

dor, se admitirá una predetracción en favor del mismo. No obstante, no se admite con carácter general la predetracción sobre la masa dividenda, figura cuya naturaleza se examina a la vista de la doctrina y jurisprudencia francesas.

6. Visto el contenido de la obra, no podemos concluir sin reiterar uno de sus méritos, cual es el de mostrar al lector la liquidación de la sociedad de gananciales como el relato de las vicisitudes económicas de los cónyuges que inician su matrimonio bajo dicho régimen, partiendo de la disolución del mismo, o, en palabras de la propia autora, como una visión estática del dinamismo característico de la sociedad de gananciales durante su vigencia. La liquidación de este régimen demuestra, en definitiva, la operatividad de las normas dictadas para su vigencia en la fase de liquidación del mismo, en la que encuentran definitiva aplicación.

Se echa en falta, no obstante, un estudio más detallado de nuestra jurisprudencia y, sobre todo, del Derecho Comparado, que abarcara no sólo la legislación francesa, única a la que se presta atención, sino también otras, como la italiana, en la que también se disponen reembolsos y restituciones en la liquidación de la comunidad legal de bienes.

M.<sup>a</sup> EUGENIA RODRÍGUEZ MARTÍNEZ  
Universidad Autónoma de Madrid

**PEINADO GRACIA, Juan Ignacio: «El Pagaré de empresa», Madrid, 1995, págs. 349.**

Al iniciar un estudio monográfico, el primer problema que plantea al joven investigador la temática elegida es si la misma justificará un esfuerzo que puede llegar a ser de años. En el caso que nos ocupa, las dudas se despejan de inmediato pues se nos antoja complicado cuestionar la oportunidad de esta obra. Y es que, hoy por hoy, carecemos de una referencia legal precisa sobre el régimen jurídico aplicable al pagaré de empresa. A su vez, esta situación se ha visto agravada por la práctica ausencia de pronunciamientos judiciales sobre la materia y por el desfase de la literatura jurídica en castellano que parte de una realidad de mercado totalmente ajena a la actual.

También conviene destacar la originalidad de los planteamientos del prof. Peinado Gracia, quien actúa su análisis combinando el enfoque económico y el rigor jurídico, apoyados ambos en un profundo conocimiento de la estructura técnica y la función económica de la institución.

Para su desarrollo, divide el trabajo en tres Secciones. La primera, denominada «Marco jurídico-económico del mercado español de pagarés de empresa»; la segunda, «Régimen jurídico del pagaré de empresa en cuanto título»; y la tercera, «El pagaré de empresa como valor negociable». Asimismo, cada Sección se compone de dos Capítulos. Como se comprobará, no es fruto de la casualidad esta estructuración, pues el primer objetivo de esta obra es, para el autor, el estudio del pagaré de empresa considerado como título y como activo financiero.

## I

No descuida en la Introducción a la obra un repaso temporal de la figura. En el origen, la situación económico-jurídica del mercado español aconsejó concebirlo como un instrumento de carácter bursátil. Así se diseña un efecto de comercio cambiario, emitido al descuento en el seno de «programas», y cuya función económica es la de conseguir crédito a corto plazo, por cauces ajenos a los habituales del sistema crediticio. Se trata de un pagaré a la orden con la cláusula de endoso en blanco, lo que a los efectos de circulación lo asemeja a un título al portador. El mercado conoció un rápido crecimiento que se trunca con la aparición de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, la cual produce un desplazamiento en las preferencias del inversor hacia otros productos sustitutivos, como las imposiciones a plazo y los pagarés del Tesoro. Además, se hace sentir el efecto de una variada serie de fenómenos jurídicos y económicos que influirán en la actual configuración del pagaré de empresa. Entre los mismos, cabe citar: la aprobación de la Ley Cambiaria y del Cheque, el reconocimiento como mercado secundario no organizado de pagarés de empresa de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, la desaparición de los Agentes de Cambio y Bolsa, la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, la proliferación de disposiciones de la autoridad monetaria para influir sobre la cuantía de los Activos Líquidos en manos del Público, o la internacionalización y la «desregulación» de los mercados financieros.

Consecuencia de las notas precedentes es el clima de inseguridad jurídica que en muchas ocasiones ha presidido las actuaciones en el mercado de pagarés de empresa, y que se trata de paliar con la generación por parte de los operadores de un clima de seguridad privada al margen de las previsiones legales.

Tras este planteamiento general, en el Capítulo II, el autor define su posición respecto a la naturaleza jurídica del pagaré de empresa, tarea impostergable si se pretende ensayar el concepto de la institución así como delimitar el régimen jurídico aplicable. Para el conocimiento de su naturaleza jurídica revisa pormenorizadamente las características del mercado americano del «commercial paper», admitido casi unánimemente por la doctrina como antecedente y como inspiración inmediata de nuestro pagaré de empresa. La ausencia de garantías en la emisión ha sido el factor clave a la hora de asimilar ambas figuras, pues nuestro valor negociable también se caracteriza por emitirse bajo la exclusiva garantía del emisor. A continuación demuestra como algunos contratos denominados «de garantía» importados de la práctica financiera estadounidense no cumplen tal función para los inversores, como en el caso de las garantías de colocación y liquidez. Por otra parte, algunos de los habitualmente utilizados en el mercado americano no se han incorporado todavía a las prácticas financieras nacionales; sirvan de ejemplo las emisiones cubiertas por compañías de seguros, o las emisiones de «commercial paper» por titulación de activos («asset-backed paper»).

La consecuencia de todo lo anterior es que el pagaré de empresa puede quedar delimitado por sus elementos mínimos, comunes, y afines al «commercial paper».

Es así que por «pagaré de empresa» se entiende la promesa de pago, pura y simple, incorporada a un valor, emitida al descuento y con un corto plazo de vencimiento. Dicha promesa de pago se inscribe habitualmente en el seno de un «programa» de financiación.

## II

En la II Sección se aborda el problemático encaje del concepto anteriormente expuesto en las distintas categorías de títulos-valor, diferenciando las especies que en ellas pueden inscribirse. De esta forma, estudia la posible subsunción de los pagarés de empresa en aquellos títulos-valor tipificados que, ya entre los valores mobiliarios, ya entre los efectos de comercio, incorporen una promesa incondicionada de pago.

No oculta el prof. Peinado que parte de una delimitación no indiscutida, esto es, la distinción entre «efectos de comercio» y «valores mobiliarios», la cual encuentra su origen esencialmente en trabajos doctrinales, desde los cuales se predicán diferentes características para una y otra categoría. Para el autor, el criterio distintivo es el de la unidad o pluralidad de negocios subyacentes, es decir, cuando nos situemos ante valores que incorporan tantos negocios subyacentes como valores se emiten, se estará en presencia de «efectos de comercio»; y, en cambio, cuando tales valores incorporen cuotas de un único negocio, se tratará de «valores mobiliarios».

En cuanto a los valores mobiliarios, examina la posibilidad de extender el ámbito de aplicación del régimen de las obligaciones a los pagarés de empresa. En este sentido, según el prof. Broseta, aunque la doctrina continental haya considerado siempre a los pagarés de empresa como efectos de comercio de utilización y emisión individualizada, caso a caso y negocio a negocio, su reciente evolución ha demostrado que *de facto* se han convertido en verdaderos títulos emitidos en masa y, por ello, en verdaderos valores mobiliarios, que, por el volumen de deuda que crean para las grandes sociedades emisoras, deberían, quizá, someterse en algunos casos al régimen propio de la emisión de obligaciones. De la misma opinión es el prof. Paz Ares, para quien el pagaré de empresa debe someterse a la disciplina contenida en los arts. 111-132 LSA. Y ello, porque tal disciplina, como expresamente señala el art. 111 LSA se aplica no sólo a las obligaciones sino también a «otros títulos que reconozcan o creen una deuda». Teniendo en cuenta que el pagaré de empresa constituye una vía de financiación similar a las obligaciones y que con él inequívocamente se crea una deuda, no hay razón alguna para permitir su emisión al margen de las garantías establecidas en la LSA. Así, la opinión contraria sostenida en base a consideraciones estrictamente formalistas sería inexacta, pues la ley quiso excluir tales consideraciones formalistas al señalar en el ya citado art. 111 que la normativa se aplica a las obligaciones u «otros títulos que reconozcan o creen una deuda». Lo determinante para saber si una ley es aplicable es su *ratio*; y si la *ratio* de ésta es proteger a los inversores, no hay razón para sostener que los adquirentes de pagarés necesiten menor tutela que los adquirentes de obligaciones.

Las anteriores precisiones no son compartidas por el prof. Peinado, quien estima que pese a tratarse de un título con substantividad propia, lo cierto es que el pagaré de empresa representa (en sentido económico) también una cuota sobre un crédito ofertado al público. Y es esta función económica co-

mún, la que les hace compartir a obligaciones y pagarés algunas previsiones normativas, relativas precisamente a la publicidad de las condiciones del crédito que el emisor quiere tomar.

Pero los defensores de la tesis de unidad de valores bajo diferentes denominaciones, en realidad, desnaturalizan en sus argumentaciones la operación financiera que el pagaré de empresa representa, creando de este modo un «pseudopagaré» tan parecido a una obligación que resulta una obligación misma. A su juicio, las características propias del pagaré lo dotan de autonomía; sin embargo, algunas de estas características (corto plazo o bajo riesgo) no encuentran apoyo en ningún instrumento vinculante, lo que impide darles definitiva relevancia, ya que están únicamente confiadas a la voluntad del emisor y a la receptibilidad del mercado.

En la unidad o pluralidad de negocios jurídicos en la emisión de pagarés de empresa reside, en definitiva, el elemento diferenciador entre los mismos y las obligaciones. Las obligaciones representan un contrato único, ratificado por cada acto de subscripción; en cambio, en el caso de los pagarés, éstos incorporan una pluralidad de contratos de crédito inmersos en un «programa» de emisión en masa. De esta diferencia se deduce un muy relevante efecto: las obligaciones de una misma serie dotan a sus titulares de unos mismos derechos, y ni mucho menos ocurre así cuando se trata de pagarés de empresa.

En consecuencia con lo anterior, afirma que el régimen jurídico previsto en el Capítulo X del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas no puede ser aplicado al título-valor que nos ocupa, sin que ello implique necesariamente un menor grado de protección a su tenedor. Sólo la regulación de los mercados y sus normas de acceso, ámbitos en los que concurren regulaciones estatales y autonómicas, garantizan la información pública y veraz necesaria para la seguridad del inversor.

Además, de las características enunciadas del pagaré de empresa, deduce que este valor no puede ser integrado dentro de la categoría doctrinal de «valores mobiliarios», pues es común a toda la especie la existencia de un único contrato, al que se remiten necesariamente la totalidad de los títulos cuya subscripción representa la ratificación del contrato de referencia por sus tomadores y su subrogación en una de las partes.

Desechada la posibilidad de asimilar el pagaré de empresa con aquellos valores mobiliarios que crean o reconocen una deuda, se afronta en el Capítulo IV una similar comparación con los diferentes efectos de comercio que incorporan semejante negocio. Éstos serían: 1.º) El pagaré cambiario regulado en la Ley Cambiaria y del Cheque (arts. 94 y ss. ). Y 2.º) El pagaré al portador previsto en los supérstites arts. 544 y ss. del Código de Comercio.

En lo que respecta al pagaré cambiario regulado en la LCCH, la práctica general del mercado desde el año 1986 no ha sido la emisión de pagarés de empresa como títulos cambiarios amparados en la LCCH, a pesar de que esta normativa no contiene auténticos elementos impeditivos para que pueda realizarse. Las dificultades más importantes del soporte cambiario serían su régimen de transmisión, su régimen fiscal y su incapacidad para la desmaterialización.

Llegados a este punto, el prof. Peinado realiza su principal aportación al considerar a los pagarés de empresa como efectos de comercio generalmente emitidos al portador y, que como tales, encuentran su régimen jurídico básico en los arts. 544 y ss. del Código de Comercio. Los referidos preceptos sancio-

nan la base legal que faculta a la autónoma libertad de las partes para la conformación de los títulos según aquella forma específica de emisión. Con la emisión de los pagarés de empresa como efectos al portador, se solventan buena parte de los problemas enunciados para su documentación como títulos cambiarios. Así, el pagaré de empresa se emite bajo la responsabilidad del firmante, sin que el intermediario haya de incorporar su propia garantía.

Por el juego conjunto de los arts. 544 y ss. del C. Com., el pagaré de empresa se rige por el principio de libertad de forma. Esta libertad de forma se aprecia en dos campos distintos. De una parte, y contrariamente a lo que sucede con otros valores como la letra de cambio, en lo que respecta al aspecto general rige el principio de libertad formal.

La segunda vertiente en la que se aprecia esta libertad de forma es en las menciones preceptivas del pagaré de empresa. No obstante, y no por imperativo legal sino por la propia existencia y coherencia de la promesa de pago documentada, se hace necesario que todo pagaré de empresa contenga algunas menciones ya deducidas en el propio negocio incorporado: manifestación que recoja una voluntad incondicionada de pagar al vencimiento, circunstancias del negocio (fecha de giro, fecha de vencimiento, lugar de pago, cuantía), sujetos activo y pasivo. Además, el promitente deberá suscribir el documento.

En consonancia con la aludida libertad formal, el pagaré de empresa cuya emisión queda acogida al contenido de los arts. 544 y ss. del C. Com., no precisa (pese a ser un título causal) hacer expresa mención de la «cláusula valor». En este supuesto, en realidad la causa se presupone (art. 1277 del Código Civil), y se desplaza a quien oponga su inexistencia el *onus probandi* de tal eventualidad (arts. 1214 y 1250 del CC): de esta forma, se acaba dando lugar a una situación calificada como de abstracción procesal de la causa.

Como última característica, según se desprende del art. 544 del C. Com., el pagaré de empresa al portador puede acceder al procedimiento ejecutivo, sin más requisitos que el reconocimiento de su firma por parte del deudor. Ciertamente, la ejecución de los pagarés de empresa al portador puede hacerse por dos vías: como títulos al portador o como documento privado reconocido. Pero, una vez analizadas las dificultades del art. 1429-5.º de la Ley de Enjuiciamiento Civil, el autor señala correctamente como expediente más idóneo para la ejecutoriedad del pagaré de empresa, el contenido en el párrafo 2.º de este mismo artículo.

En cuanto al acceso a la vía ejecutiva de los pagarés incorporados a anotaciones contables, identifica como clave la promulgación de la Ley 10/1992, de 30 de abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal, que al adicionar un párrafo 7.º al art. 1429 de la LEC, apareja la ejecución al documento de legitimación propio de las anotaciones contables, esto es, la certificación expedida por las entidades depositarias, acompañada de copia de la escritura pública de representación o emisión de los valores.

### III

En la tercera Sección de la obra, el autor parte de la convicción de que los diferentes regímenes jurídicos comprendidos dentro de la categoría de los títulos-valores son insuficientes para tutelar todos los intereses públicos y privados en conflicto. En este sentido, destaca la dificultad de encajar al pagaré de empresa dentro de las figuras tradicionales de los títulos-valor debido a la

aparición de un nuevo concepto, de origen económico, recogido en ocasiones por el legislador sin definirlo y que supera las categorías tradicionales. Se trata de la noción de activo financiero. Bajo dicha condición parecen recogerse instrumentos atípicos de muy variada naturaleza, considerados por su destinatario como instrumentos de inversión. Pretende por ello reconstruir un régimen jurídico comprendido, de una parte, por las normas propias del pagaré de empresa en cuanto título y, de otra, por las normas que le son aplicables en cuanto objeto de mercados financieros. No podemos olvidar que la naturaleza jurídica se define en función de la operación financiera a la que sirve, las condiciones en que se negocia, y el ámbito determinable de sus posibles tomadores. Y son precisamente estos tomadores los que aparecen como sujetos a tutelar por una legislación que ha de tener en la protección del inversor/consumidor uno de sus principios básicos.

Lo anterior le obliga, como paso previo a la conceptualización económica, a describir el contenido de las tres variables que necesariamente se hallan presentes en todos los tipos de activos financieros en forma y proporción diversa. A saber: la liquidez, el riesgo y la rentabilidad.

En el último Capítulo, examina las cuestiones básicas relativas a la consideración del pagaré de empresa como «valor negociable», entendiendo «valor negociable» como la traducción jurídica del concepto económico de activo financiero ensayado en el Capítulo V. Así, sin perjuicio del concepto que puede ser extraído del art. 2.º f, RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, define a los «valores negociables» como derechos documentados de participación en una sociedad o en un crédito no vencido, ofertados al público y dotados de un mercado organizado, tanto en su emisión como en su eventual circulación posterior (en orden a la distinción entre «valor negociable» y «valor mobiliario simple» se pueden seguir varios criterios; quizás el más interesante sea el ofrecido por Alonso Espinosa al atender al grado de liquidez; de esta forma los valores negociables se singularizan por tener un «plus de liquidez» resultante de la negociación pública). Tras esto, contrasta los elementos descritos de todo valor negociable con las características de los pagarés de empresa y, profundiza en aspectos de su documentación, mercados de negociación, derechos de participación, y oferta al público mediante emisiones. En este apartado, es significativa la intuición del autor al establecer la necesidad de protección («*need of protection*») como criterio determinante en la aplicación de las prescripciones de carácter tuitivo contenidas en el citado RD 291/1992.

#### IV

Todas las cuestiones reseñadas constituyen el soporte de una excelente visión sintética y, a la vez, exhaustiva de la institución jurídica. Donde destaca, muy especialmente, la decisiva contribución del autor a la modernización de la dogmática en esta compleja materia, en la cual Economía y Derecho aparecen fuertemente implicadas.