derecho comparado, amén de la interpretación del art. 10 del T. Ref. y principalmente del sentido de los términos «así como» que en él se insertan, del contenido del apartado 2.º del art. 11 del mismo cuerpo legal, la conclusión lógica es la que aceptamos en el texto. A mayor abundamiento, el capítulo II trata de las «participaciones sociales, dentro de cuyos términos, es obvio, no cabe incluir los títulos de renta fija cuyo titular posee un derecho de crédito y no de participación.

46. *Boletín de Londres*: «Inversiones extranjeras en España» (publicación del Banco de Bilbao, Londres, número 241, septiembre-octubre 1961; págs. 3 y ss.).



o menos acentuadamente, su política empresarial. En términos de balanza de pagos, a este concepto restringido se le denomina I. E. D., si bien cabe destacar que no siempre es fácil de distinguirlas de las I. E. D., o sea, de la adquisición de valores mobiliarios nacionales por parte de no residentes atraídos por la negociabilidad de los valores, su rendimiento, posibilidad de ganancias de capital, ventajas tributarias, perspectivas de modificación del tipo de cambio y colocación segura de su capital. El criterio para deslindar el campo de los dos conceptos es, pues, teóricamente claro. Sin embargo, en la práctica no siempre es fácil conocer el verdadero objetivo que impulsa a un no residente a invertir su capital en la Bolsa española. Incluso —concluye— es posible que en un primer momento su intención no sea la de adquirir paquetes de acciones con objeto de llegar a controlar la empresa, pero con el tiempo, puede fácilmente cambiar su idea inicial.

Por ello, entendemos que establecer, como lo hace la legislación vigente, un doble régimen en el caso de adquisición de títulos-acciones⁴⁷, basándose tan sólo en el dato de su cotización oficial, no sólo es equivocable sino propenso al nacimiento de irregularidades y confusionismos.

Todo accionista, por ese solo hecho, posee un cierto grado de control sobre su aportación y la administración de la sociedad (como le reconoce en nuestro derecho el art. 39, apartado 3, de la vigente Ley de Sociedades Anónimas) siendo, por otro lado, bastante difícil de configurar cuando un determinado porcentaje de participación confiere un control efectivo de la misma, según tuvimos ya ocasión de anticipar.

Por otra parte, la cotización oficial en Bolsa tan sólo concede al futuro inversionista la posibilidad de adquirir a un «precio oficial»⁴⁸ acciones de una determinada sociedad a través de un procedimiento cómodo y ágil que le proporciona el mercado organizado, mientras que a la sociedad le permite obtener fondos con gran facilidad a través de la liquidez que la cotización oficial suele conceder a sus títulos. Fuera de esta consideración ninguna

47. La I. E. a través de la adquisición de acciones no cotizadas en Bolsa se regula en el capítulo II del T. Ref. y del Reglamento (Arts. 4 a 9) mientras que la adquisición de acciones admitidas a cotización oficial en Bolsa se rige por lo dispuesto en el capítulo III (párrafo 2.º del art. 4.º del T. Ref.).

48. Sobre el concepto y consecuencias de los «precios oficiales» de Bolsa nos remitimos a FERNÁNDEZ FLORES, F.: *Derecho y Política Bursátil*, Volumen 1.º, Barcelona 1972, págs. 254 y ss.

diferencia fundamental existe entre los valores cotizados y los que no gozan de tal calificación.

Si las fronteras entre las I. E. D. y las I. E. C., referidas en ambos casos a participación en empresas, son un tanto borrosas en la práctica, parece lógico pensar que diferenciar uno y otro supuesto no conduce a gran cosa, y más aún, repetimos, si el criterio es tan endeble como el apuntado.

En consecuencia podemos señalar que la diferencia establecida entre I. E. D e I. E. C. por las nuevas normas legales es incorrecta respecto a la adquisición de títulos-acciones, porque la I. E. bajo esta modalidad reclama, a nuestro entender, un tratamiento unitario, aunque luego, para las cotizaciones en Bolsa se estableciesen algunas especialidades de segundo grado, a las que haremos una sucinta mención posteriormente.

Concluyendo con este apartado de nuestro análisis, se puede señalar que el régimen legal aplicable a las I. E. C. por nuestra reciente normativa legal es el establecido en los arts. 10 al 12 del T. Ref. (arts. 10 a 12 del Reglamento) por lo que se refiere a las «especialidades», habiendo de tenerse en cuenta las normas de carácter «general» consignadas en los capítulos primero (artículos 1 a 3 del T. Ref. y arts. 1 a 3 del Reglamento), séptimo (registro de I. E.; arts. 22 a 24 del T. Ref. y arts. 28 a 32 del Reglamento), octavo (competencias y procedimiento; arts. 25 a 27 del T. Ref. y arts. 33 a 38 del Reglamento) y noveno (regulación de inversiones extranjeras en actividades específicas; arts. 28 y 29 del T. Ref. y arts. 39 y 40 del Reglamento).

En todo caso se habrán de tener muy en cuenta las disposiciones finales y adicionales por que su contenido aborda temas de indudable interés y trascendental, especialmente la «final segunda» en que se contempla el fraude de ley y los actos contrarios a la misma ⁴⁹.

49. En este punto nos remitimos a DE CASTRO, F., *Derecho civil de España*, Tomo I; Madrid, 1949, págs. 534 y ss. y CASTÁN, J., *Derecho civil español común y foral*; Tomo I, 7.^a ed.; Madrid, 1949, pág. 208.

El acto contrario a la Ley se regulaba ya en la primitiva redacción del título preliminar del C. c. 6.^o («los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención»).

El acto «en fraude de ley» no se contemplaba, por el contrario, en las normas primitivas. CASTÁN (ob. cit., pág. 208) consideraba que tales actos caían dentro del ámbito del art. 4.^o, y eran nulos de pleno derecho. No obstante, para evitar dudas e interpretaciones más o menos ajustadas al sentido literal de los términos del primitivo art. 4.^o del C. c., los redactores de los nuevos textos del título preliminar (Ley de Bases de 17 de marzo de 1973 y D. de 31 de mayo de 1974) han dedicado una atención especial al «fraude de Ley», en cuya configuración —como declara la Exposición de motivos

3. OBJETOS PRÓXIMO Y REMOTO DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DE CARTERA.

En el desarrollo sistemático de lo que podría constituir una «teoría de la I. E.» creemos que después de concretada la naturaleza jurídica de las normas que regulan el fenómeno económico⁵⁰, y establecidas las premisas que fijan la noción de los «sujetos», habría que analizar el «objeto» de las mismas.

del Decreto de 1974— «prepondera la idea de considerar el ordenamiento jurídico como un todo; por eso es reputada fraudulenta la sumisión a una norma llevada a cabo con el propósito de obtener un resultado prohibido o contrario al conjunto del ordenamiento. Por otra parte, si frente a la norma elegida aparece otra tratada de eludir, habrá de aplicarse la última. Ello quiere decir que la consecuencia correspondiente no queda circunscrita a la nulidad del acto a través del cual pretendiera lograrse un resultado fraudulento, sino que ha de comprender también la efectiva aplicación de la norma pertinente, aunque no queden excluidas ciertas consecuencias anulatorias», todo lo cual se traduce en el contenido del apartado 4 del art. 6.º del C. c.: «Los actos realizados al amparo del texto de una norma que persigan un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico, o contrario a él, se considerarán ejecutados en fraude de Ley y no impedirán la debida aplicación de la norma que se hubiere tratado de eludir».

50. En este tema cabría reconocer dos posturas en la doctrina. Por un lado la de aquellos autores que consideran que el fenómeno económico de la I. E. está regulado por muy distintas normas del ordenamiento jurídico (el derecho administrativo, el Internacional público y privado, el Mercantil, etc.), mientras por otra parte, la doctrina que más ha investigado sobre la influencia de la economía en el Derecho y los nuevos matices que ello aporta a la tradicional clasificación de las ramas de éste, concluyen con la afirmación de que existe una especie de Derecho Internacional Económico, al que corresponde reglar las relaciones jurídicas de todo orden surgidas de la I. E.

Al primer grupo podemos adscribir a MÉNDEZ SILVA, por ejemplo, *El régimen jurídico de las inversiones extranjeras en Méjico*, cit., pág. 11, y, en nuestro país, a GUAITA, A., *Derecho administrativo especial*, Tomo III, 2.º ed., Zaragoza, 1967, pág. 165 o a MANZANEDO, J. A., HERNANDO, J. y GÓMEZ REINO, E., *Curso de Derecho administrativo económico (Ensayo de una sistematización)*, Madrid, 1970. En el segundo apartado podríamos citar, entre la doctrina extranjera, a FARJAC, G., *Droit Economique*, Paris, 1971 y LOUSSOUARN, Y. y BREDIN, J. D., *Droit du commerce International*, Paris, 1969 y entre los autores españoles sobresale, por derecho propio, la monografía del profesor MIAJA DE LA MUELA, A., *Ensayo de delimitación del Derecho Internacional económico*, Valencia, 1971, donde se contiene una numerosa bibliografía sobre la cuestión. Para MIAJA, el Derecho Internacional económico, en su parte especial, analizaría como tema primero las Inversiones de capital; sus diferentes tipos; los procedimientos para su protección; las relaciones en materia de inversiones entre Estados y particulares extranjeros, así como los diferentes medios o sistemas para el arreglo de controversias surgidas en esta materia.

Al hilo de la monografía citada, debe destacarse el trabajo de AGUILAR, M., *Ensayo de delimitación del Derecho internacional económico*, Madrid, 1972, en el cual el profesor de la Universidad de Madrid analiza cada uno de los puntos expuestos por el Catedrático de Valencia, por lo que resulta de gran interés, en orden a obtener adecuadas conclusiones, la lectura de ambos estudios.

En el caso de las I. E., un cierto rigor metodológico nos obliga a distinguir entre el objeto «próximo» y el objeto «remoto».

3.1. Consideramos como «objeto próximo» de las I. E. C. el conjunto de los valores (títulos) en que se admite la materialización de la inversión exterior.

Ya anteriormente, al analizar el concepto de las I. E. C. subrayamos cómo el art. 10 del T. Ref. enumeraba, taxativamente, los títulos sobre los cuales «puede realizarse la I. E.»: acciones admitidas a cotización en Bolsa, títulos privados de renta fija, fondos públicos y participaciones de fondos de inversión mobiliaria. El precepto es esencialmente limitativo, porque el art. 10 del Reglamento lo reproduce fielmente, y tan sólo podría ser adicionado por el contenido del apartado 1.2. del art. 3.º del mismo cuerpo legal, porque en él se equipara a la adquisición de acciones «la adquisición de derechos de suscripción». Aunque este punto será examinado ulteriormente, sí conviene ya matizar que se les aplicará el régimen de las I. E. C. cuando se trate de «derechos de suscripción admitidos a cotización oficial en Bolsa», porque en otro caso deberán aplicarse las normas que rigen las I. E. D., es decir los arts. 4.º a 9.º del T. Ref. y del Reglamento.

Tres cuestiones surgen, a primera vista, del examen del art. 10 del T. Ref. y del Reglamento.

En primer lugar si la locución «admitidas o cotización en Bolsa» afecta tan sólo a todos los valores cuya adquisición se efectúe a través de una operación formalizada en el paquete bursátil o a las que, realizadas fuera del recinto señalado, se «hagan» a los cambios de Bolsa. A nuestro entender la respuesta debe ser amplia y comprensiva, señalando que el art. 10 se refiere a todos los valores que, gozando de la calificación de admitidos a cotización, se negocien en Bolsa o a los cambios de Bolsa, aunque sea «fuera» de la misma, o sea las concertadas por los Agentes de Cambio y Bolsa a través de las llamadas operaciones de «aplicación»⁵¹ o de «operaciones fuera de las horas oficiales de Bolsa»⁵², así como a las realizadas por Corredores de comercio o Notarios sobre valores cotizados en Bolsa.

En segundo término, la palabra «Bolsa» que emplea el texto legal nos sugiere la duda de si tan sólo a las «Bolsas de comer-

51. Sobre el concepto y naturaleza jurídica de este tipo de operaciones nos remitimos a CAL, M. DE, «Aplicación bursátil, construcción de su naturaleza jurídica en el Derecho positivo español», en *Rev. Derecho Mercantil*, n.º 155 del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967.

52. Art. 157 Reglamento de Bolsas permite este tipo de operaciones estableciendo las «condiciones bursátiles» para su admisión.



cio» propiamente dichas (en nuestro país Madrid, Barcelona y Bilbao) se refiere o habrá de comprenderse en el término a los denominados «Bolsines Oficiales de comercio»⁵³ regulados por el Reglamento de 6 de junio de 1969. También aquí, hemos de optar por la respuesta omnicomprendensiva, porque el contenido idéntico de los artículos primeros de los Reglamentos de Bolsas y Bolsines nos autoriza a admitirla claramente.

Por último, el art. 10 del T. Ref. al no señalar que la cotización haya de ser referido a las Bolsas «españolas» nos plantea la cuestión de si comprende a las «Bolsas extranjeras». Teniendo en cuenta que determinados valores nacionales se cotizan oficialmente en Bolsas extranjeras (Banco Hispano-Americano y Banco Central en Londres, El Fénix en París, la Compañía Sevillana de Electricidad en Zurich, por ejemplo) y que existen emisiones en el exterior de títulos españoles de renta fija, parece que la conclusión que se alcanza es la de aceptar el término «Bolsa», también en este caso, en su sentido más internacional y amplio.

3.2. El concepto de «objeto remoto» de las I. E. puede ser identificado con la noción «capitales extranjeros que sirven de contravalor o precio para la adquisición de los valores» objeto próximo de las I. E. C., y al que se refiere el art. 2.º del T. Ref. y del Reglamento⁵⁴.

La O. M. de 15 de marzo de 1962, precedente legal inmediato de la normativa vigente, admitía la adquisición de valores mobiliarios previamente circulantes «mediante el pago en pesetas procedentes de la conversión de divisas extranjeras negociables en el mercado español o con pesetas convertibles» (apartado 1.º, 1).

En el vigente Reglamento, el art. 12, al tratar de los derechos

53. Art. 1.º del Reglamento de 6 de junio de 1969: «Las Bolsas oficiales de comercio son instituciones de carácter económico que tienen por objeto la contratación pública mercantil sobre las materias enumeradas en el art. 67 del C. de c. y el art. 56 de este Reglamento, organizadas en régimen colegiado de mediación para la seguridad jurídica y económica de lo convenido y la proclamación oficial de los precios».

Compárese con el contenido del art. 1.º del Reglamento de Bolsas de 1967: «Los Bolsines oficiales de comercio son instituciones locales de carácter económico, establecidas en una plaza determinada, para la contratación pública mercantil sobre las materias enumeradas en el art. 67 del C. de c., organizadas en régimen colegiado de mediación para la seguridad jurídica y económica de lo convenido y, en su caso, también, para la proclamación oficial de los precios».

54. En las «nuevas normas» encontramos las siguientes expresiones: «capital exterior» (art. 9.º, 1., del Reglamento), «capitales interiores» (art. 2.º, 2., del Reglamento) y «aportación dineraria exterior» (art. 2.º, 1., a/ del Reglamento), con significados bien marcados y diferentes.

de transferencia al exterior, limita éstos a que la inversión se haya efectuado de conformidad con lo dispuesto en el art. 2.º, apartado 1, a), a tenor del cual la I. E. C. podrá efectuarse «mediante aportación dineraria exterior», estimándose como tal, legalmente, la que se efectúe con los siguientes medios (a que se refiere el art. 2.º, 1.1. del Reglamento): «contravalor en pesetas de divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español»⁵⁵, «pesetas procedentes de saldos de cuentas extranjeras en pesetas convertibles»⁵⁶ o «en cualquier otro supuesto que la reglamentación sobre transacciones y transferencias con el exterior lo permita»⁵⁷. Por tanto, sólo mediante «aportación dineraria» pueden adquirirse los valores objeto «próximo» de la I. E. C.⁵⁸.

El párrafo 2.º del art. 2.º del T. Ref. oficializa y clarifica una situación anómala del régimen anterior.

En efecto; el Decreto n.º 313 de 5 de abril de 1937, vigente en la actualidad, prohíbe disponer libremente de los saldos en pesetas existentes en cuentas a favor de titulares que «residan en el extranjero», debiendo solicitarse la previa autorización, en ca-

55. El concepto legal de «divisa» lo encontramos en el D. de 18 de enero de 1930 a tenor del cual «por divisa se entiende billetes de Banco, letras de cambio, cheques, haberes en Bancos extranjeros y cualquier otro documento de giro o crédito sobre el extranjero». En la actualidad, el «mercado de divisas» se encuentra regulado por la O. M. de 25 de agosto de 1959 y la Circular n.º 256 (20 de marzo de 1969) del desaparecido I.E.M.E.

Sobre este particular consideramos útil el examen de los trabajos de SARDÀ, J., *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España*, Barcelona, 1936; UBIERNA, J. A., *Régimen legal español de la moneda extranjera*, Madrid, 1942; MANZANEDA, HERNANDO y GÓMEZ REINO, *Curso de Derecho administrativo económico*, cit., págs. 481 y ss.; CASES, A., «Régimen del control de cambios» en *Las Inversiones de capital extranjero en España*, tomo I, Madrid, 1960; págs. 225 y ss.

56. Reguladas por la O. M. de 16 de marzo de 1973, el D. n.º 313 de 5 de julio de 1937, la Resolución del I.E.M.E. de 19 de julio de 1961 y la Circular —también del I.E.M.E.— de 8 de marzo de 1972, n.º 283.

Es interesante el artículo de LUCAS FERNÁNDEZ, F., «Efectos de la residencia en las inversiones extranjeras» en *Rev. de Derecho Privado*, Madrid, febrero de 1972, págs. 96 y ss.

57. La Circular n.º 256 (20 de marzo de 1969) del I.E.M.E., establece que «los billetes extranjeros cotizados por el Banco de España y correspondientes a las divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español, tendrán la misma eficacia que los demás instrumentos de pago cifrados en dichas monedas, siempre que tales billetes sean libremente aceptados por el acreedor». Entendemos que en este apartado del Reglamento pueden entenderse, igualmente, incluidas las llamadas «pesetas transferibles», que son aquellas que representan beneficios efectivamente percibidos por el capital extranjero, incluyendo las eventuales plusvalías, que gozan del derecho de transferencia al exterior en divisas extranjeras.

58. Excluye, por tanto, como pago por la adquisición de los valores la «aportación de equipo capital» (art. 2.º, 1.2., del Reglamento), y la «aportación» (art. 2.º, 1.3., del Reglamento).

da caso, para la movilización de los fondos. La Circular n.º 211 del desaparecido I. E. M. E.⁵⁹, al desarrollar los preceptos contenidos en la O. M. de 15 de marzo de 1962, estableció la posibilidad de que los «extranjeros, residentes o no» realizasen operaciones de inversión⁶⁰ con «pesetas no convertibles», que no eran otras que las calificadas como «pesetas interiores» cuando se trataba de «no residentes» y de «pesetas ordinarias» cuando afectaban a «residentes».

Hasta las nuevas disposiciones, sólo con cargo a cuentas en «pesetas interiores» se podían adquirir valores mobiliarios admitidos a cotización en Bolsa, mientras que no era posible, a tenor de la norma 15.ª de la Circular n.º 283 (I. E. M. E.) efectuar I. E. C. con cargo a pesetas ordinarias⁶¹.

El art. 2.º del Reglamento, en sus apartados 2.1. y 2.2. aclaran el evidente confusionismo de los términos indicados, concluyendo de su interpretación que: 1.º) las personas jurídicas extranjeras (no las sucursales) y las personas físicas, extranjeras o españolas, no residentes pueden efectuar I. E. C. con cargo a «pesetas interiores», y 2.º) las personas físicas extranjeras residentes en España, las sucursales en nuestro país de empresas extranjeras y sociedades españolas que tengan participación extranjera en su propio capital, podrán efectuar este tipo de inversiones con cargo a «pesetas ordinarias».

Es de suponer, no obstante, que normas Circulares concretarán en un futuro próximo esta cuestión.

4. PORCENTAJES DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN LA MODALIDAD DE I. E. C.

El Reglamento establece un doble régimen para las I. E. C. ya que por una parte, se refiere a la adquisición de fondos públicos, títulos privados de renta fija y participaciones en fondos de in-

59. Excluye, por tanto, como pago por la adquisición de los valores la «aportación de equipo capital» (art. 2.º, 1.2., del Reglamento, y la «aportación de asistencia técnica, patentes y licencias de fabricación» (art. 2.º, 1.3., del Reglamento).

60. Nos remitimos a LUCAS FERNÁNDEZ, «Efectos de la residencia en las inversiones extranjeras», cit. págs. 96 y ss.

61. La norma 15.ª de la Circular n.º 283 permite abrir cuentas en pesetas ordinarias a los extranjeros y españoles residentes en el extranjero, en el caso especial de «ejecución de contratos de obras por contratistas no residentes», bien directamente o a través de filial o sucursal establecida en España.

En estas cuentas se efectúan exclusivamente asientos que reflejan movi-



versión mobiliaria y, por otra, a las acciones. Haremos las referencias de cada uno de ellos por separado.

4.1. Porcentajes de I. E. cuando se materialicen en «fondos públicos, títulos privados de renta fija y participaciones en fondos de inversión mobiliaria».

En este supuesto, las normas vigentes, no establecen límites de ninguna clase respecto del porcentaje que de una determinada emisión de títulos o del patrimonio de un fondo de inversión, pueden ser propiedad de inversionistas extranjeros (art. 11, apartado 2).

Tan sólo cabe consignar una excepción al principio general enunciado: el caso de los «títulos privados de renta fija convertibles en acciones», cuyo papel es muy importante en la I. E.⁶²

La O. M. de 15 de marzo de 1962 establecía la libertad más absoluta para adquirir títulos de «renta fija» (apartado 2.º), lo que dio lugar a que se plantease una cuestión importantísima, ya que a través del procedimiento de emitir títulos de aquella clase se podía, en el momento de la conversión, obtener un porcentaje de participación extranjera superior al límite legal autorizado con carácter general para las acciones, sin que —por ello— hubiera necesidad de incoar procedimiento especial alguno para obtener la precisa autorización⁶³.

Los nuevos textos legales solucionan la cuestión al disponer, el art. 3.º, apartado 4.1. del Reglamento, que «la inversión en títulos privados de renta fija, convertibles en acciones, se considera como participación en una sociedad española», aplicándosele, en consecuencia el doble régimen de I. E. D. si no gozan de cotización oficial y el de I. E. C. si han obtenido tal calificación.

mientos de fondos —cobros y pagos— en España, derivados del desarrollo del contrato, con inclusión, en su caso, de las entradas y devoluciones de los fondos de maniobra.

62. La importancia de las obligaciones convertibles en la I. E. se deduce del hecho de que, a través de las mismas, el inversionista extranjero goza, por un lado, de la efectiva inversión realizada y por otro, desde un punto de vista esencialmente estratégico, le confiere un plazo prudencial para analizar cuidadosamente las circunstancias de su inversión, obteniendo —si su juicio es positivo— un control de su inversión a través de la conversión en acciones, y, en otro caso, mantener una inversión esencialmente financiera por el tiempo que crea oportuno, sin los riesgos inherentes a la inversión de «control».

En la realidad, gran parte de la inversión norteamericana en el exterior ha utilizado esta vía de las obligaciones convertibles, y en el caso de la Corporación Financiera Internacional, tal camino es el usual.

63. Parece lógico pensar que, de acuerdo con las nuevas disposiciones (Disp. final 2.ª del T. Ref.) se trataría de uno de los ejemplos más claros de «fraude a la Ley».



Un punto que, por el contrario, no ha sido previsto por la nueva normativa, es el referente a «títulos-obligaciones con rendimiento variable», variabilidad que puede obtenerse a través de las denominadas «cláusulas de revalorización» o de «acuerdos de participación» en los resultados de la sociedad⁶⁴.

Si nos atenemos al sentido literal del art. 10 del Reglamento, en el que se alude a «títulos privados de renta fija», hemos de deducir que el régimen aplicable las «obligaciones con rendimiento variable» no es el de las I. E. C. sino el de las I. E. D., porque la adquisición de un título que implique la participación en los beneficios —que excluya la «renta fija»— de una sociedad sólo se acoge al régimen de las I. E. C. cuando se trate de acciones cotizadas en Bolsa.

Si el criterio para distinguir ambas modalidades de I. E. hubiese sido el más racional y lógico del «control de la inversión» (o de la «posibilidad de control», para ser más exactos) no se habría suscitado duda alguna, y se les aplicaría, sin más, la normativa de las I. E. C.

¿Qué se deduce de esta consideración? A nuestro entender, muy claramente, que para suscribir o adquirir más del 50 por 100 de la emisión de obligaciones con rendimiento «no fijo» es preceptiva la «autorización administrativa» a la que nos referimos en otro punto de este somero análisis de la nueva normativa. Ello parece ilógico de todo punto de vista.

4.2. Porcentajes de I. E. cuando se materialicen en «acciones cotizadas en Bolsa».

El Reglamento establece un doble régimen, según ya expusimos, para el caso de la adquisición de acciones: si no están admitidas a cotización en Bolsa, la compra de aquellas, total o parcial, se regirá por las normas contenidas en los arts. 4 a 9 del Reglamento, porque tienen la consideración legal de I. E. D.; cuando los títulos están admitidos a cotización, el régimen se establece en los artículos que específicamente tratan de las I. E. C. y, concretamente, el art. 11 del Reglamento.

Podría distinguirse, a este respecto, un triple régimen de aplicación:

1.º) Cuando el total de la participación extranjera en el ca-

64. Sobre este punto nos remitimos a ANGULO, L., *Financiación mediante tipos especiales de obligaciones*, Bolonia, 1968; DEFOSSÉ, G., *Les obligations convertibles en actions*, Paris, 1965; PLAISANT, R., «Las emisiones de obligaciones convertibles en acciones», en *Rev. Derecho mercantil*, n.º 64, abril-junio de 1957, págs. 361 y ss.

pital de una sociedad no haya de sobrepasar el 50 por 100 de la cifra del mismo, el inversionista puede adquirirlo sin otros requisitos que los derivados del régimen cambiario o los formales de registro —con las salvedades que después se indicarán— señalados en la normativa vigente (art. 11, 1 Reglamento).

2.º) Cuando haya de sobrepasarse este límite del 50 por 100, se requiere, en todo caso, autorización administrativa previa (art. 11, 1 del Reglamento)⁶⁵.

3.º) Cuando se trate de sociedades sometidas a normas específicas, será precisa autorización administrativa para sobrepasar los porcentajes de I. E. autorizados en aquellas (art. 11, 1, del Reglamento)⁶⁶, sin perjuicio —al igual que en los demás supuestos considerados— de la exigencia de cualquier otra autorización

65. Con referencia a la I.E.D. hemos de señalar que el D. de 18 de abril de 1963 liberalizó la I.E. en una serie de sectores económicos, en los cuales se permitió que el capital extranjero pudiese ser titular de hasta el cien por cien del capital social de cada Sociedad española.

Se inicia un giro en sentido restrictivo con el D. de 11 de octubre de 1973, que deroga el anterior de abril de 1963, con lo que se restablece, con carácter general, que toda I. E. en porcentaje superior al 50 por 100 requiere autorización administrativa previa.

Se planteó, en su tiempo, la duda de si la disposición de 1963 se refería igualmente a la I. E. C., pero al establecer que la misma regiría para los casos de creación, ampliación o modernización de empresas, parece ser que la mayoría de la doctrina se inclinó por la respuesta negativa, es decir, que en el caso de las I. E. C. se requería, siempre, la autorización administrativa previa para sobrepasar el límite general del 50 por 100.

En la actualidad, el D. n.º 3023 de 31 de octubre de 1974 autoriza en determinados sectores, y para las I. E. D., la posibilidad de que el capital extranjero detente la totalidad del capital social sin necesidad de autorización administrativa previa.

66. Sobre este particular, hemos de consignar que cabe establecer un triple régimen: 1.º) empresas cuyas actividades estén directamente relacionadas con la defensa nacional: quedan excluidas del régimen general de I. E. (art. 39 Reglamento); 2.º) empresas dedicadas a la prestación de servicios públicos: requerirán autorización administrativa previa siempre que la I. E. pretenda superar un porcentaje del 25 por 100 de su capital social (art. 40 Reglamento); 3.º) empresas de sectores o actividades especialmente reguladas: se aplicará la legislación específica, en primer término, y como suplementaria, la normativa general sobre I. E. (art. 40, 2.º y Disp. final 1.ª del Reglamento).

Entre estas últimas merecen destacarse las empresas o sociedades cinematográficas (Ley de 27 de abril de 1946 y OO. MM. de 22 de mayo de 1953 y 26 de enero de 1960), mineras y extractivas (Ley de 21 de julio de 1973), investigación y explotación de hidrocarburos (Ley de 26 de diciembre de 1958), bancarias (D. 8 de febrero de 1927, O. M. de 21 de mayo de 1963, D. 13 de enero de 1972), seguros (Ley 16 de diciembre de 1954), navieras (D. 10 de febrero de 1966), tráfico aéreo (Ley de 21 de julio de 1960), periodísticas (D. L. 27 de julio de 1959 y Ley de 18 de marzo de 1966), editoriales (Ley de 18 de marzo de 1966), refinerías de petróleo (D. 9 de marzo de 1958 y D. 14 de mayo de 1971), concesionarias y constructoras de autopistas (Ley de 22 de diciembre de 1960).



que fuere precisa obtener por razón del tipo de actividades desarrolladas, sectores económicos, etc.⁶⁷.

Un punto conflictivo en la legislación anterior ha sido resuelto por la vigente: se trata del caso de suscripción de acciones mediante la adquisición previa de «derechos de suscripción preferente».

Con anterioridad se planteaba la duda de si debía computarse como I. E. tan sólo el valor de las acciones suscritas (es decir, el nominal o el nominal más la prima, caso de existir) o éste había de adicionarse con el importe satisfecho por la adquisición de los derechos de suscripción (cuyo valor es, en muchas ocasiones, muy superior al de las propias acciones).

La doctrina partía de la discusión sobre la naturaleza jurídica del cupón al que se incorpora el derecho de suscripción, y así quien admitía que el mismo no era sino un «título de legitimación» optaba por la respuesta negativa, frente a quienes admitimos que se trata de un auténtico «título-valor», lo que acarrearía el que se tuviese en consideración el importe de lo satisfecho para su compra.

El Reglamento vigente concluye con esta controversia al señalar en su art. 3.º, apartado 1.2., que «la adquisición de derechos de suscripción se equipara a la adquisición de acciones», con lo que se adscribe a la tesis positiva mantenida en la situación anterior.

5. MECANISMOS DE CONTROL DEL PORCENTAJE DE I. E. EN LA MODALIDAD DE ACCIONES COTIZADAS EN BOLSA.

Intimamente ligado con el tema de los porcentajes de I. E., surge una cuestión de indudable interés no resuelta por la nueva normativa; nos referimos a los «mecanismos» que proporcionan un efectivo control de la I. E. C.

5.1. Con anterioridad al D.L. de 27 de julio de 1959, el mecanismo de control de la participación extranjera en las sociedades nacionales estaba regulada por el art. 6.º de la Ley de 24 de noviembre de 1939, mediante el procedimiento del «estampillado de títulos». El 75 por 100 de los títulos de cada nueva emisión contenía la mención de «intransferible a extranjeros», lo que im-

67. Por ejemplo, en el caso de la industria farmacéutica (O. M. de 28 de octubre de 1967 y D. de 10 de agosto de 1963).

posibilitaba que éstos pudiesen adquirir más del 25 por 100 restantes, que era el porcentaje que aquella disposición autorizaba con carácter general como de posible adquisición por inversionistas de tal calidad.

La Ley de Sociedades Anónimas, en el apartado 5 de su art. 43, establecía la necesidad de que el título de la acción contuviese la indicación de si era o no transferible a extranjeros. Pero esta norma fue derogada por la Ley de 2 de diciembre de 1963, admitiéndose tan sólo en los supuestos en que leyes especiales exigiesen tal mención, o simplemente porque de forma voluntaria se mantenga en los estatutos sociales.

El procedimiento del «estampillado» era, desde luego, ingenioso, seguro, cómodo y eficaz, pero planteaba, sin duda, dos inconvenientes: el primero, que la retención por los accionistas españoles de títulos transferibles implicaba la imposibilidad de acceso de inversionistas extranjeros, y el segundo, que se venía a crear dos clases de títulos en el mercado, con la concepción de una mayor negociabilidad, o posibilidad de negociabilidad, para los transferibles a extranjeros.

5.2. Con las normas emanadas en 1959 se suprime el sistema de «estampillado» (art. 13 del D. Ley de 27 de junio de 1959) y se ha de arbitrar un nuevo mecanismo de control mediante la creación de un «Registro» de las I. E.⁶⁸.

Este Registro, creado por la O. M. de 24 de diciembre de 1959, con el nombre de «Registro Especial de Acciones en poder de I. E.»⁶⁹, y que al ser regulado por la O. M. de 10 de febrero de 1960 se convirtió en el «Registro Especial de Valores y participaciones industriales en poder de extranjeros» dio lugar a tal número de críticas adversas⁷⁰, que motivaron su supresión por la O. M. de 15 de marzo de 1962 (apdo. 9.º) y sustituido por una

68. Sigue en este punto el criterio sustentado por la legislación especial italiana contenida en la Ley de 7 de febrero de 1956 y la alemana de 24 de junio de 1958.

Sobre este punto nos remitimos a SILVA MUÑOZ, F., «Estudio comparado de la legislación española y de la italiana sobre inversiones de capital extranjero» en *Rev. Administración Pública*, n.º 30, Madrid, 1959, págs. 275 y ss., así como BONET CORREA, J., «El régimen jurídico alemán de las inversiones de capitales privados», en *Anuario de Derecho Civil*, Madrid, 1969.

69. Este Registro habría de llevarse conjuntamente por el I.E.M.E. y la Dirección General de Banca, Bolsa e Inversiones (apartado 2.º, párrafo 2).

70. Como ejemplo, BRUNA DE QUIXANO, J. L., «El registro especial de valores y participaciones industriales en poder de extranjeros», en *Rev. Jurídica de Cataluña*, Barcelona, n.º 6, noviembre-diciembre 1960, págs. 761 y ss.



denominada «Oficina de estadística del M.^o de Comercio» que ha funcionado, bastante satisfactoriamente hasta el presente ⁷¹.

5.3. Con la nueva normativa surgida el 31 de octubre de 1974, el art. 22 T. Ref. establece como órgano de control de las I. E. un «Registro de inversiones del M.^o de Comercio», al cual habrán de declararse todas las I. E. efectuadas en nuestro país sin otras excepciones, por lo que se refiere a las I. E. que las consignadas en el apartado 2.^o del art. 28 del Reglamento:

1) No existe obligación de declarar la adquisición de fondos públicos, títulos privados de renta fija y participaciones en fondos de inversión inmobiliaria ⁷².

2) No existe obligación de declarar las adquisiciones de valores satisfechas en «pesetas ordinarias» que, en su día, determine la Dirección General de Transacciones Exteriores.

Las principales novedades que observamos en este punto, entre el régimen derogado y el vigente, pueden reducirse a las siguientes:

1.^o) En la legislación derogada se exigía siempre declaración, excepto por razón de la «formalización» y liquidación de la operación ya que no había que declarar las operaciones entre extranjeros o españoles con residencia habitual en el extranjero efectuadas y liquidadas directamente en el extranjero en divisas (1.^o apartado 5.^o O.M. 15 de marzo de 1962) ⁷³, mientras que en la actualidad las excepciones —ya citadas— lo son por razón del

71. Esta Oficina acaba de cumplir su cometido el día 31 de enero de 1975, ya que - a tenor de la Disp. final 6.^a del Reglamento— «el Capítulo VII del presente Reglamento, que regula las declaraciones de las inversiones extranjeras en el Registro de inversiones del Ministerio de Comercio, entrará en vigor el día 1 de febrero de 1975».

72. No deja de causar cierta extrañeza esta excepción al principio general de obligación de declarar, porque —como apuntaba GARCÉS, *Régimen Jurídico de las Inversiones Extranjeras en España*, Madrid, 1962, al tratar el tema en la normativa recientemente derogada— «no hay duda de que el conocimiento de estas operaciones crediticias ha de interesar a la Administración, desde el momento que las mismas pueden dar lugar a transferencias monetarias al exterior, representativas de las utilidades percibidas o del posterior reintegro de los capitales prestados». Tal vez la explicación de la excepción que consigna el Reglamento vigente radique en la específica misión de control confiada al Registro, frente a la actividad de estadística con que se creara la Oficina desaparecida.

73. La razón de esta excepción la explica GARCÉS, op. cit., pág. 254, señalando que «estas transmisiones no significan una alteración en el volumen de las inversiones extranjeras, ni han de tener, por tanto, ninguna repercusión en la balanza de pagos, por lo que es natural, que se les exonere del trámite de declaración. Pero esta carencia de repercusiones es propia de



«objeto» de la inversión; debiendo entenderse derogada la excepción anteriormente vigente en base a lo que dispone el apartado 2 del art. 29 del Reglamento de 31 de octubre de 1974⁷⁴, sobre todo si se pretende que la I. E. produzca la plenitud de sus efectos.

2.º) En la norma derogada se contenía expresamente el «carácter innominado» de la declaración (n.º 1, apartado 5.º, O.M. de 15 de marzo de 1962) mientras que, ante el silencio de la nueva normativa, podría deducirse un criterio diferente, es decir, el de la «nominatividad» de la declaración en la adquisición de títulos-acciones, y ello principalmente en base a lo que disponen los arts. 28, 1.º (a) y 30, 1, del Reglamento⁷⁵. Suponemos que una norma aclaratoria se producirá sobre el particular.

3.º) Varía el sentido y cometido principal asignado a este Registro. En las disposiciones anteriores a las vigentes⁷⁶ su fin principal era el «estadístico»— de ahí el carácter innominado de la declaración—; ahora su cometido esencial es de «control» de la I. E. (como se desprende de los arts. 24 del T. Ref. y 32 del Reglamento)⁷⁷.

En este aspecto nos atrevemos a afirmar que las nuevas normas presentan un carácter más restrictivo que las anteriores y que, quizás no deje de tener cierta influencia en la entrada de capital extranjero el principio de nominatividad que creemos se impone a la inversión.

todas las transferencias en las que las dos partes intervinientes tengan su residencia en el exterior y, en su consecuencia, estimamos injustificada la exigencia de que se trate de operaciones efectuadas y liquidadas directamente en el extranjero».

74. Art. 29, apartado 2.º del Reglamento: «las sucesivas transmisiones de los títulos efectuadas en el extranjero entre no residentes con pago en divisas requerirán la intervención del fedatario español si el nuevo adquirente desea que los títulos aparezcan inscritos a su nombre en el Registro de Inversiones».

75. El art. 28, 1.º, a) establece la obligación de declarar para todos «los titulares de la inversión extranjera» y el art. 30, 1., que «los cobros y pagos derivados de la inversión extranjera se domiciliarán en una Entidad bancaria delegada, a elección del titular, a través de la cual se realizarán todas las operaciones exteriores relacionadas con dicha inversión».

76. El párrafo 2.º de la norma 2.ª de la O. M. de 10 de febrero de 1960 así lo expresaba claramente: «a efectos estadísticos y para determinar el ... porcentaje ... llevarán (I.E.M.E. y D. G. de Banca, Bolsa e Inversiones) ... un Registro especial...».

77. El art. 24 del T. Ref. señala que «la D. G. de Transacciones Exteriores, por medio del Registro de Inversiones del Ministerio de Comercio, vigilará el cumplimiento de lo dispuesto en esta Ley, especialmente en lo que se refiere a porcentajes de participación extranjera directa e indirecta», precepto que amplía el art. 30 del Reglamento.

5.4. Ahora bien, si el control que se obtiene a través del Registro puede ser efectivo en grado máximo en el caso de las I. E. D. ya dudamos de su efectividad en el supuesto especial de las «acciones admitidas a cotización en Bolsa».

¿Cómo puede conocer el I. E., o el Agente de Cambio y Bolsa que actúa como su comisionista, el montante de la I. E. que afecta en el momento en que formaliza la operación en Bolsa, a los títulos de una determinada Sociedad?⁷⁸

Pensemos simplemente en la rapidez con que se formalizan las operaciones en Bolsa. Pensemos en la posibilidad de que en una misma sección bursátil, distintos agentes actúen por cuenta de I. E. sobre una misma clase de valor, incluso conociendo cada uno de ellos previamente que el porcentaje de I. E., legalmente admitido, no se ha sobrepasado hasta ese momento, y la situación que se produce si como consecuencia de tales operaciones se rebasase. ¿Cómo habría de actuarse? ¿Se anularían todas las operaciones? Ello no parece lógico ni es factible legalmente. Pero aún cuando esto se intentase en base a la disposición final segunda del T. Ref. (actos contra Ley y fraude de la Ley), habría que pensar en que se anularían las últimas operaciones formalizadas pero, para ello habría de determinar, previamente, cuáles se considerarían las últimas. Pensar que puedan ser aquellas cuya declaración accedió al Registro en último lugar, parece absurdo pues depende de circunstancias, muchas veces ajenas al declarante, como por ejemplo un retraso del correo.

Nos encontramos, pues, ante un dilema cuya solución no está en el texto legal, ni éste nos ofrece cauce para encontrarla.

A nuestro entender todo el problema radica —no nos cansaremos de repetirlo— en la ilógica distinción que el legislador de 1974 ha efectuado entre I. E. D. e I. E. C., tema al que ya hemos hecho referencia.

En trance de buscar soluciones, entendemos que las que se podrían adoptar, serán de dos órdenes:

1.º) Volver al sistema del «estampillado», que creara la Ley del 24 de noviembre de 1939, aún reconociendo los inconvenientes del mismo. Sobre todo desde que se ha introducido el nuevo sistema de liquidación de operaciones en Bolsa al que haremos posterior referencia.

78. La cuestión se complica si el comitente es una sociedad española cuyo capital, en todo o parte, es ya propiedad de inversionistas extranjeros (nos remitimos a los arts. 7.º del T. Ref. y 7.º, apartados 2 a 4 del Reglamento). Se trata del típico caso de I. E. denominada «indirecta».

2.^a) Considerar, según ya expusimos, toda adquisición de títulos-acciones, admitidos o no a cotización bursátil, como una única modalidad de I. E., resolviéndose las operaciones sobre valores cotizados «siempre» fuera del parquet de la Bolsa, mediante «simples operaciones de aplicación»⁷⁹, o bien, entre dos agentes «fuera de las horas oficiales al cambio oficial del día»⁸⁰ o al cambio que con ciertas condiciones autorice la Junta Sindical⁸¹.

Bien comprendemos que esta segunda solución comporta una «pérdida para la dinámica del mercado», pero sólo de esta forma se podrá obtener, por una parte, el deseado «control de la I. E.», y por otra, podrá el fedatario que intervenga dicha operación dar cumplimiento a lo preceptuado en el apartado 1 del art. 29 del Reglamento⁸².

5.5. Un punto al que no podemos dejar de hacer una breve referencia es el de la declaración al Registro de Inversiones su relación con el nuevo sistema de «liquidación y compensación de operaciones en bolsa y de depósito de valores mobiliarios» creado por el D. de 25 de abril de 1974 y desarrollado por una O. M. de 20 de mayo del mismo año⁸³.

No estimamos este lugar como el adecuado para exponer pormenorizadamente en qué consiste el nuevo sistema, que ya ha

79. El art. 155 del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967 establece que «los Agentes de Cambio y Bolsa al efectuar sus operaciones se ajustarán al curso de los cambios, no pudiéndose realizar aplicaciones a cambios distintos del último cotizado, a menos que durante el horario oficial se demuestre de una manera indubitable, ante un miembro de la Junta Sindical, que no existe oferta o demanda más favorable».

80. El art. 157 del Reglamento de Bolsas autoriza las operaciones de referencia con la obligación de que su publicación se haga durante la primera media hora oficial de la sesión de Bolsa siguiente al día en que fueron efectuadas (párrafo 1.º).

81. A tenor del art. 163 del Reglamento de Bolsas «la Junta Sindical podrá autorizar operaciones efectuadas con diferencias distintas a las previstas en los arts. 149 al 155 en valores admitidos a cotización oficial cuando así lo justifique la importancia de su cuantía». Los arts. 149/155 fijan la técnica y operativa de las «variaciones de los cambios».

82. «Las inversiones extranjeras se formalizarán en documento autorizado por fedatario público español. Dichos fedatarios públicos, así como los Registradores de la propiedad, con carácter previo al ejercicio de las funciones y atribuciones que les confiere la legislación vigente, deberán requerir a los particulares para que exhiban los documentos que acrediten haber obtenido las autorizaciones exigidas por la legislación de inversiones extranjeras en España» (art. 29. 1. del Reglamento).

83. Sobre el planteamiento de los problemas que surgían de la legislación anterior y su posible resolución, así como a las alusiones al derecho y práctica de otros países, nos remitimos a FERNÁNDEZ FLORES, F., «Mecánica operativa de nuestras Bolsas de Valores, necesidad de su urgente actualización», Conferencia en Club de Bolsa y Banca Más Sardá, Barcelona, marzo de 1973.



comenzado a aplicarse en la práctica. Su filosofía general radica en la admisión de la idea del «depósito colectivo» adoptada por otros países y que acarrea como ventajas evidentes la práctica supresión física de títulos y el movimiento de los mismos, liquidándose las operaciones por simples anotaciones de cargos y abonos en las cuentas abiertas por las Juntas Sindicales en el «Servicio de liquidación y compensación» a los Agentes de Cambio y Bolsa y entidades depositarias adheridas⁸⁴.

El art. 35, apartado 1.º de la O. de 20 de mayo, es particularmente interesante a nuestros efectos, ya que a su tenor «la póliza que se extiende por cada operación no expresará la numeración de los títulos, mencionando, en su lugar, la referencia técnica o los datos que para su identificación le asigne la correspondiente Junta Sindical, que se reflejarán en los resguardos o notas acreditativas de depósito expedidos por las entidades depositarias».

Es decir, desaparece la numeración de las acciones que ampara cada póliza de Bolsa.

Tal vez esta nueva modalidad de identificación de títulos complique en alguna forma la vigilancia y control de la I. E. por lo que en todo caso se hará precisa una reconsideración total o parcial de la cuestión, que implique o la no inclusión, la exclusión del sistema de los títulos adquiridos por extranjeros o la simple reconsideración de los actuales modelos de declaración. La cuestión no es, desde luego de fácil solución.

6. EL TRÁMITE DE LA AUTORIZACIÓN ADMINISTRATIVA.

El trámite de la autorización administrativa⁸⁵ para la I. E. tal y como se configura en el art. 37 del Reglamento⁸⁶ parece incompatible, de todo punto de vista con la celeridad y el mecanismo de la adquisición de acciones a través del mercado bursátil, lo que reafirma nuestra tesis central sobre la distinción en el régimen aplicable a la I. E. en títulos-acciones.

84. Una primera crítica al nuevo sistema: «Liquidación de operaciones en Bolsa», en *Rev. Cambio/16*, Madrid, n.º 163, 30 de diciembre de 1974, pág. 36.

85. Nos remitimos a VILLAR PALASÍ, *La intervención administrativa en la industria*, págs. 303 y ss.

86. Anteriormente, este trámite era exigido por el apartado 2.º de la O. M. de 15 de marzo de 1962, mediante solicitud a la Presidencia del Gobierno.



La simple lectura del precepto indicado nos ahorra cualquier otro comentario ⁸⁷.

Hemos de alabar las nuevas normas en base a las declaraciones contenidas en las Disposiciones fiscales segunda y tercera del T. Ref. es decir las que contienen la nulidad de los actos contrarios a la ley a los fraudulentos y sobre todo, en la permisión de que puedan ser objeto de recurso incluso el contencioso-administrativo, las resoluciones que recaigan en esta materia ⁸⁸.

7. TRANSMISIÓN DE VALORES EN EL EXTRANJERO.

Uno de los temas que, creemos, será objeto de estudio preferente por parte de los intérpretes de las nuevas normas de I. E. es el que se refiere a la «transmisión de títulos en el extranjero entre no residentes», tema éste que suscitó dudas y controversias entre los autores ⁸⁹ debido a la contradicción que suponía la vigencia de D. de 19 de septiembre de 1936 y la O. de 19 de febrero de 1941 con el contenido del art. 11 del C. Civil antes de su modificación ⁹⁰.

87. Art. 37 del Reglamento: «1. Cuando la I. E. proyectada requiera autorización del Consejo de Ministros el procedimiento se iniciará por solicitud presentada a la D. G. de Transacciones Exteriores. Dicha solicitud deberá ser suscrita por el inversionista o alguno de los promotores, en los casos de sociedades en constitución. Los interesados mencionados anteriormente podrán actuar mediante representantes, observando lo prescrito en el artículo 24 de la Ley de Procedimiento Administrativo.

«2. La D. G. de Transacciones Exteriores mediante resolución publicada en el B.O.E. determinará la documentación que debe acompañarse a la solicitud de autorización.

«3. Dicho Centro Directivo remitirá una copia a cada uno de los Ministerios competentes, al objeto de que éstos, en el plazo de dos meses, envíen al mismo su informe sobre la I. E. proyectada, correspondiendo a los Departamentos competentes por razón de la materia la formulación de la propuesta a la Junta de Inversiones Exteriores de los aspectos que deban figurar en la autorización referentes a los objetivos sectoriales cuya ejecución les esté encomendada.

4. Recibidos los informes sobre la I. E. proyectada y, en todo caso, transcurrido el citado plazo de dos meses, la D. G. de Transacciones Exteriores incluirá en el orden del día de la Junta de Inversiones Exteriores la solicitud de I. E. de que se trate, con relación a la cual actuarán como ponentes los representantes de los Ministerios directamente interesados por razón de la materia, formulándose seguidamente por la Junta la oportuna propuesta para su elevación al Consejo de Ministros».

88. Sobre este punto nos remitimos a BONET CORREA, J., «Negocios en moneda extranjera y autorización administrativa», en *Anuario de Derecho Civil*, Madrid.

89. Vid. MUÑO DE LA VEGA, M., «Transmisión de títulos valores. Intervención de fedatario público. Su significado y alcances», en *Rev. Jurídica de Cataluña*; Barcelona, n.º 2, abril-junio 1972, págs. 155 y ss.

90. El art. 1.º del D. de 19 de septiembre de 1936 expresa tajantemente

El Tribunal Supremo, después de una aptitud vacilante, establece en su sentencia de 4 de febrero de 1971 un criterio ⁹¹ que ahora, y con matices, acepta el art. 29, apartado 2, del Reglamento de I. E., al establecer la necesidad de intervención de fedatario español en las transmisiones de títulos efectuadas en el extranjero entre no residentes con pago en divisas, y a los solos efectos de que los títulos puedan inscribirse en el Registro de Inversiones y gozar —en consecuencia— de los derechos que de ello se derivan y que contiene el art. 31 del mismo Reglamento ⁹².

Sin intentar profundizar en absoluto, pues la cuestión requiere meditación y calma, sí hemos de hacer una breve referencia al tema que nos sugiere la obligación impuesta por el Reglamento en su art. 29, apartado 2.

La obligatoria intervención de «fedatario español» en las transmisiones de títulos efectuadas en el extranjero parece querer responder a la expresa prohibición impuesta por el D. de 19

que «queda prohibida la transmisión y negociación de valores públicos, industriales o mercantiles sin intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredores de comercio e Intérpretes de Buques o Notarios y serán nulas las realizadas a partir del 19 de julio último sin intervención de dichos fedatarios», para rematar en el art. 4.º que «los fedatarios autorizantes de transmisiones de valores o de su negociación, sin previa justificación de la posesión legítima a favor del transmitente, serán criminalmente responsables en concepto de encubridores de los delitos por estos cometidos y asimismo tendrán responsabilidad civil solidaria con los demás criminalmente responsables».

91. Dice la sentencia indicada que «la compra-venta de valores mobiliarios presenta en nuestro ordenamiento positivo, según Sentencia de 7 de marzo de 1925, dos momentos perfectamente diferenciados; uno, el de la celebración del contrato, cuya efectividad para quienes lo concertaron no depende de la presencia de funcionario o mediador de ninguna clase (art. 74 del C. de c.); y, de otro, el de su ejecución o transmisión de las acciones enajenadas, que si bien, en un principio, se produjo por la simple tradición del documento (art. 542, 2.º del C. de c.), más adelante, y a partir de la promulgación del art. 1.º del D. 19-9-1936, declarado vigente por el art. 1.º, inciso 4.º, apartado A) de la Ley de 14 de diciembre de 1951 y 3.º de la Ley de 23 de febrero de 1940, precisó para lograrlo la intervención de Agente de Cambio y Bolsa, o Corredor de comercio, al extremo de que la ausencia de este requisito «ad solemnitatem» no sólo priva a dicha operación de la irrevindicabilidad que, en otro caso, le asigna el n.º 3 del artículo 545 del C. de c., sino que la convierte en radicalmente nula, de acuerdo con lo que literalmente se indica en el precepto, si bien semejante sanción, por su carácter excepcional, no se extiende a la del convenio, que sirvió de antecedente a la transmisión que, según Sentencias de 19-2-1946, 13-4-1957 y 13-10-1959, produce todos sus efectos entre quienes lo suscribieron y sus herederos (art. 1257 del C. c.), que recíprocamente pueden compelerse a formalizarlo».

92. El art. 31 del Reglamento indica que «el derecho de transferencia al exterior reconocido a los titulares de inversiones extranjeras nacerá a partir de que hayan sido declaradas, en debida forma, para la inscripción en el Registro de Inversiones». Como antecedentes legales de este precepto hemos de señalar el apartado 3.º de la O. M. de 24 de diciembre de 1959; el apartado 8.º de la O. M. de 10 de febrero de 1960 y el apartado 6.º de la O. M. de 15 de marzo de 1962.



de septiembre de 1936 de transmitir y negociar valores sin intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredores de Comercio e Intérpretes de Buques y Notarios (ar. 1.º)⁹³.

Pero, ¿cómo puede ser intervenida por fedatario español una transmisión efectuada en el extranjero? Dos puntos previos requieren una cierta explicación.

En primer lugar qué se entiende por «intervención». En segundo término quiénes son los «fedatarios españoles» a los que se refiere el Reglamento de I. E.

Entendemos por intervención el conjunto de las actuaciones que realiza el fedatario público para asegurar el exacto cumplimiento de las condiciones legales y la formalización documental de la operación concertada.

Con respecto a los «fedatarios españoles», se nos plantea la duda de si el reglamento se está refiriendo a las categorías que expresamente menciona el D. de septiembre de 1936, o alude también al de los Agentes Consulares de España en el extranjero, a los que tradicionalmente y por el propio art. 5.º de la Convención de Viena de 24 de abril de 1963⁹⁴ se les «posibilita para actuar» en calidad de notarios⁹⁵.

Entendemos que no parece que pueda aceptarse esta segunda hipótesis, y ello en base a dos razones: en primer término porque la función asignada a los Agentes Consulares es la de actuar en calidad de notario pero nunca se les confiere la condición de notario propiamente dicho⁹⁶; en segundo lugar porque no puede olvidarse que el art. 11, apartado 3.º, del C. Civil, en su redacción actual⁹⁷ establece, imperativamente, que será de aplicación la

93. El D. de 19 de septiembre de 1936 continúa subsistente por así haberlo declarado expresamente el Decreto de vigencias de 14 de diciembre de 1951 y reconocerlo como tal, reiteradamente, la jurisprudencia del T. S. (sentencias de 26-febrero-1945; 19-diciembre-1946; 6-octubre-1956; 13-abril-1957; 13-octubre-1959; 26-febrero-1966; 4-febrero-1971).

94. España se adhiere a dicha Convención sobre relaciones consulares, en fecha 3 de febrero de 1970 (B.O.E. del 6 de marzo de 1970).

95. En este sentido, el Reglamento notarial de 2 de junio de 1944.

96. Sobre este particular nos remitimos a AHMAD, M. A., *L'institution Consulaire et le droit international (Etude de la Convention de Vienne du 24 avril 1963)*, Paris, 1973, pág. 98; OPPENHEIM, B., *Tratado de Derecho Internacional Público*, Tomo I, Barcelona, 1961, pág. 425; CAVARÉ, L., *Le Droit International Public Positif*, Paris, Tomo III, 1969, 3.ª ed., pág. 44, y sobre todo, BISCOTTINI, G., *Manuale di diritto consolare*, Padua, 1963; págs. 164 y ss. (principalmente en la pág. 165, donde leemos, como conclusión: «il Console non diviene mai un notario, ma esercita, come organo dello Stato, le funzioni notarili in senso stretto»).

97. A mayor abundamiento el apartado 2.º del art. 11 del C. c. establece que «si la ley reguladora del contenido de los actos o contratos exigiere para su validez una determinada forma o solemnidad, será siempre aplicada, incluso en el caso de otorgarse aquellos en el extranjero».



Ley española a los contratos, testimonios y demás actos jurídicos autorizados por funcionarios diplomáticos o consulares de España en el extranjero. Y precisamente la Ley española impone, para el caso que nos ocupa, amén de otras obligaciones la imperiosa intervención de cualquiera de las categorías de fedatarios —y sólo de los así calificados— a que alude el D. de 19 de septiembre de 1936. Ello parece descartar esta posible interpretación del apartado segundo, art. 29, del Reglamento de I. E. Además si se admitiese in extremis, se plantearían cuestiones que podrían afectar a la esfera formal⁹⁸ y fiscal⁹⁹.

Por cuanto hemos indicado creemos que tal vez el legislador al incluir el término «intervenir» en el citado precepto lo ha hecho sin un excesivo rigor terminológico, porque realmente más que a intervención pura y simple quería referirse, o bien a «documentar» la operación ya celebrada y liquidada en el extranjero¹⁰⁰, práctica que ha sido calificada como viciosa por algún autor¹⁰¹, o simplemente a «constatar o certificar» que en la transmisión de los valores se han observado las formas y solemnidades que exigen las leyes del país en que se otorga la compra venta, como con carácter general previene el párrafo primero del art. 11 del C. Civil en su actual redacción¹⁰². Esta interpretación creemos que se refuerza por el simple hecho de existir valores españoles oficialmente cotizados en Bolsas extranjeras.

98. Las transmisiones habrían de efectuarse siempre mediante la formalización de escritura pública, nunca por medio de póliza de transmisión de valores, documento privativo de Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores de Comercio.

99. Desde el punto de vista fiscal, las repercusiones son también importantes, principalmente por lo que atañe a la cuantía del impuesto devengado por la operación formalizada. En efecto, de acuerdo con lo dispuesto en el Texto Refundido del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales (6 de abril de 1967), las transmisiones de valores mobiliarios intervenidas por Agentes de Cambio y Bolsa o Corredor Oficial de comercio, deberán extenderse obligatoriamente en el efecto timbrado que corresponda a su clase y cuantía —pólizas de contratación— (art. 80) y tributarán, tanto las acciones como las obligaciones, con arreglo a la escala contenida en el número 10 de la Tarifa, mientras que a las transmisiones intervenidas por notarios se les aplica una tarifa impositiva (número 9) muy superior, y proporcional (2 por 100 de la base imponible).

100. La O. M. de 15 de marzo de 1962 se refería a «operaciones efectuadas y liquidadas directamente en el extranjero» (párrafo 2, n.º 1, apartado 5.º).

101. MURO DE LA VEGA, «Transmisión de títulos valores», cit., pág. 162.

102. Las formas y solemnidades de los contratos, testamentos y demás actos jurídicos se regirán por la Ley del país en que se otorguen. No obstante, serán también válidos los celebrados con las formas y solemnidades exigidas por la Ley aplicable a su contenido, así como los celebrados conforme a la Ley personal del disponente o a la común de los otorgantes (art. 11, 1., párrafo primero, del C. c.).



Es evidente que este tipo de operaciones carecen, en principio desde el punto de vista de la balanza de pagos, de importancia y por ello el precepto contenido en el art. 29, 2, del Reglamento creemos que persigue —más que ningún otro— una estricta finalidad de control respecto a la identidad del inversionista extranjero.

8. DERECHOS DE TRANSFERENCIAS EN LAS I. E. DE CARTERA.

Como ha puesto de relieve HENDERSON ¹⁰³ «en un gran número de países se aplican medidas de control de cambios. En consecuencia los presuntos inversionistas deben asegurarse del carácter que tiene los beneficios que les concede la legislación sobre inversiones y que les permite volver a exportar su capital invertido en la eventualidad de que su inversión se liquide, así como repatriar las utilidades procedentes de la Empresa en la que han hecho su inversión. Las excepciones a los reglamentos de control de cambio, junto con los beneficios fiscales, figuran entre los privilegios que se encuentran más corrientemente en la legislación sobre inversiones».

Sobre este tema es muy interesante conocer las distintas modalidades que se adoptan por cada país ¹⁰⁴.

103. La legislación sobre inversiones extranjeras y la agricultura, cit., págs. 104 y ss. Al estudiar las medidas legislativas relativas a la repatriación del capital y las utilidades, HENDERSON establece una serie de distinciones: en primer lugar, los países en desarrollo muchas veces no aplican a la repatriación del capital las mismas medidas que a la repatriación de beneficios. En segundo lugar, puede concederse un trato distinto a la repatriación del capital en el caso de que se haya efectuado una expropiación o en el caso de que proceda de la venta o transferencia de una inversión extranjera aprobada. En tercer lugar, la legislación sobre inversiones que se aplica tanto a los inversionistas nacionales como a los extranjeros puede prescribir la expatriación del capital y de las utilidades sólo con respecto a las ganancias obtenidas sobre el capital extranjero o sobre el capital que penetró inicialmente en el país bajo forma de divisas procedentes del extranjero y que ni forma ni formó parte nunca de las reservas en divisas del país interesado. Además, se pueden aplicar fechas límite, en particular para la repatriación del capital, y en un momento dado sólo podrá exportarse un porcentaje determinado del capital total importado originariamente.

104. A este respecto —siguiendo a HENDERSON, *La legislación sobre inversiones extranjeras y la agricultura*, págs. 105 a 116— puede establecerse la siguiente clasificación:

- A) Repatriación de utilidades, que constituye el tipo más común de beneficio de repatriación que se encuentra. Puede estar reglamentada en la forma siguiente:
 - a) Libertad total de transferencia (Liberia).
 - b) Libertad de transferencia condicional (la mayoría de los países).
 - c) Límites de porcentajes (Colombia).



Por lo que se refiere a la actual normativa vigente española el Derecho que a los inversionistas extranjeros se concede en orden a la transferencia al exterior de los capitales inicialmente invertidos y de sus utilidades, es diferente según se trate de I. E. D. y de I. E. C., como se deduce de la simple comparación de los arts. 9 y 12 del Reglamento.

En las I. E. D. el derecho de transferencia se concede en los términos más liberales que puedan concebirse: beneficios y dividendos legalmente repartidos, productos de la venta de derechos de suscripción, capitales invertidos y plusvalías obtenidas en las enajenaciones¹⁰⁵.

En las I. E. C. (art. 12) se pueden transferir:

- los «intereses legalmente repartidos», concepto que parece debe ser referido exclusivamente a los títulos de renta fija, públicos y privados;
- los «dividendos legalmente repartidos», considerando como tales única y exclusivamente el reparto de beneficios sociales que tengan tal consideración. Se excluirían, por ejemplo el importe de las «primas de asistencia» adjuntas, que no tiene en ningún caso el carácter de dividendo¹⁰⁶;
- el importe obtenido por la «venta en Bolsa de los derechos de suscripción»¹⁰⁷;
- el «importe obtenido por la venta de los títulos en Bolsa».

Si en Bolsa únicamente se negocian títulos admitidos a cotización, de esta limitativa enumeración parece surgir una serie de cuestiones que tan sólo debemos dejar planteada:

1.^a Amortización de obligaciones y, en general títulos de renta fija. Es evidente que no cabe confusión entre el concepto de

B) Repatriación del capital. Sistemas:

- a) Libertad total (Liberia).
- b) Libertad relativa (cuando existen restricciones de control de cambios).
- c) Transferencias condicionales.

C) Repatriación de plusvalías. Sistemas:

- a) Libertad total (Ghana).
- b) Prohibición absoluta (Colombia).
- c) Sistema mixto (la mayoría de los países).

105. Antecedentes de esta disposición son los arts. 1.º y 2.º del Decreto de 17 de mayo de 1962.

106. En la normativa derogada se incluían, junto a los intereses y dividendos legalmente repartidos, los «beneficios» (apartado 3.º de la O. M. de 15 de marzo de 1962), término amplio con el que se evitaron dudas e incertidumbres interpretativas.

107. Consagrado en el apartado 3.º de la O. M. de 15 de marzo de 1962.



venta y el de «amortización». Toda vez que el art. 12 del Reglamento sólo alude a la desinversión por venta en Bolsa, ¿qué sucede con la desinversión por amortización del título de un empréstito? Lógicamente habría que aplicarle las normas de la I. E. D.

2.^a Primas de emisión o de amortización de empréstitos. La equiparación de estos conceptos al de «intereses» no parece del todo adecuada, por lo que esta cuestión es otra más de las no resueltas expresamente por la normativa vigente.

3.^a Tampoco se alude al trato que recibe el capital desinvertido a través de operaciones de venta sobre títulos de renta fija no admitidos a cotización en Bolsa.

4.^a La misma cuestión podría plantearse para el caso de las plusvalías obtenidas, bien por venta de títulos de renta fija no cotizados, o bien en el supuesto del reembolso de participaciones de fondos de inversión mobiliaria.

Estas y algunas otras preguntas podrían obtener respuesta adecuada si para el caso de las I. E. C. se hubiese adoptado la misma terminología de las I. E. D.

El apartado 2.º del art. 12¹⁰⁸, parece referirse únicamente al caso previsto en el art. 153 del Reglamento de Bolsa a tenor del cual «la Junta Sindical podrá autorizar operaciones efectuadas con diferencias distintas a las previstas en los arts. 149 a 155 en valores admitidos a cotización oficial cuando así lo justifique la importancia de su cuantía» y decimos «únicamente» porque precio oficial, tratándose de valores, tan sólo lo es el cotizado en Bolsa, como aclara expresamente el art. 1.º del mismo Reglamento de Bolsa.

En este caso —otra anomalía de la nueva normativa— se aplican las reglas de la I. E. D. Entendemos que la certificación de la Junta Sindical sobre las condiciones de la operación debería ser más que suficiente para que se aplicase sin más, la norma contenida en el apartado 1, d), del art. 12 del Reglamento.

Para los supuestos especiales de I. E. C. adquiridas con «pesetas interiores» y «pesetas ordinarias» el derecho a la transferencia de beneficios es prácticamente nulo en el segundo caso y

108. Dice tal precepto: «si la liquidación de la inversión se realiza a cambio superior al oficial, la transferencia al exterior del importe obtenido recibirá el tratamiento previsto para las inversiones reguladas en el capítulo anterior», es decir, para la I. E. D.



tan sólo limitado a los rendimientos propiamente dichos en el primero¹⁰⁹, nunca al producto obtenido de su desinversión¹¹⁰.

Una última reflexión quisiéramos efectuar en este punto. Podría darse el caso —se ha dado en la práctica— de que a través del mecanismo de la cotización en Bolsa, valores incluidos en ella pero de ordinario no negociados, marcasen en una o varias secciones un cambio elevado o superior al real, circunstancia que aprovecharía el inversionista extranjero para liquidar —principalmente a través de una operación de aplicación— su inversión, obteniendo el derecho a transferir unas plusvalías que, realmente, no se han producido.

Ante esta situación sugerimos que quizás fuesen conveniente que esta norma del «precio oficial» se aplicase a valores de reconocida negociabilidad, tales como los de cotización calificada o asimilados, es decir los que alcancen unos determinados índices de negociación y contratación. En este sentido cabría a las Juntas Sindicales un papel de gran importancia, reprimiendo el posible fraude que por este camino, a no dudarlo, puede producirse.

9. EXPORTACIÓN DE TÍTULOS.

Para concluir con esta breve referencia a la nueva normativa de las I. E. C., creemos que debe aludirse a una cuestión que, creemos, debería tal vez haber abordado el Reglamento de I. E., y es la relativa a la exportación de títulos poseídos por extranjeros y su posterior reingreso en nuestro país.

La norma básica en esta materia, hasta el año 1960, era una Circulación de la Dirección General de Aduanas (n.º 81-V, de 7 de diciembre de 1951); derogada por otra posterior de 11 de octubre de 1960 (n.º 422).

La derogación de la primera Circular citada se justificaba fundamentalmente con la entrada en vigor de la nueva ley arancelaria, pero —como dice GARRIGUES¹¹¹— esta disposición no vie-

109. La Circular del I.E.M.E., n.º 211 —del 16 de abril de 1962— aludía a la transferencia de los «beneficios normales» de la inversión, es decir, «dividendos, intereses e importe de los derechos de suscripción».

110. El producto de la desinversión, al no ser transferible al extranjero, se acredita nuevamente en «cuentas en pesetas interiores» (Circular del I.E.M.E., n.º 211).

111. GARRIGUES WALKER, BARRACÁN y FERNÁNDEZ GARCÍA, «Revisión de la ordenación legal sobre inversiones extranjeras», en *Rev. Derecho mercantil*, Madrid, n.º 84, abril-junio de 1962, págs. 315-316.



ne a aclarar demasiado el problema. En ella sólo se regula, como es lógico, la importación de «acciones, obligaciones o títulos de cualquier clase de sociedades españolas, salvo las excepciones que puedan autorizarse por organismo competente» (Disp. 8.^a, grupo D, n.º 4 de las Disposiciones preliminares para la aplicación del Arancel). Acerca de la exportación nada se dice, y creemos que esta cuestión tiene suficiente importancia práctica para que se le conceda la atención que merece.

Precisamente, la posibilidad de exportar los títulos facilita las operaciones que han de «efectuarse en el extranjero» (a las que se alude en el párrafo 1.º del art. 29 del Reglamento).

Ante el silencio legal es fácil suponer que las normas complementarias que deben aparecer, aclararán la cuestión, aunque cabe esperar que en ningún caso podrán ser exportados los títulos adquiridos con «pesetas interiores y ordinarias», pues de aceptarse una exportación indiscriminada podría quedar burlada la exclusión legal de la posibilidad de transferir al exterior el producto de su desinversión.

Por supuesto que si los títulos que hayan de ser objeto de exportación fuesen de los admitidos a cotización en Bolsa y estuviesen, a su vez, acogidos al nuevo sistema de liquidación y depósito de valores, deberán ser objeto de previa salida del sistema, a tenor de cuanto dispone el art. 7.º del D. de 25 de abril de 1974 y sus concordantes, los arts. 43 a 45 de la O.M. de 20 de mayo del mismo año.

10. CONCLUSIONES.

En trance de sentar algunas conclusiones específicas podríamos definir los aspectos positivos y negativos que presenta la nueva regulación legal de la I. E. en nuestro país.

Entre los primeros:

- 1 — la unificación en un texto legal de las diferentes disposiciones anteriormente vigentes, lo que se traducirá en un incremento del principio de «seguridad jurídica».
- 2 — la aclaración de algunas de las dudas y lagunas que suscitaban los textos derogados, solucionando controversias de interpretación, algunas veces radicales.
- 3 — la decidida lucha que se advierte en las nuevas disposiciones, en un doble frente:
 - por un lado, contra el fraude legal, tratando para ello de fortalecer los resortes de control, y



— por otro, el deseo de reprimir los actos contrarios a la ley, potenciando la intervención de los fedatarios españoles en las operaciones de I. E.

Entre sus aspectos negativos se podrían citar:

- 1 — la inadecuada sistematización que establece entre I. E. D. e I. E. C., no tratando de una forma unitaria las I. E. a través de valores mobiliarios que posibilitan el control de la utilización de los fondos invertidos.
- 2 — la falta de cohesión en el tratamiento de aspectos similares de las I. E. D. y de las I. E. C.
- 3 — La modificación del grado de liberalización existente al introducir exigencias de carácter formal hasta el presente inéditas.
- 4 — Falta de regulación de algunas materias de indudable interés.

Tal vez podríamos ampliar este juicio con una lista general de virtudes y defectos advertidos en la nueva normativa, pero ello alargaría nuestra exposición y, tal vez, nos haría reiterar ideas ya expuestas a lo largo de la misma.

Creemos, como resumen final, que los nuevos textos no responden ni a la expectación que rodeaba el tema antes de su publicación ni a la larga espera a que sus autores nos han sometido desde los ya lejanos días en que se anunció su aparición¹¹².

112. La Ley del tercer Plan de Desarrollo Económico y Social, de 15 de junio de 1972, ya disponía —en su art. 53— que «para lograr la mayor eficacia y oportunidad de las inversiones de capital extranjero y, siguiendo las directrices establecidas en el Plan, el Gobierno refundirá y completará las disposiciones vigentes en esta materia así como coordinará la actuación de los diversos órganos de la Administración que intervengan en su tramitación, con el fin de disponer lo necesario en beneficio de los intereses económicos nacionales».