

# LA APLICACION EN ESPAÑA DE LA LIBERTAD DE CIRCULACION DE CAPITALS

Por ANGEL BOIXAREU CARRERA

*Sumario:* I. **NORMATIVA COMUNITARIA:** A. *Introducción.* B. *Consideraciones generales.* C. *Disposiciones del Tratado CEE:* 1. Juicio crítico. 2. Examen particularizado. D. *Disposiciones de derecho derivado:* 1. Directivas de aplicación del art. 67 TCEE. 2. Directivas de aplicación del art. 106 TCEE. E. *Cláusulas de salvaguardia.*—II. **LAS NEGOCIACIONES DE ADHESION:** A. *Consideraciones generales.* B. *Contenido del acuerdo en materia de pagos corrientes y transacciones invisibles:* 1. Pagos corrientes. 2. Transacciones invisibles. C. *Contenido del acuerdo en materia de movimientos de capitales en sentido estricto.*—III. **NORMATIVA ESPAÑOLA:** A. *Inversiones extranjeras en España:* 1. Nociones generales. 2. Formas de inversión. 3. Regímenes específicos. B. *Inversiones españolas en el exterior:* 1. Consideraciones generales. 2. Formas de inversión. C. *Transacciones invisibles.* D. *Control de cambios.* E. *Conclusión.*

## I. Normativa comunitaria

### A. INTRODUCCIÓN:

La doctrina más autorizada en cuestiones jurídico-comunitarias (entre otros, Mégret y Börner) suele referirse a la existencia de cinco grandes libertades dentro del Tratado creador de la CEE (en adelante, TCEE): libertad de circulación de mercancías (arts. 9.º-37) y de trabajadores (arts. 48-51), libertad de establecimiento (arts. 52-58) y de prestación de servicios (arts. 59-66), y libre circulación de capitales (arts. 67-73).

La libertad de circulación de capitales, abordada en los preceptos citados en desarrollo del mandato contenido en el artículo 3.º c) TCEE, con arreglo al cual «la acción de la Comunidad llevará consigo... la supresión,

entre los Estados miembros, de los obstáculos a la libre circulación de... capitales», persigue, como finalidad última, la creación de un «espacio financiero» integrado, condición imprescindible para la consecución de la unión económica y monetaria articulada, de momento, en torno al Sistema Monetario Europeo.

## B. CONSIDERACIONES GENERALES

A diferencia de las otras cuatro libertades fundamentales, que aparecen enunciadas en el TCEE con caracteres más firmes, las disposiciones referentes a la libre circulación de capitales están sometidas a una clara relativización, que se manifiesta sobre todo en los siguientes hechos:

a) *Incidencia en la política económica de los Estados miembros*: en realidad, ésta es la causa principal —como afirma Sánchez-Bella Carswell— de que los artículos del TCEE en esta materia estén concebidos de modo tan poco terminante.

Al crear el Mercado Común, los Estados miembros sólo pudieron ponerse de acuerdo para lograr una coordinación de sus políticas económicas —cfr. art. 3, g), desarrollado en arts. 104 y 105—, pero no una genuina unificación de las mismas, por ser ésta una cuestión que afecta directamente a sus prerrogativas soberanas. En concreto, la situación económica de Francia en 1957, con un fuerte déficit en su balanza de pagos, influyó notablemente en la timidez con que se redactó el capítulo del TCEE dedicado a la libre circulación de capitales.

b) *Carácter accesorio de las demás libertades fundamentales*: como veremos al analizar el artículo 106 relativo a los pagos corrientes, la naturaleza instrumental de la libre circulación de capitales suele mostrarse, con frecuencia, en que tanto el Derecho primario como derivado sólo la imponen cuando su inexistencia constituya la única limitación importante para lograr la efectiva realización de la libre circulación de mercancías o de la libre prestación de servicios.

c) *Escasa fuerza vinculante*: expresiones como las siguientes devalúan su poder normativo:

- «en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común» (art. 67-1);
- «los Estados miembros concederán con la mayor liberalidad posible...» (art. 68-1);
- «los Estados miembros procurarán no introducir...» (art. 71-1);

- «en la medida en que su situación económica... se lo permita» (art. 71-2);
- «los Estados miembros mantendrán informada a la Comisión sobre los movimientos de capitales... de que tengan conocimiento» (art. 72).

d) *Falta de efecto directo*: la opinión mayoritaria de la doctrina (así, por ejemplo, Ress) coincide en señalar que, dado el tenor de los artículos 67 a 73, a que acabamos de aludir, no puede predicarse el efecto directo de estos preceptos, con la excepción del artículo 68.2, aplicación del principio general contenido en el artículo 7.º TCEE que prohíbe la discriminación por razón de la nacionalidad, y redactado, por lo demás, en términos suficientemente claros y precisos como para que de él pueda derivarse su aplicabilidad directa.

En concreto, entre la reciente jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la CEE, la sentencia recaída en el caso Casati, de 11 de noviembre de 1981 (asunto 203/80), ha subrayado que el artículo 71.1 carece de efecto directo.

e) *Abundancia de cláusulas de salvaguardia*: utilizables por los Estados en función de sus respectivas medidas de política económica. Maestripiери enumera las siguientes: artículos 70, 73, 103, 107.2, 108 y 109 TCEE.

f) *Estados con regímenes de excepción*: en estos momentos, y en aplicación todas ellas de la cláusula de salvaguardia prevista en el artículo 108.3 TCEE, el inventario de los actos de las Comunidades Europeas en el sector de los asuntos económicos y financieros recoge las siguientes excepciones a la libre circulación de capitales:

- Francia: Decisión 68/406/CEE de la Comisión, de 4 de diciembre de 1968.
- Italia: Decisión 74/287/CEE de la Comisión, de 8 de mayo de 1974, modificada por la Decisión 75/355/CEE de la Comisión, de 26 de mayo de 1975.
- Dinamarca: Decisión 78/152/CEE de la Comisión, de 22 de diciembre de 1977.
- Irlanda: Decisión 78/153/CEE de la Comisión, de 22 de diciembre de 1977.
- Reino Unido: Decisión 78/154/CEE de la Comisión, de 22 de diciembre de 1977.

g) *Aplicación exclusiva a los capitales privados*: los movimientos de capitales de naturaleza pública no quedan comprendidos dentro de las

disposiciones liberalizadoras. Así, con referencia a los empréstitos públicos, dispone el artículo 68.3 TCEE que:

«Los empréstitos destinados a financiar directa o indirectamente a un Estado miembro o a sus entes públicos territoriales sólo podrán ser emitidos o colocados en los demás Estados miembros cuando los Estados interesados hayan llegado a un acuerdo al respecto. Esta disposición no será obstáculo para la aplicación del artículo 22 del Protocolo sobre los Estatutos del Banco Europeo de Inversiones.»

## C. DISPOSICIONES DEL TRATADO CEE

### 1. Juicio crítico

Se suele achacar a las normas del TCEE sobre movimientos de capitales un doble defecto:

a) *Falta de sistemática*: a pesar de que los artículos 67 a 73 son los específicamente consagrados, según el epígrafe del capítulo que los agrupa, a los «Capitales», lo cierto es que existen otras normas fundamentales en esta materia —en concreto los arts. 103 a 109— incluidas en los capítulos I y II del título II de la tercera parte del TCEE, relativo a la «política económica».

b) *Terminología imprecisa*: según Maestriperieri, la libre circulación de capitales en sentido amplio comprende el siguiente «tríptico»:

— *Movimientos de capitales en sentido estricto*: el TCEE no define lo que debe entenderse por movimientos de capitales, por lo que, en una reciente sentencia de 31 de enero de 1984, dictada en el caso G. Luisi y G. Carbone contra el Ministerio del Tesoro italiano (asuntos 286/82 y 26/83), el Tribunal de Justicia se ha visto obligado a precisar que los «movimientos de capitales son operaciones financieras que persiguen esencialmente la colocación o la inversión de la suma en cuestión y no la remuneración de una prestación».

— *Pagos corrientes*: la definición más utilizada de los mismos, aunque criticada, es la contenida en el artículo XIX (i) de los Estatutos del FMI. Por su parte, el Tribunal de Luxemburgo, en la sentencia mencionada, ha afirmado que «el sistema general del Tratado muestra, y una comparación entre los artículos 67 y 106 confirma, que los pagos corrientes son transferencias de divisas que constituyen una contraprestación en el marco de una transacción subyacente».

- *Transacciones invisibles*: normalmente se suele acudir al «Código de liberación de las operaciones invisibles corrientes» adoptado por la OCDE, que contiene, en su anexo A, la lista de estas operaciones. Además, el anexo III del TCEE contiene la lista de las transacciones invisibles previstas en su artículo (106.3).

## 2. Examen particularizado

- a) *Movimientos de capitales en sentido estricto*: el artículo 67.1 establece lo siguiente:

«Los Estados miembros suprimirán progresivamente entre sí, durante el período transitorio y en la medida necesaria para el buen funcionamiento del mercado común, las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas residentes en los Estados miembros, así como las discriminaciones de trato por razón de la nacionalidad o residencia de las partes o del lugar de colocación de los capitales.»

Este precepto se completa con el artículo 68.1, relativo al control de cambios, cuestión íntimamente relacionada con los movimientos de capitales, pues, en definitiva, la efectividad de la libre circulación de éstos depende de la existencia de una legislación y, sobre todo, de una práctica administrativa permisiva en relación con las autorizaciones de cambio. Establece esta disposición que:

«Los Estados miembros concederán con la mayor liberalidad posible, respecto de las materias a que se hace referencia en el presente capítulo, autorizaciones de cambio en la medida en que éstas sean aún necesarias después de la entrada en vigor del presente Tratado.»

Los artículos 70 y 72 se refieren a los movimientos de capitales entre los Estados miembros y terceros países, mientras que el artículo 71, aunque, como vimos, con una redacción poco coercitiva, viene a sentar la cláusula de *stand still* en la materia.

- b) *Pagos corrientes*: el artículo 67.2, máximo ejemplo de encaje sistemático defectuoso, dispone que:

«Los pagos corrientes relacionados con los movimientos de capitales entre los Estados miembros quedarán liberados de cualquier restricción, a más tardar, al final de la primera etapa.»

Por su parte, el artículo 106.1, 2, al que Ehlermann atribuye efecto directo, preceptúa que:

«1. Cada Estado miembro se compromete a autorizar los pagos relacionados con los intercambios de mercancías, servicios y capitales, así como las transferencias de capitales y salarios, en la moneda del Estado miembro donde resida el acreedor o el beneficiario, en la medida en que la circulación de mercancías, servicios, capitales y personas haya sido liberalizada entre los Estados miembros en aplicación del presente Tratado.

Los Estados miembros se declaran dispuestos a proceder a una liberalización de sus pagos mayor de la prevista en el párrafo anterior, siempre que su situación económica, en general, y la situación de su balanza de pagos, en particular, se lo permitan.

2. En la medida en que los intercambios de mercancías y servicios y los movimientos de capitales estén únicamente limitados por restricciones de los pagos correspondientes, se suprimirán progresivamente dichas restricciones mediante la aplicación analógica de las disposiciones de los capítulos relativos a la supresión de las restricciones cuantitativas, la liberalización de los servicios y la libre circulación de capitales.»

Aunque la difícil armonización de ambos artículos ha provocado una larga polémica doctrinal, lo que interesa retener, a nuestros efectos, es que su común finalidad es, en todo caso, la liberalización de los pagos corrientes.

c) *Transacciones invisibles*: con arreglo al artículo 106.3:

«Los Estados miembros se comprometen a no introducir en sus relaciones nuevas restricciones a las transferencias relacionadas con las transacciones invisibles enumeradas en la lista del anexo III del presente Tratado.»

## D. DISPOSICIONES DE DERECHO DERIVADO

### 1. *Directivas de aplicación del artículo 67 TCEE*

Con base en el artículo 69 TCEE, y para lograr la progresiva aplicación del artículo 67, se aprobaron dos Directivas: la primera de 11 de mayo de 1960 y una segunda de 18 de diciembre de 1962 (63/21/CEE), que completa y modifica a la anterior. Estas directivas clasifican a los movimientos de capitales en cuatro listas, de mayor a menor grado de liberalización, a las que se acompañan una nomenclatura y unas notas explicativas.

Las cuatro listas mencionadas son las siguientes:

a) *Lista A* (inversiones directas y su liquidación, inversiones inmobiliarias, movimientos de capitales de carácter personal, etc.): su liberaliza-

ción, según el artículo 1.º de la primera directiva, es total, pero requieren una autorización de cambio individual.

b) *Lista B* (operaciones de mercado secundario sobre títulos-valores negociados en Bolsa): según el artículo 2.º de la primera directiva, quedan totalmente liberalizadas mediante autorizaciones de carácter general.

c) *Lista C* (mercado de emisiones, operaciones sobre títulos no negociados en Bolsa, operaciones diversas a medio y largo plazo, etc.): según el artículo 3.º de la primera directiva, su liberalización no es absoluta, dado que el Estado miembro puede «mantener o restablecer las restricciones de cambio... existentes en la fecha de entrada en vigor de la presente directiva» cuando la libertad de dichos movimientos de capitales pueda obstaculizar la realización de los objetivos de la política económica de un Estado miembro.

d) *Lista D* (colocaciones en el mercado monetario y otras operaciones a corto plazo): la primera directiva no impone a los Estados ninguna medida de liberalización, estando, según su artículo 7.º únicamente obligados a informar a la Comisión de cualquier modificación introducida en sus disposiciones reguladoras de dichos movimientos de capitales.

## 2. *Directivas de aplicación del artículo 106 TCEE*

Son las dos siguientes:

a) Directiva del Consejo de 31 de mayo de 1963 (63/340/CEE) tendente a suprimir toda prohibición o restricción al pago de la prestación de servicios cuando los intercambios de servicios estén únicamente limitados por restricciones de los pagos correspondientes, que desarrolla el artículo 106.2.

b) Directiva del Consejo de 30 de julio de 1963 (63/474/CEE) para la liberación de las transferencias relativas a las transacciones invisibles no ligadas a la circulación de mercancías, servicios, capitales y personas, adoptada con base en el artículo 106.3.

## E. CLÁUSULAS DE SALVAGUARDIA

Siguiendo la enumeración de Maestripiéri, el TCEE prevé las siguientes:

a) *Art. 70.2*: en relación con los movimientos de capitales entre los Estados miembros y terceros países.

b) *Art. 73*: en caso de que los movimientos de capitales provoquen

perturbaciones en el funcionamiento del mercado de capitales de un Estado miembro.

c) *Art. 103*: en aplicación del mismo, relativo a la política de coyuntura, se ha adoptado la Directiva del Consejo de 21 de marzo de 1972 (72/156/CEE) para la regulación de los flujos financieros internacionales y la neutralización de sus efectos perniciosos en la liquidez interna.

d) *Art. 107.2*: en materia de tipos de cambio, para el caso de que un Estado miembro proceda a una modificación de su tipo de cambio que falsee gravemente las condiciones de competencia, precepto que debe ponerse en relación con los mecanismos de cambio y de intervención previstos en el Sistema Monetario Europeo (*cours-pivot* o tipo de cambio central del ECU, indicador y umbral de divergencia, etc.).

e) *Arts. 108 y 109*: referidos ambos a problemas de la balanza de pagos, aludiendo el primero al «caso de dificultades o de amenaza grave de dificultades en la balanza de pagos de un Estado miembro» y el segundo al «caso de crisis súbita en la balanza de pagos». En ambos supuestos, si la acción emprendida por un Estado miembro para corregir dichos desequilibrios y, en su caso, las medidas sumergidas por la Comisión resultaren insuficientes para superarlos, la Comisión recomendará al Consejo, previa consulta al Comité Monetario, la concesión de una asistencia mutua.

## II. Las negociaciones de adhesión

### A. CONSIDERACIONES GENERALES

A pesar del contexto de crisis o, cuando menos, de marcada recesión en que ha vivido la economía mundial desde 1974, durante esta última década nuestro país ha intentado llevar a término una reforma en sentido aperturista y liberalizador de nuestro sistema financiero que se ha centrado, básicamente, en la aprobación de una nueva normativa sobre inversiones extranjeras en España, inversiones españolas en el exterior y control de cambios, por lo que respecta al sector exterior.

La situación económica internacional sirve para explicar el que este proceso de modernización y homologación de nuestros mercados financieros con los de los restantes países occidentales haya debido llevarse a cabo con cautela, lo que se manifiesta, sobre todo, en el campo de la regulación de las inversiones por residentes en España en el extranjero. De



ahí que todas las «excepciones temporales» acordadas en el marco de las negociaciones de adhesión a la CEE se refieran exclusivamente a este campo, a fin de evitar una súbita disminución del nivel de nuestras reservas de divisas y de las posibilidades de financiación de nuestro sector privado, bastante mermadas ya por el efecto de «crowding out».

El hecho de que nuestro país sea un importador neto de capitales y la previsión de que seguirá comportándose así en el futuro han determinado la inexistencia de medidas transitorias por lo que respecta a las inversiones en España de no residentes. Esta voluntad de favorecer, aunque de un modo controlado, las inversiones extranjeras se pone claramente de relieve, por ejemplo, en el párrafo tercero de la exposición de motivos del Decreto 3021/1974, de 31 de octubre, por el que se sanciona con fuerza de Ley el texto refundido de las disposiciones legislativas sobre inversiones extranjeras en España (en adelante, LIE), con arreglo al cual:

«La legislación sobre inversiones extranjeras ha servido eficazmente los fines que determinaron su adopción, como parte de la política económica encaminada a conseguir una mayor apertura exterior de nuestra economía y la mejora en su grado de competitividad. Ha supuesto, además, un marco jurídico adecuado para atraer capitales extranjeros, que han jugado un papel relevante en el desarrollo económico de nuestro país. Sin embargo, la proliferación de disposiciones nacidas en momentos diversos, la existencia de algunas lagunas legales y de ciertas prácticas contrarias al espíritu de la legislación existente, hacen deseable la publicación de un texto refundido que venga a resolver dichos problemas sin modificar el cuadro básico de la legislación ni su carácter de instrumento de atracción para el capital extranjero.»

Así, pues, a continuación se transcribe el contenido del acuerdo a que se llegó en la décima sesión ministerial de la conferencia negociadora entre España y la CEE, celebrada en Bruselas el 22 de marzo de 1982, sobre movimientos de capitales, distinguiendo entre pagos corrientes y transacciones invisibles, de una parte, y movimientos de capitales en sentido estricto, de otra.

## B. CONTENIDO DEL ACUERDO EN MATERIA DE PAGOS CORRIENTES Y TRANSACCIONES INVISIBLES

### 1. *Pagos corrientes*

El compromiso español, según consta en el CONF-E/30/82, es el siguiente:

«España liberalizará, desde la fecha de la adhesión, el conjunto de los pagos corrientes de acuerdo con las obligaciones derivadas de los artículos 67, apartado 2 y 106, apartados 1 y 2, del Tratado CEE.»

## 2. *Transacciones invisibles*

El compromiso español es en este caso similar al contraído en materia de pagos corrientes, con la diferencia de que en el supuesto de las transacciones invisibles no se mencionan expresamente unos preceptos legales determinados, sino que se hace una referencia genérica al «acquis» o acervo comunitario aplicable:

«España liberalizará, desde la fecha de la adhesión, el conjunto de las operaciones en el campo de las transacciones invisibles de acuerdo con las disposiciones del acervo comunitario en la materia.»

## C. CONTENIDO DEL ACUERDO EN MATERIA DE MOVIMIENTOS DE CAPITALES EN SENTIDO ESTRICTO

Las únicas «excepciones temporales» acordadas se refieren, como ya quedó señalado, a las diversas formas de inversiones en los Estados miembros por residentes en España:

«1. España liberalizará, desde la fecha de la adhesión, todos los movimientos de capitales enumerados en las listas A y B de la directiva de 11 de mayo de 1960, completada y modificada por la directiva de 18 de diciembre de 1962, y que no se hallen comprendidos en la lista de excepciones temporales presentadas por la delegación española y mencionadas a continuación en el apartado 2.

2. La Conferencia constata la existencia de un acuerdo acerca de las excepciones temporales para las operaciones que se mencionan seguidamente:

a) Adquisición por residentes en España de títulos extranjeros negociados en Bolsa, con excepción de los casos en que estas operaciones estén ya liberalizadas en la legislación española.

i) Queda entendido que serán mantenidas las disposiciones actuales relativas a las operaciones sobre títulos realizadas por las Compañías de Seguros, la Banca Comercial y la Banca Industrial, así como por los Fondos y Sociedades de Inversión, según lo establecido por el artículo 11, apartado 1, del Real Decreto de 14 de septiembre de 1979.

ii) La duración de la aplicación de la excepción temporal para la

adquisición por residentes en España de títulos extranjeros negociados en Bolsa, con excepción de los casos en que estas operaciones estén ya liberalizadas en la legislación española, será de tres años después de la fecha de adhesión.

- b) Inversiones inmobiliarias en los Estados miembros actuales efectuadas por residentes en España en la medida en que estas inversiones no se hallen en relación con la emigración en el marco de la libre circulación de trabajadores o del derecho de establecimiento.

La duración de la aplicación de esta excepción temporal será de cinco años después de la fecha de adhesión.

- c) Inversiones directas por residentes en España en las empresas de los Estados miembros actuales que tengan por objeto la adquisición y la propiedad de títulos-valores.

La duración de la aplicación de esta excepción temporal será de tres años después de la fecha de adhesión.

- d) Inversiones directas por residentes en España en las empresas de los Estados miembros actuales que tengan por objeto la adquisición, la posesión o la explotación de bienes inmuebles.

La duración de la aplicación de esta excepción temporal será de cinco años después de la fecha de adhesión.»

### III. Normativa española

#### A. INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA

##### 1. *Nociones generales*

Mientras las directivas comunitarias de 11 de mayo de 1960 y de 18 de diciembre de 1962, adoptadas a fin de lograr la progresiva aplicación del artículo 67 TCEE, se asientan en los conceptos de «residente» y «no residente», con abstracción de su nacionalidad, la LIE, al precisar la noción de inversiones extranjeras en los apartados 1 y 3 de su artículo 1.º, se fija en la nacionalidad del inversor como criterio delimitador:

«1. A los efectos de la presente Ley, se entenderá por inversiones extranjeras 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.

3. De igual forma, a los efectos de la presente Ley, se considerarán inversiones extranjeras, 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.»

Un paso importante hacia la eliminación de esta diferencia de criterio entre, de una parte, la LIE y su Reglamento (en adelante, RIE), aprobado por el Decreto 3022/1974, de 31 de octubre, y, de otra, las Directivas comunitarias sobre libre circulación de capitales, fue dado mediante el Real Decreto 622/1981, de 27 de marzo, sobre adaptación del régimen de inversiones extranjeras a lo dispuesto en la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre control de cambios, en cuya exposición de motivos se lee que, en lo sucesivo, se tomará «como criterio general para la calificación del sujeto como inversor extranjero el de la residencia, manteniéndose solamente en supuestos excepcionales como criterio informante el de la nacionalidad». Por tanto, la inversión extranjera en España pasa a ser la efectuada por no residentes, si bien el artículo 1.º2 de este Real Decreto consagra ya, como supuesto excepcional, el siguiente:

«Las inversiones efectuadas por los extranjeros residentes mediante capital exterior tendrán la consideración de inversiones extranjeras, con los derechos y obligaciones propios de dicho régimen.»

En cuanto a los posibles medios de realización de la inversión extranjera, debe distinguirse entre la aportación dineraria y la que requiere una valoración previa (equipo capital, asistencia técnica, patentes y licencias de fabricación extranjeras). Por lo que respecta a la aportación dineraria exterior, que es la que aquí nos interesa, el art. 2.º1 del RIE afirma que debe considerarse como tal la que se efectúe con los siguientes medios:

- a) Contravalor en pesetas de divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español.
- b) Pesetas procedentes de saldos de cuentas extranjeras en pesetas convertibles.
- c) En cualquier otro supuesto que la Reglamentación sobre transacciones y transferencias con el exterior lo permita.»

Junto a la inversión extranjera realizada mediante la entrada de capital exterior, el artículo 2.º2 tanto de la LIE como del RIE señalaba que «las inversiones extranjeras podrán, asimismo, realizarse mediante la utilización o aportación de capitales interiores cuyo valor tenga la consideración de “pesetas interiores” o de pesetas ordinarias». Siguiendo la línea trazada por la Circular número 106 del Banco de España, de 14 de enero de 1975, cuyas instrucciones 7.ª4 y 41.5 precisaban, respectivamente, que

las inversiones directas y las de cartera efectuadas con «pesetas ordinarias» no eran objeto de la misma, al no producir movimientos de cobros y pagos con el exterior, el artículo 1.º del Real Decreto 622/1981, de 27 de marzo, ha venido a afirmar que «no se consideran inversiones extranjeras las realizadas por extranjeros residentes con pesetas ordinarias», añadiendo que «en caso de cambio de residencia del inversor, a estas inversiones se les aplicará la normativa sobre transferencias privadas de emigrantes».

Por lo que se refiere, finalmente, a las formas en que las inversiones extranjeras pueden materializarse, el artículo 3.º del RIE dispone lo siguiente:

«Las inversiones extranjeras podrán llevarse a efecto a través de las siguientes formas:

1. Participación en una sociedad española.

1.1. Se entiende comprendidas bajo esta forma de inversión tanto la constitución de la sociedad como la adquisición total o parcial de sus acciones o de las participaciones sociales cuando se trate de sociedades cuyo capital no esté representado por acciones.

1.2. La adquisición de derechos de suscripción se equipara, a estos efectos, a la adquisición de acciones.

2. Formalización de un contrato de cuentas en participación con una persona física residente en España o persona jurídica española.

2.1. Las formas atípicas de inversión colectiva se equiparan, a estos efectos, a los contratos de cuentas en participación.

3. Ejercicio de actividad empresarial en España de personas físicas no residentes o de personas jurídicas extranjeras, mediante la creación de sucursales o establecimientos.

4. Adquisición de fondos públicos o de títulos privados de renta fija, así como de participaciones de Fondos de Inversión Mobiliaria.

4.1. La inversión en títulos privados de renta fija, convertibles en acciones, se considera, a los efectos de este Reglamento, como incluida en el apartado 1 de este artículo.

4.2. Los Fondos de Inversión Mobiliaria habrán de estar debidamente autorizados e inscritos en el Registro Especial correspondiente.

5. Autorización de fincas rústicas o urbanas.

6. Cualquier otra forma no contemplada en los números anteriores, previa autorización administrativa.»

A continuación, y siguiendo el sistema de la LIE y de su Reglamento, pasaremos revista a las principales formas de inversión: directa, de cartera, actividad empresarial de no residentes e inversión inmobiliaria.

## 2. Formas de inversión

### a) Inversiones directas:

Según el artículo 4.º del RIE, deben considerarse inversiones directas las que pretendan realizarse mediante la participación en una sociedad española de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 3.º del propio Reglamento, que acabamos de transcribir. A continuación, el apartado 2 de dicho artículo 4.º precisa que, sin embargo, las inversiones que se efectúen mediante la adquisición de títulos admitidos a cotización oficial en Bolsa se regirán por lo dispuesto en el capítulo III del Reglamento, consagrado a las inversiones de cartera.

Estos preceptos generales del RIE fueron desarrollados por la Circular número 106 del Banco de España a la Banca privada, de 14 de enero de 1975, ya mencionada, que daba traslado de la Circular número 4/1974 de la Dirección General de Transacciones Exteriores del Ministerio de Comercio. El desarrollo normativo de la noción de inversiones directas realizado por la Circular, que ha sido criticado por la doctrina (así, por ejemplo, Fernández Flores), se halla, en concreto, en el apartado 1 de su instrucción 7.ª, con arreglo al cual:

«De conformidad con lo establecido en el “Reglamento” (de inversiones extranjeras), se denominan “Inversiones directas” a la participación extranjera en el capital de una Sociedad española siempre que dicho capital:

a) No esté representado por acciones.

b) Que estando representado por acciones, éstas no estén admitidas a cotización oficial en Bolsa, o si están admitidas, la inversión se realiza fuera de Bolsa y a cambios distintos de los practicados en ella.»

Debemos ahora examinar, una vez vista la legislación española, qué definición formula la Directiva comunitaria de 11 de mayo de 1960 de la noción de inversiones directas, que, como vimos, incluye en la lista A de su anexo I. Para ello hay que acudir, en primer lugar, a la nomenclatura prevista en su anexo II, que menciona, al referirse a las inversiones directas efectuadas en el territorio nacional por los no residentes, las cuatro operaciones siguientes:

«1. Creación y ampliación de sucursales o de empresas nuevas que pertenezcan exclusivamente al inversor, y adquisición integral de empresas existentes.

2. Participación en empresas nuevas o existentes a fin de crear o mantener vínculos económicos duraderos.
3. Préstamos a largo plazo a fin de crear o mantener vínculos económicos duraderos.
4. Reinversión de beneficios a fin de mantener vínculos económicos duraderos.»

Y, en segundo lugar, a las notas explicativas que figuran como apéndice de la Directiva, y que proporcionan la definición de lo que debe entenderse por inversiones directas con arreglo al Derecho comunitario sobre libre circulación de capitales:

«Las inversiones de cualquier clase efectuadas por las personas físicas y por las empresas comerciales, industriales o financieras y que sirvan para crear o para mantener relaciones duraderas y directas entre el inversor y el empresario o la empresa a que van destinados los fondos, con vistas al ejercicio de una actividad económica. Esta noción debe ser entendida en su sentido más amplio.

Las empresas mencionadas en el punto 1 (de la nomenclatura, transcrito más arriba) comprenden las empresas jurídicamente independientes (filiales en un 100 por 100) y las sucursales.

Por lo que se refiere a las empresas mencionadas en el punto 2 y que revistan la forma jurídica de sociedades por acciones, existe participación que tenga el carácter de inversión directa cuando el paquete de acciones que se encuentra en posesión de una persona física, de otra empresa o de cualquier otro tenedor, otorga a estos accionistas, bien sea en virtud de las disposiciones de la legislación nacional referentes a las sociedades por acciones, o bien de cualquier otro modo, la posibilidad de participar efectivamente en la gestión de esta sociedad o en su control.

Por préstamos a largo plazo que tengan el carácter de participación, mencionados en el punto 3, hay que entender los préstamos de una duración de más de cinco años destinados a crear o a mantener vínculos, que pueden citarse son los de préstamos concedidos por una sociedad a sus filiales o a sociedades en las cuales posee una participación, así como los préstamos ligados a una participación en los beneficios. Dentro de esta categoría figuran igualmente los préstamos concedidos por establecimientos financieros a fin de crear o de mantener vínculos económicos duraderos.»

Como se ve, la normativa comunitaria, al definir las inversiones directas, atiende sobre todo a la finalidad perseguida a la hora de colocar los fondos, fijándose en el doble criterio de la creación o el mantenimiento de vínculos económicos duraderos y de la posibilidad de participar efectiva-

mente en la gestión o el control de la sociedad participada. Esta orientación teleológica ha sido, según veremos, recogida, hasta cierto punto, en el Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, sobre inversiones españolas en el exterior, pero no figura, en cambio, en nuestra legislación sobre inversiones extranjeras en España, basada exclusivamente en el hecho de que el capital de la sociedad objeto de la inversión esté o no representado por acciones y de que éstas se hallen o no admitidas a cotización oficial en Bolsa, de todo lo cual se desprende que deberá procederse a una revisión de lo que nuestro ordenamiento entiende por inversiones directas y, complementariamente, por inversiones de cartera.

La Directiva de 11 de mayo de 1960 incluye también en su lista A la liquidación de las inversiones directas, lo que implica la libre repatriación del principal y de la plusvalía en caso de desinversión. Análogo derecho prevé nuestra LIE, cuyo artículo 9.º declara que los titulares de inversiones extranjeras gozarán del derecho de transferir al exterior los capitales invertidos y las plusvalías obtenidas de las enajenaciones que realicen, añadiendo que la Administración sólo podrá denegar el derecho de transferibilidad cuando, previa comprobación administrativa, resulte que las plusvalías se han obtenido infringiendo las normas legales de inversión extranjera o incumpliendo las condiciones impuestas en la autorización administrativa, en su caso.

Es, precisamente, esta cuestión de la autorización administrativa de la inversión extranjera la que con prioridad debe centrar nuestra atención ante la perspectiva de la adhesión española a la CEE. En nuestro ordenamiento, el artículo 5.º de la LIE establece la necesidad de la autorización individual en los términos siguientes:

«1. Las inversiones extranjeras reguladas en este capítulo (el II, dedicado a las inversiones directas) requerirán previa autorización administrativa cuando, como consecuencia de la inversión, la participación extranjera exceda del 50 por 100 del capital de la sociedad española o del porcentaje de inversión libre señalada en la legislación específica.

2. Obtenida la autorización administrativa de acuerdo con lo establecido en el presente artículo, se requerirá previa autorización para toda modificación del objeto social, aumento de capital o incremento del porcentaje de participación extranjera que hubiese sido autorizado, así como la modificación de cualquier condición que la anterior autorización administrativa hubiera impuesto.»

Este precepto de la LIE debe completarse con el siguiente para poder



perfilar el régimen de las inversiones directas en España. El tenor literal del artículo 6.º dice así:

«El Consejo de Ministros podrá autorizar, con carácter general, las inversiones extranjeras por encima del límite del 50 por 100 fijado en el artículo anterior, en las sociedades que se dediquen a determinados tipos de actividad.»

Este artículo ha sido desarrollado mediante el Real Decreto 623/1981, de 27 de marzo, por el que se autorizan con carácter general determinadas inversiones extranjeras en España, y la Orden de 28 de abril de 1981, que prevén la liberalización de la inversión cuando su importe no exceda de 25 millones de pesetas. En tal caso, el artículo 2 del Real Decreto instaura un sistema de control administrativo tendente a la comprobación o verificación de la operación proyectada, que sólo podrá denegarse, mediante resolución motivada de la Dirección General de Transacciones Exteriores, cuando no se ajuste a las condiciones de la liberalización o incumpla la reglamentación de control de cambios. A fin de agilizar dicho control, el precepto mencionado señala que si en el plazo de treinta días hábiles el interesado no hubiera recibido la correspondiente notificación administrativa dando su conformidad, el proyecto de inversión se tendrá por verificado y conforme a todos los efectos, lo que supone la concesión de valor positivo al silencio administrativo.

Como sabemos, las inversiones directas y su liquidación se hallan incluidas en la lista A de la Directiva de 11 de mayo de 1960 y por lo mismo, según el artículo 1.º, se trata de operaciones liberalizadas totalmente, aunque necesitadas de una autorización de cambio individual. La cuestión esencial, por tanto, estriba en precisar el alcance del control administrativo a que pueden ser sometidas incluso las operaciones liberalizadas. En este sentido, son fundamentales los apartados 1 y 2 del art. 5 de la Directiva, según los cuales:

«1. Las disposiciones de la presente directiva no limitarán el derecho de los Estados miembros de verificar la naturaleza y la realidad de las transacciones o de las transferencias, ni de tomar las medidas indispensables para prevenir las infracciones a sus leyes y reglamentaciones.

2. Los Estados miembros simplificarán, en la medida de lo posible, las formalidades de autorización y de control aplicables a la conclusión o a la ejecución de las transacciones y transferencias y, llegado el caso, se pondrán de acuerdo con vistas a esta simplificación.»

En su sentencia de 31 de enero de 1984, ya citada, el Tribunal de Justicia, abundando en la misma línea, ha afirmado que los controles administrativos no pueden tener por efecto limitar los pagos o transferencias relativos a las prestaciones de servicios en función de una determinada suma por transacción o por período, ni convertir en ilusorias las libertades reconocidas por el TCEE, así como tampoco pueden someter el ejercicio de éstas a la actuación discrecional de la Administración.

Así, pues, lo que el Derecho comunitario prohíbe es, sobre todo, la discrecionalidad administrativa en la concesión de las autorizaciones de cambio, circunscribiendo la intervención de las autoridades nacionales a sus justos límites, que son los de una mera verificación o comprobación de la operación proyectada para adquirir la necesaria constancia de su naturaleza, tipicidad y realidad. Todo ello nos sitúa, en definitiva, ante un acto estrictamente reglado que excluye cualquier posibilidad de libre apreciación por los órganos encargados de conocer de estos expedientes.

Volviendo al Derecho español, cabe concluir que la solución que deberá generalizarse es la contenida en el Real Decreto 623/1981, de 27 de marzo, ya examinado, cuya exposición de motivos declara expresamente que el criterio seguido por el mismo es el de la máxima celeridad y menor complejidad en el control administrativo de las inversiones extranjeras, y cuyo artículo 2.º, según hemos visto, adopta un sistema de control destinado únicamente a la verificación del proyecto de inversión.

Por último, debe tenerse en cuenta que, según el artículo 8.º del RIE, las sociedades españolas con participación extranjera que exceda del 25 por 100 de su capital social tienen limitado su recurso al crédito interior a medio y largo plazo, pues sólo podrán obtenerlo hasta un importe equivalente al 50 por 100 de la suma del capital social desembolsado más las reservas efectivas.

Estas restricciones del RIE fueron suavizadas por la Orden de 14 de abril de 1981, que ampliaba el margen de actuación de dichas empresas, permitiéndoles acudir al crédito interior en pesetas hasta un importe equivalente a cinco veces la cifra de sus recursos propios como regla general.

Esta Orden ha sido recientemente derogada por otra nueva de 29 de febrero de 1984, del Ministerio de Economía y Hacienda, cuya exposición de motivos resulta especialmente relevante para el tema que nos ocupa, pues afirma que «en las actuales circunstancias de la economía española, la progresiva liberalización del sistema financiero y la necesaria adaptación del mismo al de los países miembros de la Comunidad Económica

Europea hacen aconsejable suprimir las limitaciones todavía existentes». En consonancia con esta declaración, su artículo 1 establece que las sociedades españolas con participación extranjera superior al 25 por 100 del capital social podrán acudir al crédito interior en pesetas en las mismas condiciones que las restantes entidades españolas, con lo que se suprime la discriminación hasta ahora existente.

Con todo, el artículo 2.º de la Orden de 29 de febrero de 1984 deja subsistente un control administrativo al ordenar que «de acuerdo con lo establecido en el artículo 1.º, apartado 5, de la Orden de 23 de enero de 1981, sobre liberalización de avales y garantías, requieren autorización administrativa previa de la Dirección General de Transacciones Exteriores las garantías de no residentes respecto de obligaciones entre residentes, siempre que la cuantía de la obligación o del conjunto de obligaciones con garantía exterior del mismo prestatario supere los 100.000.000 de pesetas». Ello se hace, según explica la exposición de motivos, para procurar que las inversiones extranjeras de cierta importancia se financien fundamentalmente con aportación financiera exterior.

#### *b) Inversiones de cartera:*

Nos referiremos, en este apartado, a las colocaciones que tengan por objeto la inversión en activos financieros negociados en el mercado de capitales o bien en el mercado monetario o de dinero. El criterio tradicional para distinguir estos dos grandes segmentos del mercado financiero reside en la duración temporal o madurez de las operaciones que en cada uno de ellos se formalizan, pues mientras en el mercado de capitales se contrata sobre activos financieros emitidos a medio y largo plazo, en el mercado monetario o de dinero se negocian fondos prestables a corto plazo.

La Directiva comunitaria de 11 de mayo de 1960 también se basa en la diferenciación entre estos dos grandes compartimentos del mercado financiero, pues mientras sus listas B y C aluden a operaciones sobre títulos valores negociados a medio y largo plazo, la lista D contempla la contratación de activos a corto plazo en el mercado monetario. En concordancia con la práctica habitual de los operadores en el mercado financiero, la Directiva, en su nomenclatura, considera corto plazo los vencimientos a menos de un año, medio plazo los que se producen entre uno y cinco años y largo plazo los que sobrepasan los cinco años.

En cuanto a la normativa española sobre operaciones relacionadas con títulos valores, se halla anclada en la noción de inversiones de carte-

ra. Así, con arreglo al artículo 10 del RIE son éstas las que pretendan realizarse mediante la adquisición de acciones admitidas a cotización oficial en Bolsa, fondos públicos, títulos privados de renta fija o participaciones de fondo de inversión mobiliaria.

Esta noción se encuentra también desarrollada en la Circular número 106 del Banco de España, de 14 de enero de 1975, cuya instrucción 41 declara lo siguiente:

«1. En el presente Capítulo (el II, sobre inversiones de cartera) se regula la participación extranjera en el capital de una Sociedad española, siempre que su capital esté representado por acciones y éstas estén admitidas a cotización oficial en Bolsa. Además, la adquisición de estas acciones se ha de llevar a efecto, en todo caso:

— En Bolsa; o  
— A los cambios de Bolsa, si la operación se lleva a cabo fuera de Bolsa.

2. Además de las indicadas en el párrafo anterior, se consideran "inversiones de cartera":

- a) La adquisición de fondos públicos y títulos privados de renta fija.
- b) La adquisición de títulos privados de renta fija convertibles en acciones.
- c) Las participaciones en Fondos de Inversión Mobiliaria.»

Volviendo a la directiva de 11 de mayo de 1960, ésta incluye las operaciones sobre títulos valores consistentes en la adquisición por no residentes de títulos nacionales negociados en Bolsa —con exclusión de las participaciones en fondos comunes de inversión— en su lista B, que, a tenor de lo dispuesto por su artículo 2.º, se refiere a las operaciones liberalizadas totalmente, mediante autorizaciones de carácter general. En cambio, la emisión de títulos en el mercado primario realizada por una empresa nacional en un mercado extranjero de capitales y las operaciones consistentes en la adquisición por no residentes de títulos nacionales no negociados en Bolsa o de participaciones en fondos comunes de inversión nacionales negociados en Bolsa se hallan incluidas en la lista C, que, con arreglo al artículo 3.º, contempló las operaciones liberalizadas en forma revocable.

Ambas listas liberalizan también la repatriación del producto de la liquidación de los títulos y los movimientos materiales de éstos. En nuestro Derecho, el artículo 12 del RIE, en el caso de que se trate de valores admitidos a cotización oficial en Bolsa (condición necesaria, como hemos

visto, para que nos hallemos en presencia de inversiones de cartera), autoriza la transferencia al exterior de los intereses o dividendos legalmente repartidos y del importe obtenido por la venta en Bolsa de los derechos de suscripción, así como del importe obtenido por la venta de los títulos mismos en Bolsa.

En todas estas operaciones sobre títulos negociados en el mercado de capitales, sean de renta fija o variable, debe tenerse presente la existencia de la cláusula de salvaguardia prevista en el art. 73 TCEE, cuya aplicación puede dejar en suspenso temporalmente la liberalización alcanzada en el marco de las listas B y C de la Directiva de 11 de mayo de 1960. Dicho precepto declara lo siguiente:

«1. En caso de que los movimientos de capitales provoquen perturbaciones en el funcionamiento del mercado de capitales de un Estado miembro, la Comisión, previa consulta al Comité Monetario, autorizará a dicho Estado para que adopte, en el ámbito de los movimientos de capitales, medidas de protección, en las condiciones y modalidades que ella determine.

El Consejo, por mayoría cualificada, podrá revocar dicha autorización y modificar tales condiciones y modalidades.

2. No obstante, el Estado miembro que se halle en dificultades podrá adoptar directamente las medidas anteriormente mencionadas, cuando resulten necesarias por razones de secreto o urgencia. La Comisión y los Estados miembros deberán ser informados de tales medidas, a más tardar, en el momento de su entrada en vigor. En este caso, la Comisión, previa consulta al Comité Monetario, podrá decidir que el Estado interesado modifique o suprima tales medidas.»

En definitiva, como ya quedó apuntado al hablar de las inversiones directas, la adhesión a la CEE obligará a una redefinición de las mismas y de la noción de inversiones de cartera para acomodarlas a los términos más flexibles con que ambas se hallan concebidas en la legislación comunitaria.

Por lo que respecta al régimen de control a que se ven sometidas las inversiones de cartera en nuestro ordenamiento, el artículo 11 del RIE preceptúa que la inversión extranjera mediante adquisición de acciones de una sociedad española admitidas a cotización oficial en Bolsa (incluibles, por tanto, en la lista B de la directiva de 11 de mayo de 1960) podrá efectuarse sin necesidad de autorización administrativa siempre y cuando el total de la participación extranjera no sobrepase el 50 por 100 de su capital o el porcentaje señalado en la legislación específica, añadiendo segui-

damente que la adquisición de los restantes valores mencionados en el artículo 10 del RIE —a que más arriba hemos hecho alusión— podrá efectuarse libremente sin limitación alguna.

Es también aplicable a las inversiones de cartera, como a cualquier otro movimiento de capital, lo dicho anteriormente sobre la facultad atribuida a los Estados de instaurar, según lo dispuesto por el artículo 5.º de la directiva de 11 de mayo de 1960, un control administrativo destinado a verificar o comprobar la naturaleza y la realidad de la inversión proyectada, a fin de evitar que, acogiéndose a las medidas liberalizadoras, alguien pueda actuar fraudulentamente.

En relación con los mercados bursátiles debe tenerse en cuenta que en el inventario de los actos adoptados en el capítulo de derecho de establecimiento y libre prestación de servicios figuran tres Directivas referentes a la negociación en Bolsa de títulos valores.

La primera de ellas es la directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979 (modificada por la Directiva 82/148/CEE del Consejo, de 3 de marzo de 1982), que coordina las condiciones de admisión de los valores mobiliarios a la cotización oficial de una Bolsa de valores, distinguiendo, de acuerdo con las especificaciones contenidas en su anexo, según se trate de acciones o de obligaciones.

La segunda es la directiva 80/390/CEE del Consejo, de 17 de marzo de 1980 (modificada también por la Directiva 82/148/CEE del Consejo, de 3 de marzo de 1982), que coordina las condiciones de establecimiento, de control y de difusión del prospecto que debe ser publicado para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial de una Bolsa de valores. Según su artículo 4.º1, dicho prospecto debe contener las informaciones que, según las características del emisor y de los valores mobiliarios cuya admisión a la cotización oficial se solicita, sean necesarias para que los inversores y sus asesores de inversión puedan llegar a un juicio fundado sobre el patrimonio, la situación financiera, los resultados y las perspectivas del emisor, así como sobre los derechos conferidos por los valores mobiliarios en cuestión. Por su parte, el artículo 5.º1, precisa que el prospecto deberá ser presentado de tal manera que su análisis y comprensión resulten tan fáciles como sea posible. El anexo de la directiva distingue también entre acciones, obligaciones y certificados representativos de acciones.

En tercer lugar, la directiva 82/121/CEE del Consejo, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deberán publicar las so-

ciedades cuyas acciones sean admitidas a la cotización oficial de una Bolsa de valores, prevé en su artículo 2.º la obligación de publicar un informe semestral sobre su actividad y sus resultados referido al primer semestre de cada ejercicio. Su artículo 5.º explica cuál debe ser el contenido de dicho informe, desglosándolo en una serie de datos numéricos que deben completarse con un comentario sobre la marcha de la sociedad.

Como se ve, lo que preocupa sobre todo al legislador comunitario es la fiabilidad y extensión de la información financiera que deben suministrar las empresas cuyas acciones u obligaciones cotizan en Bolsa, al objeto de lograr una mayor eficiencia y transparencia de los mercados bursátiles. En nuestro país, paralelamente, hemos asistido en estos últimos años, especialmente a raíz de la publicación del informe emitido por la Comisión para la reforma del mercado de valores, a un intento de acercamiento de la normativa bursátil española a la producida por la CEE. Dentro de este proceso cabe destacar, en primer lugar, el Real Decreto 1536/1981, de 13 de julio, modificativo del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967, en relación con sus preceptos referentes a la cotización simple y calificada, normas de contratación, actas de cotización y boletines oficiales de cotización. En segundo lugar, el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios. Y, finalmente, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de julio de 1984 sobre obligaciones de información financiera en las Bolsas de Comercio, que da una nueva formulación a las contenidas en el art. 47 del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967 y en la Orden del Ministerio de Economía y Comercio de 17 de noviembre de 1981.

Aparte de las disposiciones que acabamos de mencionar, en estos momentos se encuentran en estudio dos proyectos de ley de suma importancia para el desarrollo futuro del mercado español de capitales, relativo uno a las Instituciones de Inversión Colectiva y a los Fondos de Pensiones el otro. En un primer momento, los Fondos de Pensiones iban a ser regulados en el Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que los clasificaba dentro de las Instituciones de carácter financiero en el primitivo artículo 1.º de dicho Proyecto de Ley, hoy devuelto al Gobierno. Pero, posteriormente, dada su relevancia y la singularidad de su problemática, se decidió dedicarles una Ley específica, todavía no aprobada.

Los Fondos de Pensiones, que financian prestaciones sociales comple-

mentarias del régimen general y obligatorio de la Seguridad Social, han adquirido, sobre todo desde el final de la Segunda Guerra Mundial, una importancia considerable en casi todos los países de la CEE, con la excepción de Francia, que sigue utilizando el sistema de reparto. Allí donde se basan en el sistema de capitalización, los Fondos de Pensiones han logrado acumular recursos financieros de una gran magnitud, como lo prueba el hecho de que, por ejemplo, en la RFA el patrimonio de los Fondos de Pensiones representaba, a finales de 1980, el 14 por 100 del PNB y el 127 por 100 de la capitalización bursátil, porcentajes que llegan, respectivamente, al 10 y al 100 en el caso de Bélgica, al 70 y al 333 en el de Holanda, y al 50 y al 106 en el del Reino Unido.

De ahí que la implantación en España de los Fondos de Pensiones tal como existen en la mayoría de los países comunitarios sea vista como la forma de revitalizar el mercado de capitales y de contrarrestar la propensión generalizada hacia las colocaciones líquidas en el mercado monetario, dado que la política inversora de los Fondos de Pensiones, teniendo en cuenta su carácter institucionalizado y sus compromisos de seguridad y estabilidad, suele ser de gran prudencia, estando alejada de tentaciones especulativas y centrada en los valores más acreditados o de mayor solera, si bien tampoco quedan excluidas, a fin de fomentar el desarrollo económico en los sectores de punta, las incursiones en el campo del «capital riesgo».

Aunque la normativa comunitaria no aborda específicamente su tratamiento, se ha estimado que les son aplicables los artículos 1.º, 2.º y 19 de la primera directiva 79/267/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las disposiciones legislativas, reglamentarias y administrativas relativas al acceso y ejercicio de la actividad del seguro directo de vida.

Volviendo al actual proyecto de ley de Fondos de Pensiones, su artículo 1.º los define como instituciones de previsión voluntaria y libre creadas con el exclusivo objeto de instrumentar planes de pensiones de carácter privado y constituidas por los recursos afectados al cumplimiento de dichos planes. Mas adelante, en su artículo 19, el proyecto de ley dispone que el activo de los Fondos de Pensiones estará invertido de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a su finalidad. Por último, dentro de su articulado provisional, hay que destacar el artículo 27, que se ocupa de su tratamiento fiscal, verdadero caballo de batalla de los Fondos de Pensio-



nes, pues ha sido la falta de acuerdo entre los sectores interesados y la Administración sobre los incentivos necesarios para su pleno desarrollo la causa que más ha frenado la aprobación de la futura ley reguladora de estas instituciones.

Hemos señalado ya que la directiva de 11 de mayo de 1960 recoge las operaciones que se realizan en el mercado monetario o de dinero en su lista D, por lo que dichas operaciones pueden ser disciplinadas autónomamente por los Estados, sin que la normativa comunitaria les imponga ninguna medida liberalizadora. Ello es debido a la gran novilidad de estos capitales colocados a corto plazo, invertidos con frecuencia con meros propósitos especulativos y sin dar lugar, por tanto, a la creación de vínculos económicos duraderos, lo que hace que los Estados deseen controlar la afluencia de fondos de esta naturaleza para evitar que puedan desvirtuar las medidas de política económica encaminadas al fortalecimiento del tipo de cambio de su divisa o a la corrección de los desequilibrios en su balanza de capitales.

La lista D incluye, como decimos, las inversiones a corto plazo en bonos del Tesoro y en otros títulos normalmente negociados en el mercado monetario. A su vez, la lista A, al hablar de las inversiones directas, excluye de su campo de aplicación las «inversiones puramente financieras que son solamente efectuadas con vistas a asegurar a los inversores, mediante la creación de una empresa o la participación en una empresa situada en otro país, un acceso indirecto al mercado monetario o financiero de este país».

En España, la contratación de instrumentos financieros propios del mercado monetario (denominados de diverso modo: «nuevos» activos financieros, activos cuasi-monetarios, títulos monetarios) ha tenido un gran auge en los últimos cuatro años, dado el debilitamiento del mercado de capitales que se inicia con la internacionalización de la crisis económica a partir de 1974-75 y la tendencia creciente, ya apuntada, a las colocaciones a corto plazo en activos dotados de gran liquidez y seguridad y de una notable rentabilidad.

En concreto, a lo largo de 1980 dio comienzo en las cuatro Bolsas españolas la negociación de letras de cambio, y luego han seguido los pagarés (del Tesoro, de empresa y bancarios). Dado el actual estancamiento del mercado bursátil de letras, la contratación se ha centrado en los pagarés, destacando en este sentido los pagarés del Tesoro y los de empresa.

Estos pagarés pueden ser contratados «a vencimiento» o «con pacto

de recompra». Esta segunda modalidad, que permite acortar el plazo de vencimiento de la operación, está tomada del *repurchase agreement* de la práctica financiera anglosajona, y su empleo permite una fácil transformación de los plazos de los fondos ahorrados, característica que se predica de todo sistema financiero ágil y moderno (entre otros, De la Concha y Ramos Gascón).

La gran movilidad y creciente volumen de los fondos colocados en el mercado monetario ha llevado al Banco de España a definir una nueva variable monetaria, más amplia, designada como «Activos líquidos en manos del público» (ALP o M4), agregado formado por las disponibilidades líquidas (M3) y los activos que se negocian en los mercados monetarios en manos del público (aquí deben incluirse los bonos de caja y tesorería, letras, pagarés del Tesoro y títulos hipotecarios en poder del sector privado). En la actualidad, la M4 se ha convertido en la variable objetivo de la política monetaria.

Por último, debe mencionarse el hecho de que en diversos informes comunitarios (Segre, Werner) se ha hecho hincapié en la conveniencia de alcanzar una mayor integración de los mercados financieros de los Estados miembros de la Comunidad. Para lograr esta meta se han formulado propuestas tendentes a la integración bursátil comunitaria que pueden conducirse a dos posturas: la de los partidarios de una Bolsa europea supranacional creada *ex novo* (papel que debería atribuirse al London Stock Exchange) y la de quienes estiman que a lo más a que puede llegarse, dadas las diferencias de organización bursátil entre los diversos países comunitarios, es a una mayor interconexión de las distintas Bolsas actualmente existentes (como explica Fernández Flores, se trataría de establecer un sistema de «mercado homogéneo» gestionado en común por las Bolsas europeas y que permitiría tratar los valores de mayor importancia negociados en la CEE, manteniendo un equilibrio entre las cotizaciones de todas las Bolsas integradas).

Aparte de las Directivas aprobadas en materia bursátil, ya examinadas, las instituciones comunitarias han emprendido iniciativas complementarias, entre las que destaca la recomendación dirigida por la Comisión a los Estados miembros el 25 de julio de 1977 sobre un «Código europeo de conducta referente a las transacciones relativas a los valores mobiliarios», cuyo objetivo es el desarrollo progresivo, en función de la experiencia adquirida, de una deontología europea de las prácticas bursátiles.

c) *Actividad empresarial de no residentes:*

Esta materia se halla presidida, en nuestra legislación, por la exigencia de contar con la previa autorización administrativa. El artículo 13 del RIE declara en este sentido que:

«Las inversiones extranjeras destinadas a la creación, funcionamiento y operaciones en España de establecimientos o sucursales de empresas extranjeras, o de explotaciones que realicen personas físicas no residentes quedarán sujetas en todo caso a las disposiciones de este Reglamento y requerirán siempre autorización administrativa.»

En relación con este precepto deben tenerse en cuenta la Resolución de 20 de enero de 1975 de la Dirección General de Transacciones Exteriores sobre sucursales y establecimientos de no residentes y, sobre todo, el Real Decreto 1884/1978, de 26 de julio, sobre la apertura de establecimientos comerciales por personas físicas de nacionalidad extranjera, cuya exposición de motivos afirma que la regulación liberal contenida en el artículo 15 del Código de Comercio ha sido sustituida en nuestra época por la «exigencia de previas autorizaciones que, a su vez, se subordinen, principalmente, al criterio de reciprocidad entre los Estados». Por su parte, el artículo 1.º2 de este Real Decreto establece que «las personas físicas extranjeras, no residentes en España, que pretendan obtener una licencia de apertura de establecimiento comercial deberán acreditar haber cumplido las obligaciones previstas por la legislación sobre inversiones extranjeras en España, haber obtenido el correspondiente permiso de trabajo, así como el permiso de permanencia en su caso, y haber cumplido con las demás obligaciones legales en vigor».

En cuanto a las sucursales, además de que para su creación deberá cumplirse lo previsto en los artículos 88 y 97 del Reglamento del Registro Mercantil, el artículo 14 del RIE declara que «en ningún caso podrán emplear sus fondos para efectuar inversiones en sociedades españolas, salvo que se trate de inversiones de cartera, mediante la adquisición de valores admitidos a cotización oficial en Bolsa».

Para acudir al crédito interior, las personas físicas no residentes y las sucursales y establecimientos de sociedades extranjeras en España necesitarán también, según el artículo 15 del RIE, previa autorización administrativa. Dicha autorización fijará también, finalmente, los límites y las condiciones para el ejercicio de la facultad de transferir al exterior los beneficios obtenidos por los titulares de las inversiones mediante la actividad propia de la empresa en España.

Por lo que respecta a la normativa comunitaria, hay que tener en cuenta lo dispuesto por el artículo 5.º3 de la directiva de 11 de mayo de 1960, que suministra una prueba adicional del carácter accesorio de las demás libertades fundamentales con que está configurada la circulación de capitales en el TCEE:

«Las restricciones a los movimientos de capitales que dependan del régimen de establecimiento en un Estado miembro sólo serán abolidas, en virtud de la presente directiva, en la medida en que los Estados miembros se hallen obligados a conceder la libertad de establecimiento en ejecución de las disposiciones de los artículos 52 a 58 del tratado.»

En este sector del derecho de establecimiento de personas físicas y jurídicas, conviene resaltar que en la décima sesión ministerial de la conferencia negociadora entre nuestro país y la CEE, celebrada en Bruselas el 22 de marzo de 1982, España aceptó el compromiso —sin perjuicio de lo acordado en materia de patentes— de liberalizar desde el momento de la adhesión el «conjunto de las inversiones de los nacionales de los Estados miembros de la Comunidad en España», sobre todo «en el sector de la química y el sector de la electrónica y de la informática». Todo ello, se entiende, en función del nivel de liberalización previsto en el acervo comunitario correspondiente.

#### *d) Inversión inmobiliaria:*

El artículo 19.1 del RIE declara con carácter general que las personas físicas españolas o extranjeras con residencia en el extranjero y las personas jurídicas extranjeras podrán adquirir, con las limitaciones y requisitos establecidos en el Reglamento, fincas rústicas y urbanas, siempre que el precio de las mismas se haga efectivo mediante aportación dineraria exterior.

El artículo 23 señala los criterios para decidir los casos en que la adquisición de inmuebles deba estimarse constitutiva en sí misma de actividad empresarial propia del titular de la inversión y, por consiguiente, sometida a los preceptos examinados en el epígrafe precedente (arts. 13 a 16 del RIE)\*.

En relación con las fincas rústicas, el art. 22 establece que cuando su

\* Para aclarar las dudas de interpretación que pudiese plantear la distinción entre inversión inmobiliaria y actividad empresarial del titular de la inversión se aprobó la Resolución de 30 de julio de 1975 de la DGTE sobre adquisición de determinados inmuebles urbanos por personas físicas no residentes en España.

extensión sea superior a cuatro hectáreas de regadío o a veinte de secano, o las de cabida inferior que, con las pertenecientes a quienes pretendan adquirirlas, completen extensiones superiores a las antes expresadas, dichas fincas no podrán ser transmitidas por compra, permuta, licitación pública o privada, donación y, en general, cesión por cualquier acto «inter vivos» a favor de personas extranjeras, ya sean físicas o jurídicas, sin la previa autorización administrativa, que también será necesaria para la constitución o cesión de derechos reales sobre las mismas a favor de dichas personas. El modo de solicitar esta autorización se halla regulado en el artículo 2.º del Decreto-Ley 11/1962, de 22 de marzo, sobre adquisición de fincas rústicas por extranjeros, declarado expresamente vigente por el Real Decreto 689/1978, de 10 de febrero, a que luego aludiremos.

La directiva de 11 de mayo de 1960 incluye las inversiones inmobiliarias en su lista A, entre las operaciones liberalizadas totalmente, aunque necesitadas de una autorización individual de cambio, que los Estados miembros se comprometen a conceder. La liberalización comunitaria abarca tanto la adquisición de bienes inmuebles como la repatriación del producto de la liquidación de dichos bienes (aspecto, este último, abordado por el artículo 26 del RIE, que permite la transferencia al exterior de la totalidad del precio obtenido en caso de venta del inmueble, siempre que dicho precio «no sea consecuencia de una actividad especulativa»).

En este sentido, la cuestión más debatida en el seno de la conferencia negociadora con la CEE ha sido la relativa a la legislación española que limita la adquisición de inmuebles sitos en zonas calificadas de interés para la defensa nacional. En la décima sesión ministerial, celebrada el 22 de marzo de 1982, se llegó a un acuerdo sobre esta cuestión, dentro del capítulo de derecho de establecimiento y libre prestación de servicios, del siguiente tenor:

*«Adquisición por nacionales comunitarios de terrenos situados en zonas determinadas y de interés para la defensa nacional:*

España aplicará el acervo comunitario en la materia desde la adhesión, lo que implica la supresión, a lo más tardar en dicha fecha, de las discriminaciones fundadas en el criterio de la nacionalidad.

La delegación española informará puntualmente a la Comunidad del desarrollo de los estudios y de la legislación que deberá aprobarse para ello, quedando los servicios de la Comisión a disposición de las autoridades españolas para proporcionarles todo tipo de indicaciones técnicas que pudiesen parecerles útiles.»

La legislación española en esta materia arranca del art. 21 del RIE, que establece lo siguiente:

«Cuando la adquisición de inmuebles se lleve a cabo por extranjeros, sean o no residentes, les será de aplicación la legislación dictada por motivos estratégicos o de defensa nacional si la finca objeto de la adquisición se encuentra en alguna de las zonas del territorio nacional especificadas en dicha legislación.»

La normativa específica a que alude este precepto del RIE se halla integrada por la Ley 8/1975, de 12 de marzo, de zonas e instalaciones de interés para la defensa nacional, y por el Real Decreto 689/1978, de 10 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de dicha Ley. El artículo 1.º del Reglamento, al clasificar las zonas del territorio nacional, habla de las que denomina «de acceso restringido a la propiedad por parte de extranjeros», definidas por el artículo 4.º como aquellas en que, «por exigencias de la Defensa Nacional o del libre ejercicio de las potestades soberanas del Estado, resulte conveniente prohibir, limitar o condicionar la adquisición de la propiedad y demás derechos reales sobre bienes inmuebles por personas físicas o jurídicas de nacionalidad o bajo control extranjero». A continuación, el Reglamento precisa cuáles son dichas zonas, en las que el porcentaje máximo de propiedad extranjera permitido suele ser del 15 por 100. Además, según su artículo 37, la autorización administrativa propia del régimen general de la LIE es sustituida aquí por una autorización militar, que el artículo 39 exige igualmente cuando se trate de sociedades españolas cuyo capital pertenezca a personas físicas o jurídicas extranjeras en proporción superior al 50 por 100.

Ahora bien, la evolución legislativa en este punto ha culminado en la Ley Orgánica 6/1980, de 1 de julio, por la que se regulan los criterios básicos de la defensa nacional y la organización militar, y cuyo artículo 19 dispone lo siguiente:

«En las zonas del territorio nacional consideradas de interés para la defensa, en las que se constituyen zonas de seguridad de instalaciones militares o civiles declaradas de interés militar, así como en aquellas en que las exigencias de la defensa nacional o el libre ejercicio de las potestades soberanas del Estado lo aconsejen, podrán limitarse los derechos sobre los bienes propiedad de nacionales y extranjeros en ellas situados, de acuerdo con lo que se determine por ley».

Como se ve, este precepto suprime la discriminación entre nacionales y extranjeros, aplicando a todos ellos el mismo trato, si bien la normativa

vigente de rango inferior continúa anclada en el criterio de la discriminación prohibido con carácter general, en el ámbito comunitario, por el artículo 7.º TCEE.

### 3. Regímenes específicos

Ya quedó señalado al comienzo de este trabajo que la normativa comunitaria sobre libre circulación de capitales se refería solamente a los capitales privados, con exclusión de los movimientos de fondos de naturaleza pública. En nuestro ordenamiento, la disposición adicional 2.ª del RIE dispone, en su apartado 1, que «los Gobiernos y todas aquellas entidades oficiales de soberanía extranjera necesitarán autorización especial para poder realizar inversiones de capital extranjero en España», autorización que, según el apartado 2, el Gobierno español podrá conceder «cuando exista régimen de reciprocidad diplomática o cuando la participación extranjera no suponga un control efectivo de la empresa o sociedad española».

Por otro lado, en relación con las inversiones extranjeras en actividades específicas, el artículo 40.1 del RIE declara que «requerirán autorización administrativa previa las inversiones extranjeras que pretendan realizarse en empresas de prestación de servicios públicos, siempre que la inversión extranjera supere el 25 por 100 de su capital social».

Pero los regímenes específicos propiamente dichos se encuentran mencionados en la disposición final 1.ª del RIE, que sienta el carácter supletorio de éste para todo lo no previsto en aquéllos. Las empresas regidas por disposiciones particulares son las que se dedican a las siguientes actividades: empresas o sociedades que posean o exploten estudios, laboratorios o, en general, establecimientos para la producción cinematográfica en España, así como las dedicadas a producciones de esta índole, al doblaje o a actividades análogas (Ley de 27 de abril de 1946); empresas explotadoras de emisoras locales de radiodifusión (Real Decreto 3302/1981, de 18 de diciembre); empresas periodísticas y agencias informativas (Ley 14/1966, de 18 de marzo, de Prensa e Imprenta); empresas mineras (Ley 22/1973, de 21 de julio, y Reglamento aprobado por Real Decreto 2857/1978, de 25 de agosto); empresas dedicadas a la investigación y explotación de hidrocarburos (Ley 21/1974, de 27 de junio, y Reglamento aprobado por Real Decreto 2362/1976, de 30 de julio); empresas bancarias (Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio); empresas de seguros (Ley 33/1984, de 2 de agosto); empresas dedicadas al refinado de petróleo (De-

creto 418/1968, de 9 de marzo); empresas de navegación aérea (Ley 48/1960, de 21 de julio); empresas navieras (Decreto 390/1966, de 10 de febrero, sobre participación de capital extranjero en empresas navieras españolas); concesiones de aprovechamiento de aguas públicas a extranjeros y sociedades extranjeras (Decreto 672/1966, de 17 de marzo); y sociedades contratistas de obras, servicios y suministros con el Estado u organismos autónomos (Ley de Contratos del Estado de 8 de abril de 1965 y Reglamento General de Contratación de 25 de noviembre de 1975).

En todas estas normas figuran disposiciones que contemplan la participación o inversión extranjera en dichas actividades. Aquí nos interesa hacer una especial referencia a los bancos y a las compañías de seguros, pues en ambos sectores se acordaron, en la décima sesión ministerial de 22 de marzo de 1982, medidas transitorias, cuyo análisis detallado debe buscarse en el artículo de esta obra consagrado a la libertad de establecimiento. En cuanto al sector bancario, las medidas transitorias previstas persiguen la progresiva eliminación, durante un período de siete años, de las restricciones que el Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio, impone a la banca extranjera implantada en nuestro país, sobre todo por lo que respecta al número de sucursales que pueden abrir y a las posibilidades de captación de pasivo en el mercado interno español excepción hecha del interbancario. En relación con la normativa comunitaria, dentro del contexto de la libre circulación de capitales, debe hacerse mención de la directiva 73/183/CEE del Consejo, de 28 de junio de 1973, referente a la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades no asalariadas de los bancos y demás establecimientos financieros, cuyo anexo I enumera una serie de servicios bancarios vinculados a los movimientos de capitales mencionados en las listas A y B de la directiva de 11 de mayo de 1960 que, según el artículo 1.º, párrafo segundo, de la directiva de 28 de junio de 1973, son los únicos servicios a los que ésta se aplica.

Por lo que se refiere al sector seguros, la antigua Ley de 16 de diciembre de 1954 ha sido recientemente derogada por la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre ordenación del seguro privado, cuya aprobación vino precedida por la del Real Decreto-ley 10/1984, de 11 de julio, por el que se establecían medidas urgentes para el saneamiento del sector de seguros privados y para el reforzamiento del Organismo de control. La Ley de 2 de agosto, que aborda los problemas estructurales del sector, declara en su exposición de motivos que «la necesaria unidad de mercado que la reali-



dad impone y que también se deriva de la posible adhesión de España a la CEE, así como las orientaciones de la vigente normativa de esta última, deben incidir en cualquier regulación que quiera llevarse a cabo sobre el sector asegurador». El aspecto que más ha preocupado al legislador comunitario en esta materia ha sido el de las garantías financieras (margen de solvencia y fondo de garantía) de las compañías de seguros, que la nueva Ley española regula en su artículo 25. No en vano en la décima sesión ministerial de 22 de marzo de 1982 se acordó que «los servicios de la Comisión continuarán prestando todo tipo de ayuda técnica a las autoridades españolas para que la legislación española actualmente en curso de elaboración sea conforme a las disposiciones comunitarias en materia de seguro, y ello sobre todo por lo que respecta a las garantías financieras de las empresas de seguros y a la supresión de las condiciones de nacionalidad y de residencia exigidas en España para los dirigentes de estas empresas».

## B. INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR

### 1. *Consideraciones generales*

La disposición legal básica en la materia es el Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, sobre inversiones españolas en el exterior, desarrollado por la Orden de 15 de octubre de 1979, modificada a su vez por Orden de 23 de enero de 1981.

En líneas generales, este Real Decreto se acerca más a la normativa comunitaria que la LIE y su Reglamento, especialmente por lo que hace al sistema de control administrativo y a la definición de las inversiones directas.

En cuanto al sistema de control, el párrafo segundo de su exposición de motivos dice lo siguiente:

«Por otro lado, el proceso de liberalización de la economía española programado por el Gobierno y, en concreto, el de su sector exterior, exige adoptar medidas que implique, junto a una agilización en la resolución de los expedientes administrativos, una disminución de la potestad discrecional en la resolución de éstos, de modo que el sistema de la autorización administrativa previa vaya siendo sustituido por el de la mera verificación de la autenticidad de las operaciones que se proyectan, sin perjuicio del control a posteriori de las mismas, de acuerdo con lo establecido por el régimen que se encuentre vigente en materia de control de cambios.»

El artículo 1.º del Real Decreto, más centrado en la noción de residencia, define estas inversiones como «las realizadas en el extranjero por personas físicas, españolas o extranjeras, residentes en España y por las personas jurídicas españolas».

## 2. *Formas de inversión*

### a) *Inversiones directas*

En la noción de inversiones directas que formula el artículo 3.º del Real Decreto se han incluido la actividad empresarial en el exterior y la concesión de préstamos a largo plazo, a la vez que se han introducido criterios como el de la influencia efectiva en la gestión o control de la sociedad extranjera participada y el de la creación o mantenimiento de vínculos económicos duraderos. En efecto, este precepto declara que se entienden por inversiones directas:

«a) La participación en una Sociedad o Entidad jurídica extranjera. Se entiende comprendidas bajo esta forma de inversión tanto la constitución de la Sociedad o Entidad jurídica como la adquisición total o parcial de sus acciones, o de participaciones en las mismas cuando se trate de Sociedades o Entidades cuyo capital no esté representado por acciones y siempre que la inversión tenga carácter duradero y permita al inversor español el ejercicio de una influencia efectiva en la gestión de la Sociedad o Entidad jurídica extranjera en los términos definidos en el artículo 4.º de esta disposición.

La adquisición de derechos de suscripción se equipara, a estos efectos, a la adquisición de acciones.

b) El ejercicio de actividad empresarial en el exterior mediante la creación en el extranjero de sucursales, agencias o establecimientos permanentes.

c) La concesión de préstamos financieros, con un período medio de amortización igual o superior a cinco años, a Empresas filiales en el extranjero en las que el prestamista posea la mayoría del capital social.»

Ya sabemos que las inversiones directas (en este caso las efectuadas por residentes en los restantes países comunitarios) se hallan totalmente liberalizadas en virtud de lo dispuesto por el artículo 1.º de la directiva de 11 de mayo de 1960, que las incluye en su lista A. Por su parte, el Real Decreto español de 14 de septiembre de 1979 establece con carácter general en su artículo 5.º que las inversiones directas quedan liberalizadas y, en consecuencia, no requieren autorización administrativa previa. Unica-

mente, el artículo 6.º señala que «los proyectos de inversiones directas deberán declararse en la forma que reglamentariamente se determine a la Dirección General de Transacciones Exteriores a efectos de su verificación y su control estadístico», precisando el artículo 3.º de la Orden de 15 de octubre de 1979 que dicha verificación tendrá por objeto la «autenticidad de la operación, su carácter regular y su adecuación al ordenamiento jurídico». Además, una vez realizada la transferencia exigida por la inversión, su titular deberá justificar documentalmente ante la Dirección General de Transacciones Exteriores la realización total o parcial de la inversión en el plazo máximo de dos meses.

Los artículos 8.º y 9.º del Real Decreto prevén las excepciones al régimen general de liberalización contemplado en su artículo 5.º Con arreglo al artículo 8.º, «cuando un proyecto, por razón de su cuantía, su naturaleza especulativa, o características financieras, pueda tener consecuencias perjudiciales para la economía nacional, el Director general de Transacciones Exteriores podrá suspender la aplicación del régimen de liberalización al mismo». Por su parte, el artículo 9.º preceptúa que quedan excluidas del régimen de liberalización las inversiones directas en Sociedades extranjeras que tengan por objeto la adquisición y tenencia de títulos valores o la adquisición, tenencia o explotación de bienes inmuebles. Debe recordarse que respecto de las inversiones directas contempladas en este artículo en la décima sesión ministerial de 22 de marzo de 1982 se acordaron sendas «excepciones temporales»: de tres años para las que tienen por objeto la adquisición y propiedad de títulos valores y de cinco años para las que tienen por objeto la adquisición, posesión o explotación de bienes inmuebles, pasados los cuales España deberá proceder a una completa liberalización de tales operaciones.

#### *b) Inversiones de cartera*

El artículo 10 del Real Decreto establece que tienen la consideración de inversiones de cartera las que se realicen mediante la adquisición de títulos públicos, títulos privados de renta fija o variable y participaciones de fondos de inversión mobiliaria u otros, siempre que tratándose de participaciones en el capital de Sociedades o Entidades extranjeras, no puedan calificarse de inversiones directas de acuerdo con el criterio del ejercicio por el inversor español de una influencia efectiva en la gestión de la Sociedad o Entidad en cuestión.

Según el acuerdo alcanzado en la conferencia negociadora de 22 de

marzo de 1982, nuestro país deberá consolidar el grado de liberalización previsto en el artículo 11.1 del Real Decreto, que declara que:

«Las inversiones de cartera que se materialicen en la adquisición de valores admitidos a cotización en Bolsas extranjeras, sin perjuicio de la normativa que les sea aplicable en materias de la competencia de otros Departamentos, quedan liberalizadas a los efectos del régimen jurídico de control de cambios en los siguientes supuestos:

a) En el caso de Compañías de Seguros, Banca Comercial e Industrial y Cajas de Ahorros, hasta el 10 por 100 del incremento de sus recursos propios.

b) En el caso de Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria, hasta el porcentaje y en la forma que se determinen en su regulación específica.»

La regulación específica en esta materia de los Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria debe buscarse en la Orden de 10 de diciembre de 1979, cuyo artículo 3.1 señala que «la cuantía máxima de valores extranjeros adquiridos al amparo de la presente Orden, incluido el efectivo necesario, no podrá ser superior al 20 por 100 del patrimonio neto de las Sociedades de Inversión Mobiliaria al cierre del último ejercicio, o del patrimonio de los Fondos de Inversión Mobiliaria al cierre del último trimestre natural, valorados de conformidad con las normas específicas relativas a cada clase de Entidad para valores en moneda nacional».

Por otro lado, el artículo 12 del Real Decreto precisa que «los inversores españoles podrán suscribir y adquirir libremente títulos de renta fija denominados en divisas y emitidos, tanto por personas jurídicas españolas públicas y privadas como por Organismos internacionales de carácter multilateral de los que España sea miembro, en las condiciones que reglamentariamente se determinen», añadiendo el artículo 5.º de la Orden de 15 de octubre de 1979 que estos títulos de renta fija «serán necesariamente valores admitidos a cotización en Bolsas extranjeras». La liberalización prevista en el artículo 12 del Real Decreto ha sido objeto de diversas suspensiones temporales: en primer lugar, el Real Decreto 1955/1982, de 12 de agosto, ordenaba en su artículo 1.º la suspensión durante un plazo de seis meses de dicha liberalización, por lo que, en consecuencia, las inversiones mencionadas en el artículo 12 del Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, volvían a ser sometidas a la exigencia de previa autorización de la Dirección General de Transacciones Exteriores. Dicha suspensión fue prorrogada en dos ocasiones, en ambas por un período de doce

meses: mediante el Real Decreto 224/1983, de 9 de febrero, y el Real Decreto 222/1984, de 8 de febrero. En los momentos actuales, el reciente Real Decreto 1340/1984, de 4 de julio, ha venido a restablecer parcialmente la situación de partida, pues, con arreglo a su artículo 1.º, «las personas físicas y jurídicas residentes en España podrán suscribir y adquirir libremente títulos de renta fija-o flotante denominados en divisas y emitidos por personas jurídicas españolas públicas o privadas, en las condiciones establecidas por el Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, y disposiciones complementarias», medida justificada, según su exposición de motivos, por la «mejoría registrada recientemente en la situación de la balanza de pagos», con lo que, en definitiva, se da «un paso hacia la aplicación sin restricciones del sistema de liberalización» previsto en el Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre.

Al parecer, la intención de la Administración es la de restablecer totalmente en fecha próxima la liberalización contemplada en el artículo 12 de este último Real Decreto, aceptando que se puedan adquirir títulos de renta fija denominados en divisas emitidos por Organismos internacionales de los que España sea miembro, como es el caso del Banco Mundial. En todo caso, las suspensiones examinadas no podrán mantenerse pasados tres años desde la fecha de entrada en vigor del tratado de adhesión a la CEE, a tenor de lo acordado en Bruselas el 22 de marzo de 1982.

### *c) Otras formas de inversión*

Según declara el artículo 14 del Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, las restantes inversiones españolas en el exterior requerirán autorización administrativa previa. Entre ellas destacan las inversiones inmobiliarias, incluso en el supuesto, contemplado en su artículo 9.º, ya examinado, de que sean conceptuales como inversiones directas. Ahora bien, en cualquier caso, con arreglo a lo acordado el 22 de marzo de 1982 en el marco de la conferencia negociadora con la CEE, las inversiones inmobiliarias que no se hallen en relación con la emigración, con independencia de la finalidad a la que sirvan, deberán quedar totalmente liberalizadas en un plazo de cinco años a partir de la fecha en que se produzca nuestra adhesión.

Por último, debe tenerse en cuenta que, cualquiera que sea la forma en que la inversión se efectúe, la importación material en España de los títulos o documentos acreditativos de las operaciones realizadas podrá

hacerse, según determina el artículo 18.2 del Real Decreto 2236/1979, libremente.

### C. TRANSACCIONES INVISIBLES

Con arreglo a lo acordado el 22 de marzo de 1982, España se compromete a liberalizar, desde la fecha de la adhesión, el conjunto de las operaciones en el campo de las transacciones invisibles de acuerdo con las disposiciones del acervo comunitario en la materia.

En este sentido, resulta sumamente relevante la Orden de 14 de septiembre de 1979 sobre liberalización exterior en materia de operaciones invisibles corrientes, desarrollada por la Circular 14/1979 de la Dirección General de Transacciones Exteriores. Por lo que respecta a los pagos, el artículo 1.º de la Orden declara que las transacciones invisibles enumeradas en su anexo I, así como los pagos y transferencias derivados de las mismas, quedan liberalizadas y, en consecuencia, no requieren autorización administrativa previa de la Dirección General de Transacciones Exteriores, cuya misión, según el artículo 2.º, se limitará a la verificación de la autenticidad de la operación, de su carácter regular y de su adecuación al ordenamiento jurídico.

Por otro lado, el artículo 3.º de la Orden señala que los pagos y transferencias de residentes a no residentes por las causas y cuantías especificadas en su anexo II se efectuarán por las Entidades delegadas de la autoridad competente sin necesidad de previa declaración a la Dirección General de Transacciones Exteriores.

En cuanto a los cobros, el artículo 7.º de la Orden declara que la liberalización contenida en su artículo 1.º respecto de los pagos «alcanza igualmente a los cobros percibidos por residentes de no residentes, por los conceptos enumerados en el anexo I», añadiendo que «tales cobros serán realizados libremente a través de las Entidades delegadas, sin más requisitos que la declaración, por parte de los interesados, del concepto en virtud del cual se recibe el cobro, y la correspondiente comunicación de tales cobros al Banco de España por parte de las Entidades delegadas según el procedimiento reglamentario establecido».

### D. CONTROL DE CAMBIOS

La normativa sobre control de cambios regula estrictamente los aspectos monetarios derivados de la realización de cobros y pagos con el exte-

rior, mientras que las disposiciones sobre inversiones extranjeras o sobre inversiones en el exterior incorporan otros parámetros, como pueden ser, en el primer caso, el grado de dependencia de la economía nacional respecto de las economías foráneas y, en el segundo, la situación de la balanza de pagos nacional o el volumen del crédito disponible en el mercado interior.

En España, la normativa vigente en esta materia está integrada por la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre régimen jurídico del control de cambios, y por el Real Decreto 242/1980, de 10 de octubre, que desarrolla dicha Ley. Posteriormente, la Ley Orgánica 10/1983, de 16 de agosto, ha dado una nueva redacción al capítulo II de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, relativo a los delitos monetarios, confiriéndole, además, naturaleza de Ley Orgánica «por resultar afectado el derecho a la libertad personal», según explica su exposición de motivos.

El artículo 1.º de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, declara que quedan sometidos a sus preceptos «los actos, negocios, transacciones y operaciones de toda índole entre residentes y no residentes que supongan, o de cuyo cumplimiento se deriven o puedan derivarse, cobros o pagos exteriores», aclarando el artículo 3.º que «cuando en función de lo que se disponga en la reglamentación de cambios, una determinada operación deba considerarse legal o autorizada, se entenderá asimismo autorizado el cobro o pago exterior correspondiente a la importación o exportación de los instrumentos de giro o crédito utilizados, salvo que la reglamentación de cambios o la correspondiente autorización administrativa dispongan lo contrario».

El artículo 2.º de la misma Ley establece la lista de operaciones que, según dice, el Gobierno podrá «prohibir, someter a autorización previa, verificación o declaración y, en general, a cualquier tipo de control administrativo». El artículo 3.º del Real Decreto 242/1980, de 10 de octubre, se encarga de precisar cuáles son las operaciones que requieren previa autorización, al tiempo que el artículo 7.º se refiere a las autorizadas con carácter general.

Es interesante destacar que ambos textos legales formulan una definición de lo que, a efectos de control de cambios, debe entenderse por «residentes» y «no residentes» (art. 4.º de la Ley y arts. 8.º al 10 del Real Decreto), en consonancia con lo dispuesto en las notas explicativas de la directiva de 11 de mayo de 1960, con arreglo a las cuales son residentes o no residentes las personas físicas y jurídicas según las definiciones estable-

cidas por la reglamentación de cambios en vigor en cada Estado miembro. Sus preceptos, además, están basados en dichas nociones, a diferencia de la LIE, guiada todavía por el criterio de la nacionalidad.

Por último, debe tenerse presente que la aprobación de esta normativa dio lugar a la publicación del Real Decreto 622/1981, de 27 de marzo, sobre adaptación del régimen de inversiones extranjeras a lo dispuesto en la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, a que hemos hecho referencia anteriormente.

#### E. CONCLUSIÓN

Las disposiciones más recientes aprobadas por el legislador español han ido abandonando el requisito de la previa autorización administrativa, muchas veces de carácter discrecional, sustituyéndolo por el del mero control administrativo destinado a verificar la tipicidad y autenticidad de la operación proyectada, a fin de asegurar su contabilización estadística y su adecuación al ordenamiento vigente en la materia. Así ha ocurrido, según hemos visto, por ejemplo, con el Real Decreto 2236/1979, de 14 de septiembre, sobre inversiones españolas en el exterior, y con la Orden de idéntica fecha, sobre liberalización exterior en materia de operaciones invisibles corrientes. De todos modos, como advierte Souviron Morenilla, la inercia de los comportamientos administrativos puede hacer que, de hecho, a pesar de las afirmaciones legales, se siga otorgando contenido decisorio a un control administrativo que debe traducirse en actos reglados de pura constancia y articulables como simples autorizaciones de cambio, a tenor de lo previsto en los artículos 1.º, 2.º, 3.º y 5.º de la directiva de 11 de mayo de 1960 sobre libre circulación de capitales. Así pues, la liberalización de nuestras operaciones exteriores a que obligará la entrada en la CEE. deberá plasmarse tanto en la vertiente normativa, en la línea iniciada por los dos textos legales mencionados, como en la práctica administrativa requerida para su homologación.

#### BIBLIOGRAFIA

- BÖRNER, BODO: «Die fünfte Freiheit des gemeinsamen Marktes: der freie Zahlungsverkehr», *Zur Integration Europas*, Festschrift für C.F. Ophüls, 1965, pp. 19-31.
- «Rechtsfragen des Zahlungs- und Kapitalverkehrs in der EWG», *Europarecht*, 1966, pp. 97-128.



- CARTOU, LOUIS: *Droit financier et fiscal européen*, Dalloz, 1972.
- CONCHA, MANUEL DE LA: «Presente y futuro de la Bolsa de valores en España», *Papeles de Economía Española* núm. 18, 1984, pp. 345-362.
- EHLERMANN, CLAUS DIETER: «Kommentar zu Artikeln 103 und 105 bis 109», en el *Kommentar zum EWG-Vertrag*, de Groeben-Boeckh-Thiesing, 2.<sup>a</sup> ed., 1974.
- EVERLING, ULRICH: «Die Entwicklung der Europäischen Gemeinschaft zur Wirtschafts- und Währungsunion», *Neue Juristische Wochenschrift*, 1971, pp. 1481-1486; «Institutional aspects of a European economic and monetary union», *Common Market Law Review*, 1971, pp. 495-501.
- FARRÉS REIG, SALVADOR: *Constitución de las inversiones extranjeras en España: elementos personales, reales y formales*, Valencia, 1983.
- FERNÁNDEZ FLORES, FRANCISCO: *Inversiones extranjeras y valores mobiliarios*, Madrid, 1980.  
«El mercado de capitales del futuro y las Bolsas de valores», *Papeles de Economía Española* núm. 19, 1984, pp. 182-217.
- HERVÁS CUARTERO, ENRIQUE: *El control de las inversiones extranjeras en España*, Madrid, 1980.
- HEENEN, JACQUES: «La libre circulation des capitaux», *Les Nouvelles, Droit des Communautés européennes*, pp. 755-768.
- LUCAS FERNÁNDEZ, FRANCISCO: *Temas sobre inversiones extranjeras y control de cambios*, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid.
- MAESTRIPIERI, CESARE: *La libre circulation des capitaux dans la CEE - Progrès vers l'union économique et monétaire*, Ed. UGA, Bruselas, 1975.
- MÉGRET, J.: *Le Droit de la CEE*, Université libre de Bruxelles, vol. III.
- RABADÁN, MARIANO: *Los Fondos de Pensiones - Su futuro en España*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1984.
- RAMOS GASCÓN, FRANCISCO JAVIER: *El sistema financiero español*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- SÁNCHEZ-BELLA CARSWELL, ALFREDO: «Libre circulación de capitales en la CEE», DOCUMENTACIÓN ADMINISTRATIVA núm. 185, extraordinario, enero-marzo 1980, Madrid, pp. 631-650.
- SEIDEL, M.: «Freier Kapitalverkehr und Währungspolitik», en *Festschrift für Hans Kutscher*, Baden-Baden, 1981; «Schutzmassnahmen auf dem Gebiet des Zahlungs- und Kapitalverkehrs», en *Schutzmassnahmen im Gemeinsamen Markt*, Colonia, 1977, p. 29 y ss.
- SOUVIRON MORENILLA, JOSÉ MARÍA: *La libre circulación de capitales en la CEE: significado y consecuencias*, ICE, Madrid, marzo 1982, pp. 105-118.
- WAELBROECK, MICHEL: «La libre circulation des paiements», *Les Nouvelles, Droit des Communautés européennes*, pp. 769-772.

