

# La actividad económica de las fundaciones y el código de conducta para la realización de inversiones financieras temporales de las entidades sin ánimo de lucro (\*)

*Teresa Rodríguez de las Heras Ballell*

Profesora Titular Interina de Derecho Mercantil  
Universidad Carlos III de Madrid

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN: LA EVOLUCIÓN DEL FENÓMENO FUNDACIONAL Y LOS PERFILES DE LAS FUNDACIONES CONTEMPORÁNEAS.—II. DELIMITACIÓN DEL MARCO GENERAL: SOBRE EL DESARROLLO DE ACTIVIDADES ECONÓMICAS POR LAS FUNDACIONES: 1. *Interés general, ánimo de lucro y actividad empresarial*. 2. *Actividades económicas y gestión económico-financiera de las fundaciones*.—III. RESTRICCIONES RELATIVAS A LAS INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES DE ENTIDADES SIN ÁNIMO DE LUCRO: 1. *Código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones financieras temporales*: A) Análisis crítico: sobre la naturaleza del código de conducta. B) Valoración práctica: sobre su aplicación en el mercado. «Cumplir o explicar». 2. *Estudio del contenido del código de conducta*: A) Ámbito de aplicación: a) Ámbito de aplicación subjetivo: entidades sin ánimo de lucro. b) Ámbito de aplicación objetivo. B) Selección y gestión de inversiones: a) Sistemas de selección y gestión de inversiones. b) Principios de seguridad, liquidez y rentabilidad y otras recomendaciones.—IV. CONCLUSIONES.

## I. Introducción: la evolución del fenómeno fundacional y los perfiles de las fundaciones contemporáneas

El fenómeno fundacional se encuentra hoy no sólo en un momento de esplendor, en términos de desarrollo e implantación en las economías modernas, sino además de profunda redefinición de sus perfiles en línea con su presencia generalizada en los mercados como auténticas organizaciones que han visto ampliados sus fines fundacionales con respecto a su más estricta tipificación tradicional, y sus formas de actuación en el tráfico jurídico con la progresiva

---

(\*) Este trabajo ha sido realizado dentro de las actividades del Proyecto de I + D subvencionado por el Ministerio de Ciencia e Innovación DER2009-07708: «Códigos de conducta en la distribución de bienes y prestación de servicios en España y en la Unión Europea», del que es investigadora principal la profesora A. REAL PÉREZ.

pero imparable entrada de actividades económicas<sup>1</sup> en sus programas y planes de actuación. Sin perder, en modo alguno, los fines de interés general su carácter configurador de la institución<sup>2</sup>, el aspecto organizativo del ente se refuerza sobre el perfil patrimonial y, a su vez, se inyecta en la figura una renovadora visión dinámica y flexible que proyecta el patrimonio hacia una consecución óptima de los fines fundacionales bajo los criterios de una gestión eficiente y con una adecuada estructura y ordenación internas. Queda superada la visión decimonónica de una fundación económicamente inactiva imbuida de objetivos puramente conservativos e inmovilistas del patrimonio, hacia una organización que participa activamente en el tráfico económico para, con la adecuada gestión del patrimonio, cumplir precisamente con mayor eficiencia y grado de satisfacción sus fines fundacionales.

Si nos aproximamos así desde una perspectiva dinámica a su definición como organizaciones constituidas sin fin de lucro que, por voluntad de sus creadores, tienen afectado de modo duradero su patrimonio a la realización de fines de interés general<sup>3</sup>, es inevitable incorporar en el estudio de las funda-

---

<sup>1</sup> J. L. PIÑAR MAÑAS, «¿Qué fundaciones? La constante adaptación de una institución camaleónica», *Tendencias legislativas y Tercer Sector. Los modelos español e italiano*, Ponencias del Congreso Internacional celebrado en Santiago de Compostela, 2-4 octubre 2003, Universidad de Santiago de Compostela, Santiago de Compostela, 2005, pp. 19 y ss.

<sup>2</sup> Desde el punto de vista de su configuración constitucional como derecho fundamental, los contornos jurídicos de la institución y, así el contenido esencial del derecho, vienen marcados por la existencia de un patrimonio vinculado por la voluntad del fundador o fundadores a la satisfacción de fines de interés general, carente de ánimo de lucro y que, con tal objetivo y en tal medida, le es otorgada personalidad jurídica. En otras palabras, la Constitución sólo ampara y dota de personalidad jurídica bajo la configuración de fundaciones a aquellas que persigan fines de interés general —J. L. PIÑAR MAÑAS y A. REAL PÉREZ, *Derecho de fundaciones y voluntad del fundador: estudio, desde la evolución del Derecho español de fundaciones, del régimen jurídico de la voluntad del fundador en la Constitución y en la Ley 30/1994, de 24 de noviembre*, Marcial Pons, Madrid, 2000, p. 91—. Y, a los efectos de este trabajo, en realidad, no puede decirse que resulte amparado constitucionalmente el ejercicio de actividades económicas por las fundaciones, como contenido esencial del derecho de fundación. Es decir, el reconocimiento legal de tales facultades no es inconstitucional, pero tampoco lo sería que la opción legislativa fuera contraria al ejercicio de tales actividades —A. REAL PÉREZ, *La nueva legislación española de fundaciones y el concepto de fundación constitucionalmente tutelado: algunas notas*, Foligno, 4 de junio de 2004.

<sup>3</sup> Artículo 2 de la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones, BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 2002 (en lo sucesivo, LF). La LF ha supuesto la revisión del marco legal previo unificado en la Ley 30/1994, de 24 de noviembre, de fundaciones y de incentivos fiscales a la participación privada en actividades de interés general (BOE núm. 282, de 25 de noviembre), y estructuralmente, el tratamiento separado de las cuestiones sustantivas y procedimentales de las fundaciones con respecto a su régimen tributario que pasa a integrar la Ley 49/2002, de 23 de diciembre, de régimen fiscal de las entidades sin fines lucrativos y de los incentivos fiscales al mecenazgo (BOE núm. 307, de 24 de diciembre).

ciones cuestiones relativas a su financiación y gestión económica. Un adecuado cumplimiento de los fines fundacionales exige una gestión eficiente del patrimonio y la ejecución de programas de captación de recursos suficientes para desarrollar sus actividades. De este modo, los aspectos organizativos y económicos han ido adquiriendo mayor relevancia a medida que la proyección social de las fundaciones y su extendida presencia en el mercado han reforzado su calificación como auténticos operadores económicos<sup>4</sup>. Cohonestar estas exigencias financieras y de gestión que demanda su nuevo perfil con su categorización como entidades sin ánimo de lucro y la interpretación tradicional de sus fines sigue siendo motivo de preocupación y objeto de atención en nuestro ordenamiento.

En este contexto, representa una excelente ocasión para reflexionar de nuevo sobre el perfil actual de las fundaciones y su posición en los mercados modernos la aprobación, en particular, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) y por el Banco de España de sendos Códigos de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales. En efecto, en el marco de la adopción de ciertas medidas de reforma del sistema financiero, el legislador incorpora como disposición adicional tercera en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre<sup>5</sup>, la previsión de que se aprueben por los órganos de supervisión competentes códigos de conducta que establezcan las reglas específicas a las que deberán ajustarse ciertas inversiones realizadas por las entidades sin ánimo de lucro. Esta disposición legal representa, de un lado, el reconocimiento de una participación plena de las fundaciones en los mercados, en particular en los mercados financieros y el desarrollo de actividades de claro componente inversor. De otro lado, sin embargo, el hecho mismo de referirse al establecimiento de ciertas restricciones aplicables a tales inversiones cuando son realizadas por entidades sin ánimo de lucro refleja una consecuente actitud de cautela ante los riesgos que tales operaciones puedan implicar para la lógica fundacional.

En cumplimiento de la referida disposición adicional, el Consejo de la CNMV aprueba mediante Acuerdo de 20 de noviembre de 2003, en el ámbito de supervisión delimitado por la Ley del Mercado de Valores, el código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales<sup>6</sup>, mientras que el Banco de España, mediante Resolución de 19 de

---

<sup>4</sup> J. M. EMBID IRUJO, «Fundaciones y actividades empresariales en el Derecho español», *Derecho de los Negocios*, n.º 160, enero 2004, pp. 3-14.

<sup>5</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, BOE núm. 281, de 23 de noviembre de 2002.

<sup>6</sup> BOE núm. 7, de 8 de enero de 2004.

diciembre de 2003<sup>7</sup>, hace extensivo los términos del citado código de conducta a las inversiones financieras temporales de las entidades sin ánimo de lucro en forma de operaciones que estando bajo su ámbito de supervisión no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores. Con fecha de 23 de diciembre de 2003, se dicta además la Orden ECO/3721/2003 por la que se aprueba el código de conducta para las mutuas de seguros y mutualidades de previsión social en materia de inversiones financieras temporales<sup>8</sup> con el fin de optimizar la rentabilidad del efectivo de que dispongan estas entidades y que puedan destinar a obtener rendimientos de acuerdo con sus normas de funcionamiento. De este modo, con su simultánea publicación en el Boletín Oficial del Estado de 8 de enero de 2004 se proyecta sobre los tres ámbitos de supervisión contemplados en la disposición adicional tercera esta concreta medida de reforma del mercado financiero para aumentar la competitividad y la eficiencia y estimular la transparencia informativa.

La aprobación de este instrumento, triplicado en su ámbito de aplicación pero prácticamente único en su contenido, inspira este trabajo en un doble sentido.

En primer lugar, anima al estudio detallado de las reglas específicas que se establecen en relación con determinadas inversiones financieras de las entidades sin ánimo de lucro, y, en particular, de las fundaciones —por ello, sólo estudiaremos en profundidad los códigos de conducta aprobados por la CNMV y el Banco de España que son los aplicables a las fundaciones—. Este objetivo último se desdobra a su vez en dos. Primero, el interés por analizar el contenido de sus reglas y el ámbito de aplicación de las mismas. Segundo, la pertinencia de insertar este estudio específico en el marco más general del desarrollo por parte de las fundaciones de actividades económicas o empresariales. En este sentido, interesa valorar en qué medida las operaciones de inversión a las que se refieren los códigos de conducta objeto de estudio representan una actividad económica principal o complementaria en relación con los fines fundacionales, directa o definitivamente indirecta, y, por tanto, ha de compartir los principios que inspiran su régimen o si, por el contrario, no responden, plenamente y en toda su extensión a los supuestos de hecho que de forma específica contempla la ley<sup>9</sup> y hemos de encontrar entonces para interpretar su regulación otros fundamentos particulares o generales.

---

<sup>7</sup> BOE núm. 7, de 8 de enero de 2004.

<sup>8</sup> BOE núm. 7, de 8 de enero de 2004.

<sup>9</sup> Nos referimos, en concreto, a las modalidades que recoge el artículo 24 LF para las fundaciones de ámbito estatal y que posteriormente, con mayor acierto en la sistematización, el

En segundo lugar, plantea otro motivo, en esta ocasión de carácter formal, para la reflexión. La opción reguladora elegida para la adopción de estas reglas bajo la forma de códigos de conducta aprobados por los órganos de supervisión correspondientes en los mercados bancario y bursátil, en el caso que analizamos, apunta varios interrogantes. Primero, el de la auténtica naturaleza de un instrumento de vocación y apariencia autorreguladora pero nacido de la voluntad legal y gestado en sede de supervisión. Segundo, el modo en que se articula el cumplimiento de las reglas establecidas en el código de conducta por los operadores del mercado, en este caso, las fundaciones.

## **II. Delimitación del marco general: sobre el desarrollo de actividades económicas por las fundaciones**

El objeto de los códigos de conducta que estudiamos parece conducirnos inevitablemente a reflexionar nuevamente sobre una cuestión de gran calado en el Derecho de fundaciones. Nos preguntamos si la realización de determinadas operaciones de inversión en los mercados financieros representa o, de algún modo, implica el desarrollo de actividades económicas o empresariales por las fundaciones. Adelantamos, sin embargo, que los supuestos que contempla la ley bajo la consideración de actividades económicas no coinciden (por exceso y por defecto) con todas las operaciones de inversión que regulan los códigos de conducta, operaciones que realmente se corresponden de forma más amplia y general con actividades de gestión financiero-patrimonial que permiten a las fundaciones obtener «ingresos por cualquier otro concepto» (art. 27.1 LF) y representan el simple cumplimiento, de acuerdo con criterios de eficiencia económica, del mandato que la norma dirige al Patronato para la administración de los bienes y derechos del patrimonio fundacional, «manteniendo el rendimiento y utilidad de los mismos» (art. 14.2 *in fine* LF).

---

Real Decreto 1337/2005, de 11 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Fundaciones de competencia estatal, en adelante RF, trata separadamente en dos disposiciones: la primera, artículo 23, dedicada a las actividades de la fundación y en la que se incluye el desarrollo directo por parte de la fundación de actividades mercantiles, y, la segunda, artículo 24, específicamente destinada a regular la participación de la fundación en sociedades mercantiles. Sólo vamos a referirnos al respecto a la normativa estatal si bien la regulación autonómica en materia de fundaciones comparte el reconocimiento de la posibilidad de que las fundaciones realicen actividades económicas en el sentido de invertir su patrimonio en sociedades adquiriendo participaciones minoritarias o mayoritarias. Las divergencias se perciben en el tratamiento de las participaciones y el consecuente régimen de comunicación o autorización previa. Una descripción detallada de la normativa autonómica en este aspecto en M. PÉREZ ESCOLAR, *La actividad económica de las fundaciones. Tensiones legislativas e interés general*, Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pp. 59-71.

En efecto, de los dos modos de ejercicio de la actividad empresarial por parte de las fundaciones <sup>10</sup> —ejercicio directo de la actividad empresarial (fundación-empresa) y ejercicio indirecto de la actividad mediante participación en el capital de una sociedad <sup>11</sup> (fundación con empresa) <sup>12-13</sup>, determinadas operaciones de inversión (en acciones) de las contempladas en los códigos analizados significan la participación de la fundación en una sociedad (cotizada). Sin embargo, el ámbito objetivo de aplicación de los códigos de conducta de la CNMV y el Banco de España abarca operaciones de inversión que superan con mucho los supuestos de participación en sociedades mediante adquisición de valores negociables. Ni las operaciones reguladas en el ámbito de supervisión del Banco de España —depósito, préstamo, cesión temporal de activos o análogas— ni gran parte de las inversiones en instrumentos financieros sujetos a las normas de ordenación y disciplina de la CNMV —obligaciones, opciones y futuros, *warrants*, cuotas participativas, entre otros— representan la participación de las fundaciones en sociedades.

Por tanto, aunque el reconocimiento de la licitud de la intervención de las fundaciones en cualesquiera actividades económicas por vía de participación en sociedades constituye un favorable telón de fondo —más aún, la indiferencia de la actividad económica desarrollada y la no exigencia de relación alguna con el fin fundacional son esenciales para la admisibilidad de tales operaciones de fin puramente instrumental para la gestión patrimonial (art. 24.1 segundo párrafo)—, no representa el marco en el que se desarrollan todas las operaciones de inversión reguladas en los códigos de conducta. Es decir, la realización por parte de las fundaciones de las inversiones financieras temporales referidas

---

<sup>10</sup> Dentro de la geometría trilateral que abarca más ampliamente todas las posibles relaciones entre fundación y empresa: empresa con fundación, fundación con empresa y fundación-empresa.

<sup>11</sup> Es cuestionable que la simple participación, incluso minoritaria o puramente simbólica, en el capital de una sociedad deba y pueda calificarse como un ejercicio, siquiera indirecto, de una actividad empresarial por parte de la fundación. R. DE ÁNGEL YÁGÜEZ, «Actividades económicas (mejor, empresariales) de las Fundaciones», en J. M. GONZÁLEZ PORRAS y F. P. MÉNDEZ GONZÁLEZ (coords.), *Libro Homenaje al Profesor Manuel Albadalejo García*, tomo I, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España-Servicio de Publicaciones de la Universidad de Murcia, Murcia, 2004, pp. 245-275, en particular, pp. 249-250; J. M. EMBID IRUJO, «Fundaciones y actividades empresariales...», ob. cit., p. 6.

<sup>12</sup> J. J. MARÍN LÓPEZ, «Fundación, sociedad mercantil y actividad empresarial (Algunas consideraciones al hilo de la RDGRN de 26 de noviembre de 1996)», *RdS*, n.º 10, 1998, pp. 318-340.

<sup>13</sup> J. M. EMBID IRUJO, «Funcionamiento y actividad de la fundación», en S. MUÑOZ MACHADO, M. CRUZ AMORÓS y R. LORENZO GARCÍA, *Comentarios a las Leyes de Fundaciones y de Mecenazgo*, ob. cit., pp. 357-411, en pp. 400-408; J. PEDREIRA MENÉNDEZ, *Las actividades empresariales de las fundaciones y su tributación*, Lex Nova, Valladolid, 1999, pp. 230-313.

no significa, en todo caso, ejercicio por aquellas de una actividad empresarial. Más aún, incluso en el supuesto más evidente de participación en sociedades mediante la adquisición de acciones en el mercado financiero, podríamos pensar que la temporalidad de la inversión no casa con la natural, o al menos esperable, estabilidad que se presume en la participación societaria cuando ésta pretende representar el ejercicio indirecto de una actividad empresarial<sup>14</sup>. En todo caso, parece que estaríamos hablando de participaciones societarias como mera inversión, ya que el desprendimiento esperado en el corto plazo parece contradecir la posibilidad de que las inversiones se lleven a cabo como fórmula de control (con participaciones no siempre ni necesariamente mayoritarias —art. 42 del Código de Comercio<sup>15</sup>, art. 4 de la Ley del Mercado de Valores—) y gestión de una empresa.

Antes de proceder al análisis de los códigos de conducta sobre inversiones temporales, retomemos brevemente la cuestión del ejercicio de actividades económicas por parte de las fundaciones para fundamentar nuestra postura de que no hay una plena coincidencia entre ambos supuestos, el contemplado en los códigos y el que determina el régimen del artículo 24 LF. En realidad, el ámbito de aplicación de los códigos de conducta responde más fielmente a operaciones de gestión económico-patrimonial de las fundaciones que a la

---

<sup>14</sup> J. M. EMBID IRUJO, «Fundaciones y actividades empresariales...», ob. cit., p. 7.

<sup>15</sup> Artículo 42 C. de c. según redacción dada por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea:

«(...) En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Posea la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado.

A los efectos de este apartado, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes o aquellos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.(...)»



realización indirecta de actividades económicas mediante la participación en sociedades.

### 1. *Interés general, ánimo de lucro y actividad empresarial*

La realización de actividades empresariales por parte de las fundaciones siempre se ha encontrado con el obstáculo conceptual, inherente a la noción de fundación, de su configuración constitucional para «finés de interés general» (art. 34.1 de la Constitución Española)<sup>16</sup> o «de interés público» en terminología del código civil (art. 35.1 CC). El mandato constitucional se proyecta en la cláusula de interés general del artículo 2.1 LF y se despliega en la exigencia de que las fundaciones enderecen su actividad a beneficiar colectividades genéricas de beneficiarios, requisito último que permitiría constatar el carácter general de sus fines. En este marco, la realización de actividades empresariales se topa además con un tradicional elemento definitorio del régimen de las fundaciones que parece absolutamente contradictorio, la ausencia de fin de lucro.

La interdicción de lucro, que vertebra causalmente la constitución con la mera liberalidad del fundador, no significa, sin embargo, la necesaria gratuidad de las prestaciones de la entidad, que arranca de su histórica labor asistencial<sup>17</sup> o de beneficencia<sup>18</sup>, ni, por tanto, la absoluta prohibición de que las fundacio-

---

<sup>16</sup> Sobre el reconocimiento constitucional del derecho de fundación, J. L. PIÑAR MAÑAS, «El derecho de fundación como derecho fundamental», *Derecho Privado y Constitución*, n.º 9, mayo-agosto 1996, pp. 147 y ss.

<sup>17</sup> De hecho, en la codificación, el reconocimiento de las fundaciones como personas jurídicas se apoya ya en la idea del respeto a la libertad del individuo, perdiendo así su justificación las históricamente denominadas causas «piadosas», J. L. PIÑAR MAÑAS y A. REAL PÉREZ, *Derecho de fundaciones y voluntad del fundador...*, ob. cit., pp. 48 y ss.

<sup>18</sup> Una orientación de sus fines hacia la beneficencia que lógicamente también marcó el origen de las Cajas de Ahorro, que responden hoy al modelo híbrido de fundación-empresa, al tratar de prestar una labor, en una primera etapa, que ya venían desempeñando los Montes de Piedad. Con el objetivo de fomentar el ahorro y la inversión, las cajas de ahorro irrumpen en el contexto de la lucha contra la usura —del préstamo «gratuito» al préstamo «benéfico» con intereses moderados—, para atender las crecientes necesidades a las que los Montes de Piedad no pudieron adaptarse. Desde el punto de vista regulatorio, tras las primeras iniciativas que condensan una postura abstencionista del Estado, según se desprende de las primeras Reales Órdenes de 1835 y 1839, el Real Decreto de 29 de junio de 1853 representa un giro hacia el intervencionismo en la posición pública ante las cajas y los Montes de Piedad, que pasan a calificarse de «establecimientos municipales de beneficencia», por tanto, de carácter público. Aún dominada por la orientación hacia la beneficencia, sin embargo, se corrige su calificación en la Ley de 29 de junio de 1880 donde pasan a ser consideradas «instituciones de beneficencia» de naturaleza privada. La Ley de 1880 marca el paso de la finalidad «benéfica» a la finalidad «social» (o de la concepción benéfico-moral a la concepción benéfico-social). Sin abandonar su



nes obtengan beneficios con su actividad —art. 2.2 LF «*constituídas* sin fin de lucro»<sup>19</sup>—. De hecho, en virtud del artículo 27 LF todo beneficio se reconduce nuevamente a los fines fundacionales, garantizando así el sentido de la actividad y el destino de las ganancias a su finalidad propia. Se concilia así la ausencia de fin de lucro con la admisibilidad de la obtención de beneficios siempre que éstos reviertan en la propia entidad o se destinen al objeto fundacional<sup>20</sup>. Se distancia, por tanto, la noción de fundación de la que preside el Derecho de sociedades en la medida que el ánimo de lucro<sup>21</sup> se concreta en

---

función benéfica que las conectaba con los Montes de Piedad, la actividad dirigida a fines sociales pasó de ser excepcional a principal en el negocio de las cajas. En un breve repaso de su evolución normativa, se constata la «ambivalencia característica del perfil de las cajas» —F. SÁNCHEZ CALERO, «La identidad de las Cajas de Ahorros: pasado, presente y futuro», *RDBB*, n.º 43, 1991, pp. 557-610, en particular en pp. 558-559—, en el sentido de que el aspecto benéfico-social y la vertiente financiera o crediticia han estado presentes de manera continua en el proceso vital de estas entidades. Si bien su historia describe claramente un desplazamiento del centro de gravedad de la actividad benéfico-social a la actividad crediticia. M. ARAGÓN REYES, R. GARCÍA VILLAVERDE y J. A. SANTAMARÍA PASTOR, *El régimen jurídico de las Cajas de Ahorro*, Caja de Madrid, Madrid, 1991, pp. 29-49. Y extensamente, J. M. GONZÁLEZ MORENO, *Naturaleza y régimen jurídico de las Cajas de Ahorros*, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Madrid, 1983, a lo largo de su capítulo I, pp. 25-136. También con exhaustividad, A. CASARES MARCOS, *Cajas de Ahorro: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2003. S. MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, *Crédito, Banca y Cajas de Ahorros. Aspectos jurídico-administrativos*, Tecnos, Madrid, 1975.

<sup>19</sup> La definición legal de las fundaciones como organizaciones «constituídas» sin fin de lucro y no sencillamente como «organizaciones sin fin de lucro» «permite interpretar que la obtención de ganancia económica no se prohíbe al ente en sí mismo sino que se configura como requisito que delimita en sentido negativo a la finalidad del negocio fundacional» —M. PÉREZ ESCOLAR, *La actividad económica de las fundaciones...*, ob. cit., p. 35—.

<sup>20</sup> J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Objeto y alcance de la Ley de Fundaciones. Concepto de Fundación», en S. MUÑOZ MACHADO, M. CRUZ AMORÓS y R. DE LORENZO GARCÍA, *Comentarios a las Leyes de Fundaciones y de Mecenazgo*, Iustel, Madrid, 2005, pp. 9-64, pp. 37-38. Un fenómeno distinto es el de las fundaciones de empresa, M. IGLESIAS PIE y A. VERNIS, «Una aproximación a las fundaciones de empresa», en J. M.<sup>a</sup> BENEYTO PÉREZ (dir.), *Tratado de Fundaciones*, tomo 2, Bosch, Barcelona, 2007, pp. 859-904.

<sup>21</sup> Si bien, con todo, el fin lucrativo no sea un requisito pacífico en el Derecho de sociedades. La doctrina y jurisprudencia españolas tradicionales han destacado como notas esenciales del concepto legal de sociedad la pluralidad de intervinientes (inherente a todo fenómeno de índole contractual), la organización patrimonial autónoma y la finalidad lucrativa. Carácter especialmente controvertido ha adquirido este último rasgo pretendidamente distintivo. La índole lucrativa del fin social se había erigido como rasgo conceptual común a toda clase de sociedades, en el contexto de su distinción con la figura de la asociación. Con respecto a este elemento, se construye la corriente revisora del pensamiento tradicional del profesor GIRÓN TENA, quien sostiene que las diferencias entre sociedad y organización son de tipo estructural, y no vinculadas en modo alguno con la índole lucrativa del fin. Así, desde el punto de vista sistemático, ambas estructuras se pueden reconducir a un concepto amplio de sociedad cuyos únicos elementos caracterizadores serían el origen negocial y la promoción del fin común. J. GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades. Parte I. Sociedades Colectivas y comanditarias*, Benzal, Ma-

el fin de repartir entre sí las ganancias, que, en el caso de las fundaciones, sería al margen de la atención a los beneficiarios y a favor de personas concretas y determinadas<sup>22</sup>, especialmente, el fundador, los miembros del Patronato<sup>23</sup> o personas ligadas a ellos por vínculos de parentesco, conyugales o de afectividad análogos (art. 3.3 LF).

El artículo 24 LF incorpora a nivel legislativo las dos modalidades alegadas de ejercicio de «actividades económicas»<sup>24</sup> por parte de las fundaciones. De este modo, consolida la cobertura legal de la denominada «fundación con empresa»<sup>25</sup> (con las matizaciones ya realizadas sobre el carácter mayoritario de la

---

drid, 1976, pp. 25-55. Siguiendo esta tesis de irrelevancia conceptual del fin lucrativo en la sociedad, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Pórtico, Zaragoza, 1977, pp. 300-338; J. M.<sup>a</sup> GONDRA ROMERO, «Hacia una renovación de los estudios de Derecho de sociedades en la doctrina española», *RDM*, n.º 140, 1976, pp. 349-364, en p. 351; C. PAZ-ARES, «Ánimo de lucro y concepto de sociedad», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 729-753; J. M. GONZÁLEZ ORDÓÑEZ, «Los criterios del Derecho español sobre distinción de sociedad mercantil y sociedad civil y sus consecuencias prácticas», *RDM*, 1956, pp. 51-98, especialmente pp. 69-70. Se trata de prescindir de la vertebración del concepto de sociedad sobre bases causales para reenfocar la noción como fenómeno organizativo neutral desde el punto de vista de la naturaleza del fin —C. PAZ-ARES, «Comentario al artículo 1665», *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, pp. 1299-1333, en p. 1307—. «Este “ocaso de la causa lucrativa” es signo de una tendencia a la *desfuncionalización de las formas jurídicas*» (cursiva en el original), Á. ROJO, «La sociedad anónima como problema», *RDM*, n.ºs 187-188, enero-junio 1988, pp. 7-33, la cita transcrita en p. 33. En contra, manteniendo que el modelo normativo del contrato social implica una causalización negocial típica de lucro (que se combina con otros elementos estructurales), J. I. FONT GALÁN y M. PINO ÁBAD, «La relevante causa negocial de la sociedad. Una relectura (sólo) jurídica del concepto legal de sociedad», *RDM*, n.º 239, enero-marzo 2001, pp. 7-95, en particular, p. 77. Sobre el proceso de progresiva «decoloración» del fin de lucro como causa del contrato de sociedad de capitales, G. SANTINI, «Tramonto dello Scopo Lucrativo nelle società di capitali», *Riv. Dir. Civ.*, 1973, Parte prima, pp. 151-173, en particular, pp. 155-157.

<sup>22</sup> M. PÉREZ ESCOLAR, *La actividad económica de las fundaciones...*, ob. cit., p. 34.

<sup>23</sup> Sin perjuicio de que, aun siendo el cargo gratuito, aquellos patronos que presten a la fundación servicios distintos de los que implica el desempeño de las funciones que les corresponden como miembros del Patronato puedan recibir una retribución adecuada por tal concepto según haya sido establecida por el Patronato y con la previa autorización del Protectorado (art. 34 RF) y salvo que el fundador no hubiese dispuesto lo contrario (art. 15.4 LF).

<sup>24</sup> Críticamente sobre la expresión legal de «actividades económicas» empleada en el artículo 24 LF R. DE ÁNGEL YÁGUEZ, «Actividades económicas (mejor, empresariales) de las Fundaciones», ob. cit., en particular, pp. 255-257.

<sup>25</sup> La apuesta legislativa por el reconocimiento del ejercicio de actividades empresariales por parte de las fundaciones se ha proyectado además en un favorable, por más sencillo, régimen fiscal. Mientras que el artículo 42.1.c) de la Ley 30/1994 exigía a las fundaciones no sólo dar cuenta al Protectorado de sus participaciones mayoritarias (directas o indirectas) en sociedades mercantiles, sino además justificar, a los debidos efectos fiscales, ante la Administración Tributaria, que la titularidad de tales participaciones coadyuvaba al mejor cumplimiento de los

participación), que ya reconocía la anterior Ley 30/1994 —inspirada por el reconocimiento preconstitucional que representó el art. 28.3 del Decreto 2930/1972, de 21 de julio, que aprobó el Reglamento de Fundaciones Culturales Privadas y Entidades Análogas y de los Servicios Administrativos encargados del Protectorado de las mismas <sup>26</sup>—, pero además responde clara y contundentemente a la cuestión abierta por el marco legal anterior sobre la posibilidad de que las fundaciones desarrollen directamente actividades económicas. El ejercicio directo de actividades económicas (art. 24.1 LF) queda, sin embargo, sujeto al condicionante de la relación de su objeto con los fines fundacionales o de su carácter complementario o accesorio con respecto a las anteriores. En este sentido, el legislador ha plagado de conceptos jurídicos indeterminados <sup>27</sup> la disciplina de este supuesto al quedar su legitimidad condicionada a la determinación de una suficiente conexión con los fines fundacionales o a una amplia y escurridiza relación de complementariedad o accesoriedad con tales actividades.

Interesa en este estudio, no obstante, referirnos al ejercicio indirecto de actividades económicas por parte de las fundaciones a través de su participación en sociedades. Supuesto que despertó siempre menores reticencias doctrinales y más ágiles cautelas legales, centradas fundamentalmente en evitar la responsabilidad personal de la fundación por las deudas sociales y en prevenir la desfiguración, por desviación de sus fines, de la figura fundacional mediante la intervención, en alguna medida (conocimiento o autorización), del Protectorado en casos de participaciones mayoritarias.

Aun tomando este supuesto como telón de fondo, en las inversiones financieras temporales a las que se refieren las recomendaciones de los códigos de conducta no se sobrepasa ninguna de las líneas de flotación sobre las que se fundamentan las principales cautelas de régimen legal. Las inversiones en valores negociables en los mercados financieros que regulan los códigos de conducta serán, en la configuración actual, en sociedades cotizadas con responsabilidad limitada de sus socios y el carácter temporal de las mismas hará

---

fines fundacionales, el marco normativo actual únicamente requiere la notificación al Protectorado (art. 24.2 LF) sin que la aplicación del régimen fiscal favorable quede sujeto a la anterior justificación (sobre los requisitos de las entidades sin fines lucrativos en relación con el desarrollo de actividades económicas, art. 3.2 y 3 de la Ley 49/2002).

<sup>26</sup> BOE núm. 260, de 30 de octubre de 1972.

<sup>27</sup> Como también advierte la profesora A. REAL PÉREZ en «Fundaciones, actividades mercantiles e impuesto de sociedades. Algunas reflexiones a propósito de las leyes 49/2002 y 50/2002», *Asociaciones y Fundaciones. XI Jornadas de la Asociación de Profesores de Derecho Civil*, Alicante 27-29 de mayo de 2004, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Murcia, Murcia, 2005, pp. 281 y ss.

improbable, aunque por vía de acumulación con participaciones previas sería posible, que las participaciones resulten mayoritarias y, por tanto, sujetas al pertinente sistema de comunicación.

## **2. *Actividades económicas y gestión económico-financiera de las fundaciones***

No es, por tanto, la disciplina legal aplicable al ejercicio por parte de las fundaciones de actividades económicas, ni siquiera en su fórmula indirecta de participación en sociedades, la única fuente de la que emana la inspiración que da sentido a los códigos de conducta sobre inversiones temporales que analizamos. Para entender en su totalidad el objetivo de los códigos de conducta debemos combinar las consideraciones, ya ampliamente superadas, sobre el ejercicio indirecto de actividades económicas, con las precauciones que la configuración de la figura fundacional impone a las actividades, por otro lado esenciales para el cumplimiento óptimo de sus fines, de gestión económico-financiera del patrimonio en un contexto de mercado.

Las recomendaciones del código de conducta sobre la realización de inversiones financieras temporales han de enmarcarse naturalmente en el régimen jurídico general de las fundaciones y, en particular, en los principios de actuación que han de guiar el funcionamiento y la actividad de las mismas (art. 23 LF). Así, de un lado, la realización de tales inversiones en las condiciones recomendadas en el código no podrá afectar a la obligación general de destinar efectivamente el patrimonio y sus rentas a los fines fundacionales de conformidad con la ley y los estatutos [art. 23.a) LF], y, de otro, la adecuada emisión y presentación del informe anual sobre el grado de cumplimiento no deja de ser una aplicación concreta de la exigencia de publicidad y transparencia sobre sus fines y actividades [art. 23.b) LF].

Esta evidente constatación nos permite confirmar algunos extremos relativos a la operativa práctica de tales inversiones financieras. El código de conducta no altera ni se superpone a las reglas que, recogidas en el nivel e instrumento que en cada caso corresponda, determinen las reglas básicas para la aplicación de los recursos al cumplimiento de los fines [art. 11.1.d) LF], la competencia para la adopción de las decisiones de inversión y su procedimiento o la necesidad de que el acto de disposición de los fondos destinados o de los propios activos exija previa autorización del Protectorado o simple comunicación, en su caso (art. 21 LF). Como ya indicábamos, la naturaleza temporal y esencialmente inversora de las operaciones a las que se aplica el código hace suponer que será difícil encontrarse ante adquisiciones que representen participaciones mayoritarias en sociedades mercantiles —si bien podría darse

el caso de que resulte mayoritaria la participación resultante por acumulación a pesar de que la inversión represente una adquisición minoritaria—. Por ello, será inusual previsiblemente que se deba recurrir a la comunicación al Protectorado regulada para tales casos (art. 24 RF). No obstante, el respeto a las recomendaciones del código al realizar tales inversiones no suplanta ni sustituye el régimen general que deba aplicarse a la operación de adquisición que, en todo caso, deberá seguir las normas legales y estatutarias correspondientes y, en su caso, la regulación interna que de forma específica rija para la fundación tales operaciones (por ejemplo, reglamentos internos para la inversión en derivados). Así mismo, si bien una inversión en valores negociables que se asuma como temporal no parece cohonestar con la afectación con carácter permanente a los fines fundacionales (art. 12.4 LF), cabría teóricamente que tales valores se aportaren en concepto de dotación por el fundador o por terceras personas o así resulten considerados por la decisión de afectación del Patronato a los fines fundacionales. En tal caso, resultaría pertinente recurrir al sistema de autorización anual para la enajenación de valores cotizados prevista en el artículo 20 RF.

### **III. Restricciones relativas a las inversiones financieras temporales de entidades sin ánimo de lucro**

Entre los principios de actuación aplicables al funcionamiento y la actividad de las fundaciones, el artículo 23 LF obliga a las mismas a destinar efectivamente su patrimonio y sus rentas, conforme a la ley y el reglamento, a sus fines fundacionales. A ello se añade, en segundo lugar, una referencia concreta a lo que podríamos considerar una estrategia transversal de transparencia informativa que ha de vertebrar la actuación de las fundaciones en relación con sus fines y sus actividades. Estos principios determinan las opciones de financiación de las fundaciones y condicionan sus posibilidades de inversión. En este marco general, el legislador inserta restricciones adicionales a la gestión financiera y la política de inversión de las fundaciones mediante los códigos de conducta objeto de estudio para garantizar, en definitiva, unos adecuados principios de prudencia acordes con la naturaleza operativa de las fundaciones sin mermar totalmente su capacidad para captar y rentabilizar sus recursos en los mercados financieros.

La aprobación por el Consejo de la CNMV mediante Acuerdo de 20 de noviembre de 2003 del código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales, con su correspondiente extensión a determinadas operaciones de inversión en el ámbito de supervisión del Banco de España, mediante Resolución de 19 de diciembre de 2003, y a

las realizadas concretamente por las mutuas de seguros y mutualidades de previsión social mediante Orden ECO/3721/2003, de 23 de diciembre, reposa legalmente en el mandato legal contenido en la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002 y articula su aplicación en el mercado mediante la máxima «cumplir o explicar».

A una valoración de la técnica reguladora empleada y los efectos prácticos que de ella derivan para su cumplimiento dedicamos nuestras primeras consideraciones (*infra* III.1). A continuación nos detendremos en el estudio de su contenido (*infra* III.2), definiendo el ámbito de aplicación del código de conducta aprobado y evaluando el ajuste entre los principios que parecen inspirar este instrumento y su específica instrumentación en el establecimiento de ciertas medidas para la selección y gestión de determinadas inversiones realizadas por las fundaciones.

### **1. *Código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones financieras temporales***

La disposición adicional tercera de la Ley 44/2002 se compone, a los efectos que aquí nos interesan, de tres piezas básicas. En primer lugar, se ordena («aprobarán») a los órganos de supervisión de los respectivos mercados —CNMV, Banco de España y Ministerio de Economía— la aprobación de los correspondientes códigos de conducta con el ámbito de aplicación que allí se define. En segundo lugar, se precisa que tales códigos contendrán las reglas específicas a las que «deberán» ajustarse las inversiones financieras temporales que realicen determinadas entidades sin ánimo de lucro, empleando nuevamente una expresión de imperatividad. En tercer lugar, sin embargo, y en aparente contradicción con el carácter imperativo que se desprende de la literalidad del primer párrafo de la disposición legal, se articula un régimen de transparencia basado en la presentación de un informe anual por parte de dichas entidades para dar a conocer al Protectorado o sus partícipes el grado de cumplimiento de los citados códigos. Este sistema, que posteriormente se perfila como un modelo «cumplir o explicar», aleja la primera impresión de imperatividad y acerca su tratamiento al deseado carácter autorregulador que se desprende de su calificación como código de conducta. Las referencias a principios y recomendaciones en el contenido del código avalarían esta consideración. Sin embargo, ni su particular origen ni la operativa de su aprobación parecen corresponderse, al menos en las versiones más puras, con auténticas técnicas de autorregulación.

A) *Análisis crítico: sobre la naturaleza del código de conducta*

Como es sabido, la autorregulación, en un sentido general, supone el otorgamiento a los propios operadores del mercado (sujetos privados)<sup>28</sup>, esto es, a los destinatarios de las normas<sup>29</sup>, de la competencia para dictar reglas que rijan<sup>30</sup> su propia actividad<sup>31</sup>. Y son además básicamente la disciplina de mercado y las sanciones reputacionales, de un lado, y los remedios obligacionales, de otro —a los que en relaciones de consumo habrá que añadir los propios de las prácticas comerciales desleales<sup>32</sup>—, las principales herramientas para asegurar su cumplimiento.

<sup>28</sup> La identificación de las formas autorreguladoras requiere la constatación de este elemento subjetivo: la matriz privada de la autorregulación. La procedencia de la autorregulación, tome la forma que tome (reglas, informaciones, decisiones, inspecciones, auditorías), de sujetos privados distingue este fenómeno de otros supuestos afines (autoadministración, ejercicio privado de funciones públicas). J. ESTEVE PARDO, *Autorregulación. Génesis y efectos*, Aranzadi, Navarra, 2002, p. 103. La participación de los sujetos privados en actividades normativas adopta modalidades muy distintas y de muy diversa entidad: iniciativa normativa (cuando el art. 87.3 de la Constitución se refiere a la iniciativa popular); participación en la tramitación legislativa (audiencia de asociaciones de consumidores y empresariales para la elaboración de disposiciones que les afecten); aprobación de instrumentos normativos (convenios colectivos, derecho estatutario, costumbre) —V. ÁLVAREZ GARCÍA, «La capacidad normativa de los sujetos privados», *REDA*, n.º 99, julio-septiembre 1998, pp. 343-367, en pp. 352-353—.

<sup>29</sup> En la elección entre una regulación centralizada y una regulación descentralizada, concurriría la constatación de la existencia de un fallo en la estructura de incentivos. Al igual que la teoría económica justifica la necesidad de la regulación por la detección de un fallo en la estructura de incentivos del mercado, la opción entre la regulación centralizada o la regulación «*up-from-the-bottom*» (descentralizada) se explicaría por la existencia de un fallo en la estructura de incentivos de las normas sociales. R. D. COOTER, «Decentralized Law for a Complex Economy: The Structural Approach to Adjudicating the New Law Merchant», 144 *U.Pa.L.Rev.*, 1995-1996, pp. 1643-1696.

<sup>30</sup> Como tal, puede despertar el interés de las autoridades de defensa de la competencia, en la medida que tal reglamentación de las conductas en el mercado tenga efectos anticompetitivos. H. J. LEVIN, «The Limits of Self-Regulation», 67 *Colum.L.Rev.*, 1967, pp. 603-644.

<sup>31</sup> La autorregulación, por tanto, no significa ausencia de normas, sino que incide en el carácter de las mismas, en función de su fuente de creación. La autorregulación haría así referencia a la regulación mediante normas de producción autónoma y procedente de los poderes públicos. J. M.<sup>a</sup> DE LA CUESTA RUTE, «Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación», *RDBB*, n.º 94, abril-junio 2004, pp. 87-115, p. 89 y p. 94. De ahí que nos topeamos con la paradoja de que el incremento de la autorregulación privada responda a la más firme y decidida voluntad reguladora de las instancias públicas, J. ESTEVE PARDO, *Autorregulación...*, ob. cit., p. 27.

<sup>32</sup> Directiva 2005/29/CE de 11 de mayo, sobre prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior (DOUE, serie L, de 11 de junio de 2005), en particular, artículo 6.2 sobre prácticas engañosas, concordantes y Anexo I. Esta Directiva se traspone al ordenamiento jurídico español por la Ley 29/2009, de 30 de diciembre, por la que se modifica el régimen legal de la competencia desleal y de la publicidad para la mejora de la protección de los consumidores y usuarios (BOE núm. 315, de 31 de di-



En este contexto se sitúan, en particular, los códigos de conducta. Carentes de una definición más cercana y conscientes además de que nos encontramos ante un concepto heterogéneo, difuso y con un alto riesgo anfibológico<sup>33</sup>, podemos tomar la referencia que nos ofrece la Directiva 2005/29/CE, de 11 de mayo, sobre prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, en su artículo 2, apartado f), donde define «código de conducta» como «acuerdo o conjunto de normas no impuestas por disposiciones legales, reglamentarias o administrativas de un Estado miembro, en el que se define el comportamiento de aquellos comerciantes que se comprometen a cumplir el código en relación con una o más prácticas comerciales o sectores económicos concretos». En virtud de esta definición, podemos, al menos provisionalmente, asumir que los códigos de conducta, además de tener su origen natural en la iniciativa de los propios destinatarios de las reglas resultantes, recogen normas no impuestas y de adhesión voluntaria.

En el caso que nos ocupa, nos encontramos, sin embargo, con un código de conducta cuya aprobación se ha encomendado a las autoridades de supervisión de los mercados y cuyo seguimiento, si bien bajo el modelo «cumplir o explicar», se impone a los operadores del mercado, esto es, las entidades sin ánimo de lucro. Esta arquitectura nos hace cuestionarnos si nos encontramos realmente ante un código de conducta o se ha empleado esta calificación para atenuar ilusoriamente el efecto imperativo y crear una apariencia participativa de los operadores en la formulación de las normas. Estas cuestiones nos llevan además a preguntarnos cuáles serán, en su caso, las consecuencias jurídicas para una entidad de no adoptar tales recomendaciones; habiéndolo hecho, no cumplirlas o, habiéndose desviado en su cumplimiento, no explicar las razones que lo justifican o no hacerlo suficientemente.

---

ciembre) mediante la reforma de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal, que regula de manera unitaria esta materia; el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, que lleva esta protección al ámbito de la ley anterior; la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, y la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad. En relación con las prácticas comerciales relacionadas con los códigos de conducta, nuevo artículo 21 de la Ley de Competencia Desleal tras la modificación realizada por la Ley 29/2009.

<sup>33</sup> S. CAVANILLAS, «Códigos de conducta dirigidos a consumidores: versiones y perversiones», ponencia presentada en el *II Congreso Internacional «Códigos de Conducta y Mercado. Espacio digital. Consumidores y Resolución de conflictos»*, celebrado en la Universidad Complutense de Madrid, los días 26 y 27 de marzo de 2009, pendiente de publicación (manuscrito proporcionado por el autor).

B) *Valoración práctica: sobre su aplicación en el mercado. «Cumplir o explicar»*

Las características propias de un instrumento merecedor del calificativo de código de conducta resultan particularmente deslucidas en un texto aparentemente plagado de imperatividad, de origen heterónimo y dudosa adhesión voluntaria. Así, la disposición final del código de conducta aprobado por la CNMV, bajo el título «Aplicación del código», impone a las entidades sin ánimo de lucro que comiencen a aplicar los principios que allí se establecen en relación con el ejercicio 2004 —para el ejercicio 2003 en relación con las mutuas de seguros y mutualidades de previsión social de acuerdo con la Orden ECO/3721/2003—. Pero, a su vez, en la disposición anterior, sobre «Seguimiento del código», asume que las entidades podrán separarse de las recomendaciones contenidas en el código, debiendo en tal caso explicar las razones que fundamenten tal comportamiento. De este modo, la aplicación del código entre sus destinatarios se articula mediante el modelo «cumplir o explicar» en el que confluyen las estrategias de transparencia informativa que han inspirado las recientes reformas de los mercados financieros y las políticas sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas<sup>34</sup>.

Bajo esta misma filosofía regulatoria, el código de conducta que analizamos, en consideración así a su naturaleza, es de cumplimiento voluntario, siempre que en el correspondiente informe anual se hagan constar no sólo el grado de cumplimiento del mismo sino los motivos que expliquen las eventuales desviaciones de sus principios y recomendaciones. Ciertamente, la confianza en la disciplina del mercado y el efecto que en la toma de decisiones de inversión o desinversión ejerce una política de transparencia informativa, desplaza la obligatoriedad del cumplimiento del código a la emisión del informe anual acerca del grado de cumplimiento. Entenderíamos así que el cumplimiento de las recomendaciones del código de conducta no es obligatorio, aunque sí lo es la emisión del correspondiente informe<sup>35</sup>. Pero además en plena coherencia con el principio «cumplir o explicar», la falta de seguimiento de las reglas del código no implica en sí mismo y por esta única razón una infrac-

<sup>34</sup> Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas (BOE núm. 171, de 18 de julio de 2003), en adelante, *Ley de Transparencia*.

<sup>35</sup> Informe *Winter*, que lleva el nombre de su Presidente, Jaap Winter, elaborado por el denominado *Grupo de Expertos de Alto Nivel en Derecho de Sociedades*, creado por la Comisión Europea en septiembre de 2001, en el marco de un Plan de Acción sobre Derecho de Sociedades impulsado por la Unión Europea. El Informe fue publicado bajo el título *On a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, con fecha de 4 de noviembre de 2002.

ción sancionable. Más aún, las explicaciones sobre el eventual incumplimiento de tales reglas no tienen necesariamente que responder a motivos razonables y circunstancias objetivas que justifiquen la desviación; para satisfacer el objetivo de transparencia informativa, basta con la elaboración del informe y la puesta en conocimiento del Protectorado, partícipes, asociados o mutualistas del grado de cumplimiento de las recomendaciones. Ello debería activar el mecanismo de selección del mercado y asegurar la toma de decisiones adecuadas en condiciones de transparencia.

No obstante, la incorporación de información falsa en el informe o una actuación negligente en relación con las inversiones realizadas incumpliendo las recomendaciones del código podrán dar lugar a responsabilidades de otra naturaleza. En este sentido, especialmente significativa podría ser la responsabilidad de los patronos<sup>36</sup> donde se muestra con notable intensidad la influencia en el Derecho de fundaciones del Derecho de sociedades de capital<sup>37</sup>, a pesar de que en la práctica la exigencia de responsabilidad parece tener una sorprendentemente baja incidencia<sup>38</sup>. De hecho, podríamos encontrarnos ante un supuesto en el que la desviación de las recomendaciones del código en las inversiones realizadas implique una administración negligente de los bienes y derechos que integran el patrimonio de la fundación (arts. 14.2 y 17 LF) que no asegure su utilidad y haya mermado su rendimiento. Asimismo, si el acto de disposición consistente en la inversión o en la posterior desinversión para recuperar la inversión temporal hubiera requerido la comunicación previa del negocio realizado o la preceptiva autorización, el Protectorado podrá requerir al Patronato la información que estime conveniente y, a la vista de

---

<sup>36</sup> E. DÍAZ RUIZ, «Cumplimiento de los códigos de conducta en el ámbito de las sociedades cotizadas», capítulo para el libro colectivo del equipo de próxima publicación (manuscrito proporcionado por el autor).

<sup>37</sup> J. M. EMBID IRUJO, «Gobierno de la fundación», en S. MUÑOZ MACHADO, M. CRUZ AMORÓS y R. DE LORENZO GARCÍA, *Comentarios a las Leyes de Fundaciones y de Mecenazgo*, ob. cit., pp. 227-276, en p. 259.

<sup>38</sup> La experiencia práctica muestra una reacia actitud de los Protectorados a la exigencia de responsabilidad de los patronos, demostrando hoy un comportamiento mucho más cauteloso y reticente que cuando podían proceder a la sustitución o destitución de los patronos. Como advierte la profesora A. REAL PÉREZ, si bien la relajación de los controles administrativos de las fundaciones favorece, sin duda, la agilidad y la eficacia de sus actuaciones, es preciso que venga compensada por el refuerzo adecuado del «autocontrol» del Patronato, que exige una auténtica operatividad de las acciones de responsabilidad de los patronos. Y es que, efectivamente, «a menor control más responsabilidad», «(n)o puede ser de otra manera» —A. REAL PÉREZ, «Control y responsabilidad en las fundaciones», *Tendencias legislativas y Tercer Sector. Los modelos español e italiano*. Ponencias del Congreso Internacional celebrado en Santiago de Compostela, 2-4 octubre 2003, Universidade de Santiago de Compostela, Santiago de Compostela, 2005, pp. 49 y ss.—.

las circunstancias concurrentes, sin perjuicio de autorizar *a posteriori* la operación, entablar la acción de responsabilidad contra los patronos o solicitar judicialmente su destitución. Más aún, cabría el caso excepcional de que el incumplimiento del código refleje, en realidad, graves irregularidades en la gestión económica de la fundación hasta el punto de poner en peligro su subsistencia que activara las medidas previstas en el artículo 42 LF. En todo caso, se observa que no es la simple desviación de las recomendaciones objeto de sanción sino el hecho de que tal incumplimiento sea reflejo realmente de comportamientos negligentes o irregulares.

Con todo, podríamos además plantearnos qué significa a los efectos del código de conducta «cumplir» sus recomendaciones. El código no prejuzga, pues nada indica al respecto, cómo deben las fundaciones implementar sus principios y aplicar sus recomendaciones. Con un breve repaso a la práctica fundacional, observamos diversas estrategias básicas. De un lado, la de aquellas entidades que han incorporado las recomendaciones del código mediante la adopción de un código de conducta propio en inversiones financieras temporales<sup>39</sup> o la incorporación de disposiciones relativas a estas operaciones en sus códigos generales de conducta<sup>40</sup>. En este sentido, se observa cómo algunas fundaciones se han conformado con transcribir casi literalmente el tenor de los respectivos textos aprobados por los diversos órganos supervisores, mientras que otras han completado, precisado y desarrollado el código correspondiente con considerable extensión. De otro lado, la de aquellas entidades que han optado por un modelo de implementación distinto, bien sea a través de reglamentos internos o fórmulas similares o bien sea sin una específica articulación. En este caso, surgen varias cuestiones:

— Primera, puesto que el código de conducta en sus tres versiones no determina un modo particular de articulación, no incorporar sus recomendaciones en forma de código de conducta de la entidad o de otro modo no supone por sí solo un incumplimiento. Podremos encontrarnos, en principio, ante códigos modelo de aplicación sectorial, códigos individuales, y otras formas de implantación como mediante la redacción de reglamentos internos sobre inversiones. Lo interesante en este sentido es valorar qué diversos efectos podría tener la desviación de las recomendaciones en cada caso, considerando el modo en que

---

<sup>39</sup> Esta parece la estrategia generalizada en el sector asegurador —[www.pelayo.com](http://www.pelayo.com), [www.asepeyo.es](http://www.asepeyo.es), [www.amaseguros.com](http://www.amaseguros.com), [www.mutua-mad.es](http://www.mutua-mad.es), etc.—.

<sup>40</sup> Entre otras, por ejemplo, el código de conducta de Cruz Roja Española, disponible en [http://www.cruzroja.es/docs/2006\\_34\\_CN/CodigodeconductaCRE.pdf](http://www.cruzroja.es/docs/2006_34_CN/CodigodeconductaCRE.pdf) (última consulta 02/06/2010). También el código modelo de FUNKO (Confederación Vasca de Fundaciones), [www.funko.es](http://www.funko.es) (última consulta 02/06/2010).

se ha procedido a su incorporación y, por tanto, las consecuencias de su incumplimiento. Además, cabría teóricamente que una fundación decidiera no aprobar un código de conducta de aplicación específica de estas recomendaciones pero en sus decisiones de inversión siga estas pautas y explique debidamente el grado de cumplimiento en su informe anual. Así parece también derivarse del tenor literal del artículo 25 RF cuando se refiere al informe que el Patronato deberá emitir anualmente sobre el grado de cumplimiento por parte de la fundación de los códigos de conducta. En la medida que se refiere directamente al cumplimiento de los códigos de conducta aprobados en desarrollo de la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002 no presupone un escalón intermedio de aplicación o implementación interna de las recomendaciones.

— Segunda, el modo en que se implementen las recomendaciones internamente puede implicar diversas consecuencias en caso de incumplimiento más allá del puntual respeto al mandato de «cumplir o explicar». Es decir, si tales recomendaciones se incorporan al cuerpo regulador de la fundación y se asumen como propias mediante su transformación en instrumentos de diversa naturaleza, su incumplimiento, a pesar de la adecuada explicación en el informe anual, puede dar lugar a otras consecuencias previstas al respecto (legal o estatutariamente).

## 2. *Estudio del contenido del código de conducta*

A la vista de las consideraciones anteriormente apuntadas sobre el régimen de aplicación del código de conducta, para el estudio de su contenido tomaremos como referencia el *código de conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones temporales en el ámbito del mercado de valores* aprobado por Acuerdo de 20 de noviembre de 2003 del Consejo de la CNMV y tan sólo en aquellos aspectos en que exista una regulación específica y distinta nos referiremos al código aprobado por el Banco de España.

El código de conducta se estructura en dos partes. La primera detalla y desarrolla con las oportunas definiciones su ámbito de aplicación en virtud de lo previsto en la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002 al ordenar su aprobación [*infra* III.2.A)]. La segunda recoge, bajo el título general de «Principios y recomendaciones», el núcleo sustantivo del texto en relación con el establecimiento de sistemas de selección y gestión de inversiones [*infra* III.2.B)].

### A) *Ámbito de aplicación*

De conformidad con la declaración general de la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002, y en el marco de sus competencias, el código de con-

ducta aprobado por la CNMV se aplicará a las entidades sin ánimo de lucro que realicen inversiones temporales en valores mobiliarios e instrumentos financieros en su ámbito de supervisión. El propio Código facilita la interpretación de su ámbito de aplicación incluyendo a continuación sendas definiciones pertinentes a los efectos de su aplicación.

a) *Ámbito de aplicación subjetivo: entidades sin ánimo de lucro*

El código de conducta se aplicará a las entidades sin ánimo de lucro. Si bien su aplicación a las fundaciones no plantearía dudas, sí podrían surgir con respecto al alcance de un ámbito de aplicación subjetivo que algunos denominan «tercer sector», socialmente reconocible pero jurídicamente impreciso. Por ello, el propio texto define a los efectos de su aplicación la noción de entidad sin ánimo de lucro por enumeración. Las fundaciones aparecen expresamente referidas en la primera posición de una lista que incluye además las asociaciones, los Colegios Profesionales, los fondos de promoción de empleo, las mutuas de seguros y las mutualidades de previsión social, sin perjuicio de lo que establezca para las mismas el código de conducta de la Dirección General de Seguros, las mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social y cualquier otro tipo de entidad con personalidad jurídica y sin ánimo de lucro que esté sujeta a tipos de gravamen reducidos del Impuesto de Sociedades cuando tales entidades no tengan un régimen específico de inversiones.

Esta definición por enumeración de las entidades sin ánimo de lucro coincide plenamente —salvo la precisión que hace la disposición legal a «instituciones y asociaciones sin ánimo de lucro»— con la establecida en la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002. Si, a su vez, comparamos transversalmente el ámbito de aplicación subjetivo de los tres códigos de conducta aprobados observamos dos técnicas de reparto competencial distintas. De un lado, entre el código de conducta aprobado por la CNMV y el adoptado por el Banco de España se produce un solapamiento pleno de su ámbito subjetivo, pues ambos comparten una aplicación prevista a todas las entidades sin ánimo de lucro tal y como quedan definidas en la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002. Las diversas competencias de supervisión se reflejan en el ámbito objetivo. Esto es, la oportuna aplicación del código de conducta aprobado por la CNMV o por el Banco de España no depende de la entidad que realiza la operación de inversión sino de la naturaleza de la operación realizada [*infra* b)]. De otro lado, sin embargo, el código de conducta aprobado en virtud de Orden ECO/3721/2003 no goza de un ámbito subjetivo de aplicación pleno y, en consecuencia, coincidente con el de los otros dos códigos

adoptados. Mientras que su ámbito de aplicación objetivo arranca del genéricamente definido por la CNMV en su código de conducta bajo el descriptivo de inversiones temporales, la particular esfera de supervisión se manifiesta en la drástica reducción de los sujetos a los que sus reglas resultan aplicables: mutuas de seguro y mutualidades de previsión social. De ahí que el código de conducta aprobado por la CNMV, al definir su ámbito de aplicación subjetivo (disposición 1, apartado 1, letra e) precise que sus reglas se aplicarán también a las mutuas de seguros y las mutualidades de previsión social «sin perjuicio de lo que establezca para las mismas el código de conducta de la Dirección General de Seguros».

Estos dos criterios de reparto competencial se proyectarán no sólo en la aprobación del código sino en el seguimiento de su aplicación por las entidades sin ánimo de lucro obligadas por el órgano de supervisión correspondiente y los efectos del incumplimiento de sus recomendaciones. Así, por ejemplo, se precisa en la Orden ECO/3721/2003 que «(l)os consejos de administración de las mutuas de seguros y las juntas directivas de las mutualidades de previsión social deberán presentar a las asambleas generales en que se aprueben las cuentas anuales de la entidad, el informe anual acerca del grado de cumplimiento de este código de conducta y de los Códigos de Conducta aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, al que se refiere la disposición adicional tercera de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero»; además se deberá dar cuenta también de tal informe (de posible contenido triple, como puede observarse) a las entidades o personas protectoras de las mutualidades de previsión social.

Dado que este trabajo está dedicado exclusivamente a las fundaciones, nos centraremos en el estudio de los dos únicos códigos de conducta potencialmente aplicables a estas entidades en función de la naturaleza de la operación realizada: el aprobado por la CNMV en relación con inversiones temporales en valores mobiliarios e instrumentos financieros y el adoptado por el Banco de España en lo que se refiere a inversiones financieras temporales en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de sustitución y que no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores. De este modo, descartamos a partir de aquí el análisis, salvo en aquellos extremos en que su comparación pueda resultar ilustrativa para algunos razonamientos, del código de conducta para las mutuas de seguro y mutualidades de previsión social en materia de inversiones financieras temporales aprobado por Orden ECO/3721/2003, de 23 de diciembre.



b) *Ámbito de aplicación objetivo*

El ámbito objetivo de las recomendaciones del código sobre determinadas inversiones realizadas por las entidades sin ánimo de lucro está definido de acuerdo con dos criterios. Primero, el carácter temporal de la inversión; y, segundo, la naturaleza de las operaciones en las que consista la inversión temporal sujeta al código. En este sentido, será el segundo de los requisitos el que marque el diverso ámbito material entre los tres códigos en función de la esfera de supervisión de los órganos reguladores.

i) *El criterio de la temporalidad de la inversión*

El elemento temporal se erige como un criterio esencial para la determinación del ámbito de aplicación de las recomendaciones de inversión en los códigos objeto de estudio. Esta constatación nos anima a indagar en los verdaderos motivos que subyacen en el establecimiento de tal condición más allá de razones puramente aplicativas o de simple definición de una esfera sustantiva arbitraria para la aplicación de las recomendaciones.

El carácter temporal de la inversión se puede interpretar, a nuestro parecer, conforme a dos perspectivas. De un lado, las inversiones temporales, entendidas como aquellas con vencimiento inferior a un año o siendo a mayor plazo que se adquieran o mantengan con intención de beneficiarse en el corto plazo de la variación de sus precios, representan el destino más razonable de los excedentes financieros que pueda tener una fundación para evitar su ociosidad y aprovechar los rendimientos de la inversión para ser ulteriormente aplicados a los fines fundacionales propios<sup>41</sup>. Por ello, desde la perspectiva de la gestión financiera y de los recursos de la fundación, se asume la normalidad de estas operaciones en el contexto de la realización de actividades en el mercado. De ahí que no haya sido la prohibición de estas inversiones la opción regulatoria. De otro lado, sin embargo, el carácter temporal de la inversión y su inherente objetivo de rentabilización rápida de lo invertido avivan los riesgos de especulación y, por tanto, el peligro de que se comprometa el capital invertido y consecuentemente el adecuado cumplimiento de los fines fundacionales. Desde este punto de vista, el carácter temporal es el que justifica las limitaciones que los códigos de conducta establecen para reducir los riesgos patrimoniales que para las fundaciones pueda implicar el recurso a operaciones financieras como las descritas.

---

<sup>41</sup> A. CARO SABATER, «Gestión económica y financiera de fundaciones», en J. M.<sup>a</sup> BENEYTO PÉREZ (dir.), *Tratado de Fundaciones*, ob. cit., pp. 1339-1380, en p. 1378.

Son estas dos perspectivas las que confluyen no sólo en la definición del ámbito objetivo de los códigos de conducta sino en el contenido mismo de sus recomendaciones dirigidas todas ellas a la selección y gestión prudentes y profesionales de las inversiones de acuerdo con los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad [*infra* III.2.B)].

Con este planteamiento de fondo, el código de conducta aprobado por la CNMV precisa con referencias técnico-contables la definición de aquellas inversiones que, a los efectos de la aplicación de sus recomendaciones, serán consideradas como inversiones temporales. Literalmente la disposición del código establece que serán consideradas inversiones temporales aquellas que tengan tal consideración conforme al Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1643/1990, de 20 de noviembre, siempre que se trate de inversiones en activos con vencimiento no superior a un año, así como aquellos activos a mayor plazo que se adquieran o mantengan con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de sus precios. La referencia al Plan General de Contabilidad de 1990 debe entenderse hoy referido al Nuevo Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad <sup>42</sup> en desarrollo de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea <sup>43</sup> (disposición final 1.<sup>a</sup>). Sobre la base del marco jurídico establecido por las Directivas contables, la referida Ley y su desarrollo reglamentario responden a la necesidad de ajustar nuestro Derecho contable a los criterios incluidos en los Reglamentos de la Unión Europea por los que se adoptan las Normas Internacionales de Información Financiera, en aquellos aspectos sustanciales que dichos Reglamentos regulen con carácter obligatorio. Con esta finalidad, se ha incorporado en el Código de Comercio en sintonía con los citados Reglamentos europeos, las notas de seguridad y estabilidad necesarias para inspirar y servir de punto de referencia a las normas concretas de valoración y presentación de la información financiera, que permitan fundamentar la normativa contable *ad futurum*, haciendo posible su adaptación a la coyuntura económica y social de cada momento. De acuerdo con el nuevo plan contable, las inversiones financieras temporales se corresponden con la cuenta 540, «Inversiones financieras temporales en instrumentos de patrimonio», dentro del grupo 5 que comprende las cuentas relativas a la tesorería de la empresa, entendiendo por tesorería los derechos y

---

<sup>42</sup> BOE núm. 278, de 20 de noviembre de 2007.

<sup>43</sup> BOE núm. 160, de 5 de julio de 2007.

obligaciones financieras de los que sea titular la sociedad con un período de materialización o exigibilidad inferior al ejercicio económico.

ii) En valores mobiliarios e instrumentos financieros

En el código de conducta aprobado por la CNMV, las inversiones financieras temporales a las que resulta de aplicación serán aquellas que se realicen en valores mobiliarios e instrumentos financieros en el ámbito de supervisión de la Comisión. Considerando que en el marco del Derecho de los Mercados Financieros, el Derecho bursátil responde a un criterio objetivo de delimitación de su ámbito de aplicación, frente al criterio subjetivo que preside el Derecho Bancario, la referencia del código de conducta es coherente con esta filosofía general de la disciplina.

Para hacer corresponder así el ámbito objetivo de aplicación de las recomendaciones contenidas en el código con el ámbito de supervisión de la CNMV, se remite la definición de valores mobiliarios e instrumentos financieros como objeto de las inversiones financieras temporales a los comprendidos en el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV). El artículo 2 LMV representa el amarre sustantivo de todo el Derecho bursátil y su evolución viene marcada por dos coordenadas. De un lado, la progresiva sofisticación de los productos susceptibles de tráfico impersonal y generalizado en un mercado financiero que ha decantado definitivamente la noción legal hacia el amplio concepto de instrumento financiero. De otro lado, la más pausada evolución doctrinal desde los más clásicos conceptos de valor mobiliario y título valor hasta los más actuales de valor negociable e instrumento financiero <sup>44</sup>. Un recorrido que más que una simple cuestión terminológica ha planteado un nada sencillo problema conceptual sobre la amplitud y la relación entre las nociones legales. Así, la adaptación de las normas comunitarias ha ido marcando el ritmo de adaptación de esta disposición legal tanto en lo terminológico como en lo verdaderamente conceptual. En virtud de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, se incorporan al artículo 2 de la misma, que se refería exclusivamente a los valores negociables, dos párrafos relativos a ciertos instrumentos financieros a los que, se precisa, les serán de aplicación, con las debidas adaptaciones, las

---

<sup>44</sup> A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 99, 2005, pp. 7-58; J. E. CACHÓN BLANCO, «Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y el concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores», *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 222, 1997, pp. 1201-1252.

reglas aplicables a los valores negociables. Con la posterior reforma de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, se da una nueva redacción al citado artículo 2 LMV adquiriendo el término «instrumento financiero» una posición general y omnicomprendiva que incluye entonces los valores negociables y otros instrumentos financieros distintos de los valores negociables. Se incorpora así en el cuerpo legal una lista no cerrada —art. 2.1.k) «Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable»— de valores que en todo caso serán considerados valores negociables, enumeración tradicionalmente relegada al desarrollo reglamentario en su integridad (art. 3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos <sup>45</sup>).

En la redacción del artículo 2 LMV tras la reforma de la Ley 47/2007 ya se incluye expresamente en la enumeración de valores negociables las participaciones en instituciones de inversión colectiva, a las que el código de conducta se refiere de forma adicional por no estar éstas en la redacción vigente en la fecha de aprobación del código de conducta.

Por tanto, la concreta y precisa determinación de las inversiones financieras temporales en valores negociables e instrumentos financieros cubiertas por el código de conducta requerirá, en cada caso, la comprobación de la definición legal vigente de instrumento financiero.

*iii)* En forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución

El código de conducta aprobado por el Banco de España define, sin embargo, su ámbito de aplicación por exclusión —«que no estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores»— y en referencia al aprobado apenas un mes antes por la CNMV. Como ya adelantábamos, el ámbito de aplicación subjetivo entre ambos textos es coincidente y, por tanto, la especialización supervisora se proyecta en el tipo y la naturaleza de las inversiones financieras temporales objeto del código. Así, el código de conducta aprobado por Resolución de 19 de diciembre de 2003 del Banco de España integra plenamente el contenido del adoptado por Acuerdo de 20 de noviembre de 2003 por el Consejo de la CNMV.

---

<sup>45</sup> BOE núm. 274, de 16 de noviembre.

Por tanto, el código de conducta del Banco de España resulta aplicable a las fundaciones, como entidades sin ánimo de lucro, en relación con determinadas inversiones financieras. Ante la parquedad del código aprobado por el órgano supervisor bancario y la total remisión al código adoptado por la CNMV, podemos realizar las siguientes consideraciones. En primer lugar, la definición de inversión temporal será la contemplada en el código de la CNMV en relación con el Plan General de Contabilidad y con las precisiones adicionales sobre el plazo inferior a un año o, siendo superior, la intención de beneficiarse a corto plazo de la variación de precio, en la medida en que resulten de aplicación al tipo de operaciones contempladas en el código del Banco de España. En segundo lugar, bajo tal definición de temporalidad, la inversión deberá consistir en depósitos, préstamos, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de restitución. Desde el punto de vista técnico-contable, el detalle de las cuentas del grupo 5, «Cuentas financieras», marcado por la condición de operaciones a «corto plazo» nos ofrece claros ejemplos de los supuestos contemplados. En tercer lugar, y repitiendo una precisión ya referida en varias ocasiones, aquellas operaciones que dentro de las categorías referidas en el código del Banco de España estén sujetas a las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores quedan excluidas del ámbito de aplicación del código bancario para regirse, entendemos por el código de conducta de la CNMV, que, en tal sentido, prevalece.

#### B) *Selección y gestión de inversiones*

Las recomendaciones sobre la selección y gestión de inversiones que realicen las fundaciones condensan un delicado equilibrio entre la no prohibición de tales inversiones temporales al admitir su utilidad en la política financiera de las entidades y su adecuada sujeción a una serie de principios de prudencia que atenúen los riesgos de pérdida patrimonial y, en consecuencia, de imposibilidad o mayor dificultad en el cumplimiento de sus fines fundacionales.

La especial sofisticación técnica y la mayor complejidad de los productos financieros aconsejan una particular atención en la selección y un especial cuidado en la gestión de las inversiones. Por ello, las recomendaciones del código de conducta se despliegan en dos tipos de medidas. De un lado, de tipo personal o subjetivo, en cuanto a la experiencia y los conocimientos técnicos de quienes seleccionen y decidan las inversiones [*infra a*]. De otro lado, de tipo sustantivo o material, en lo que se refiere a los principios que deben guiar la selección y la gestión de tales operaciones de inversión [*infra b*].

a) Sistemas de selección y gestión de inversiones

La primera dimensión de los sistemas de selección recomendados está dirigida a asegurar experiencia profesional y conocimientos técnicos en quienes decidan las inversiones que las entidades realicen. La implantación, en este sentido, de estos sistemas de selección y gestión podrá implicar, a nuestro parecer, de acuerdo con el volumen y la naturaleza de las inversiones implicadas, bien la disposición de personal propio debidamente formado a tales efectos o bien, como expresamente prevé el código, la contratación de asesoramiento profesional externo con suficientes garantías de competencia profesional e independencia.

Esta previsión entronca con el núcleo histórico de la regulación de los mercados de valores que parte de una concepción de los mercados como mercados imperfectos. En concreto, los mercados de valores se caracterizan por una información asimétrica. Los inversores no sofisticados tendrían acceso a menor información que la disponible para los operadores del mercado, afectando así a su capacidad de adoptar decisiones racionales de inversión. La capacidad real de tomar decisiones de inversión de forma racional e informada se convierte así en el verdadero objetivo de protección <sup>46</sup>. En este contexto, las normas de tutela se han estratificado en función del grado de experiencia, conocimientos técnicos y profesionalidad del inversor que, por tanto, a efectos de determinar el ámbito subjetivo de protección, supera las definiciones tradicionales de consumidor para integrar una más flexible noción delimitada por la noción de asimetrías de información. En este sentido, las recomendaciones del código a este respecto están dirigidas a atenuar las asimetrías naturales del mercado financiero con el objetivo de reducir los riesgos derivados de la inversión ante la complejidad, opacidad y sofisticación técnica de ciertos productos de inversión. Responde así a la misma filosofía inspiradora de las medidas de clasificación de clientes implantadas por la conocida MiFID (Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE

---

<sup>46</sup> La aproximación jurisprudencial a la legislación de los mercados de valores ha interpretado su objetivo de protección centrado no tanto en una abstracta noción de inversor sino en la capacidad del inversor de elegir, de tomar decisiones racionales e informadas. *Data Probe Acquisition Corp. v. Datatab, Inc.*, 568 F. Supp. 1538, 1545.47 (S.D.N.Y.) *rev'd*, 722 F.2d 1 (2d Cir. 1983), citada en J. E. FISCH, «Imprudent Power: Reconsidering US Regulation of Foreign Tender Offers», 87 *Northwestern University Law Review* 559, 1992-1993. Esta versión del principio de protección del consumidor resulta de utilidad para apreciar una categorización de los inversores en función de su profesionalidad.

del Consejo <sup>47)</sup> <sup>48)</sup>. En definitiva, la primera y probablemente más eficaz medida para reducir los riesgos patrimoniales derivados de las inversiones es la profesionalidad de quienes adopten la decisión ante productos que han sido calificados por su alta complejidad como «mercancía peligrosa».

La previsión de que no disponiendo de personal suficientemente preparado al respecto los órganos de gestión y administración de la entidad decidan contratar asesoramiento profesional externo abre varias líneas de consideración. Apuntaremos tan sólo dos de ellas. De un lado, este recurso a terceros profesionales por parte de los gestores de la entidad forma parte de una ya generalizada política de buen gobierno corporativo consistente en apuntalar la toma de decisiones empresariales sobre la base de expertos y terceros de confianza <sup>49)</sup>. De otro lado, como resultado de la política descrita, los gestores, lejos de desviar plenamente su responsabilidad en los terceros *gatekeepers*, asumen la propia en la elección, supervisión y monitorización de las actividades de tales terceros expertos.

No encontramos en el código de conducta mayores detalles sobre el procedimiento de toma de decisiones de inversión. Ciertamente no es ni precisa ni oportuna una referencia más precisa en este sentido, pues éste deberá insertarse en el marco procedimental que a tales efectos hayan previsto los estatutos de la Fundación <sup>50)</sup>.

Sin perjuicio de una eventual pluralidad orgánica con el correspondiente reparto competencial <sup>51)</sup>, corresponderá al Patronato adoptar las decisiones de inversión (tras el debido asesoramiento, en su caso) en la medida que represen-

---

<sup>47)</sup> DO L 145/1, 30.4.2004.

<sup>48)</sup> Al respecto, ya habían sido especialmente ilustrativos los trabajos de FESCO y CESR (*Committee of European Securities Regulators*) dirigidos a la definición de la noción de inversor y la determinación de las diferentes categorías de sujetos inversores que participan en el mercado en el marco de la aplicación de las normas de conducta. El documento CESR/01-015, de 18 de octubre de 2001, partía de una clasificación inicial entre relaciones de clientela (*client relationship*) y no de clientela (*no-client relationship*) sobre la que se superponen tres categorías de participantes: inversor particular o usuario de servicios de inversión (*retail customers*), inversor profesional (*professionals*) y participantes del mercado (*counter-parties*) que inspiran en gran medida los criterios de clasificación definitivos que acoge la Directiva de 2004.

<sup>49)</sup> Como plantea magistralmente J. C. Jr. COFFEE, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, New York, 2006.

<sup>50)</sup> Artículo 11 LF. J. CAFFARENA LAPORTA, «La constitución de las fundaciones», en S. MUÑOZ MACHADO, M. CRUZ AMORÓS y R. DE LORENZO GARCÍA, *Comentarios a las Leyes de Fundaciones y de Mecenazgo*, ob. cit., pp. 65-150.

<sup>51)</sup> J. M. EMBID IRUJO, «Gobierno de la fundación», en S. MUÑOZ MACHADO, M. CRUZ AMORÓS y R. DE LORENZO GARCÍA, *Comentarios a las Leyes de Fundaciones y de Mecenazgo*, ob. cit., pp. 227-276, en pp. 235-243.



tan tareas de administración de los bienes y derechos que integran el patrimonio de la fundación (art. 14.2 LF). En todo caso, de existir otros órganos, que lógicamente habrán de cumplir con los fines fundacionales, la competencia del Patronato al respecto se entenderá como una competencia «superior» sobre dicho cumplimiento y sobre las referidas actividades de administración de los bienes. No obstante, su estrecha vinculación con las cuentas anuales y el plan de actuación (art. 25 RF: «el patronato remitirá el citado informe al protectorado junto con las cuentas anuales») hace pensar que su formulación y aprobación seguirá a todos los efectos las mismas reglas aplicables, incluso en cuanto a su indelegabilidad (arts. 16.1 y 25.2 LF).

Considerando los dos modelos de profesionalización de la selección y gestión de inversiones que se intuye de la lectura del código de conducta —interno y externo—, cabe además plantearse la posibilidad de que se recurra a la especialización en la toma de decisiones de inversión mediante la creación de Comisiones en el seno del Patronato, asegurando, de este modo, la suficiente experiencia y los conocimientos técnicos adecuados de quienes adopten las decisiones. Quedará seguramente relegada esta posibilidad a las grandes fundaciones, al igual que se han comportado las grandes sociedades cotizadas. La creación de las Comisiones y la atribución de sus tareas específicas se llevarán a cabo en los Estatutos. No obstante, en relación con la particular figura fundación-empresa de las Cajas de Ahorro <sup>52</sup>, estas iniciativas de gobierno corpo-

---

<sup>52</sup> El carácter fundacional de las cajas se reconoció en sentencia del Tribunal Supremo de 1 de marzo de 1952, que afirma: «las Cajas de Ahorros son fundaciones, instituciones de sustrato patrimonial, cuyo fin primordial es el fomento del ahorro y la concesión de créditos a las pequeñas empresas y economías domésticas, así como la realización de actividades de carácter benéfico-social» (RJ, n.º 486, p. 352). El Tribunal Constitucional, a su vez, en las conocidas Sentencias 48 y 49, de 22 de marzo de 1988, matiza el carácter fundacional de las cajas alegando su actividad crediticia para terminar afirmando que son fundaciones de carácter peculiar: «(...) la justificación histórica del trato dispar a las cajas de ahorro (actividad principal benéfico-social sin ánimo de lucro) decae desde el momento en que su naturaleza adquiere un carácter eminentemente mercantil, pues si bien desde el Estatuto para las cajas generales de ahorro popular de 14 de marzo de 1933 estas entidades empezaron a perder su carácter puramente benéfico para ir acercándose paulatinamente en su actividad a las restantes entidades financieras, como se ha visto, es a partir del Plan de estabilización económica de 1959 y de la Ley 2/1962, de 14 de abril, de bases de ordenación del crédito y la banca, cuando la normativa equipara a las cajas de ahorro con las restantes instituciones financieras, permitiéndoles el ejercicio de la actividad crediticia en condiciones de igualdad, pasando, en consecuencia, a ser su actividad principal, la económica, y la accesoria, la benéfico-social, lo que se vería confirmado por el Decreto 1838/1975, de 3 de julio, regulando la creación de cajas de ahorros y la distribución de los beneficios líquidos de estas entidades. Es patente, pues, que desde la inicial configuración de las cajas de ahorro como entidades benéfico-sociales se ha dado paso —en virtud del propio crecimiento y de la importancia actual de su actividad crediticia— a su consideración como entidades de crédito dentro del sistema financiero (STC 48/1988, de 22 de marzo,

rativo han cuajado en previsión legal. Así, los artículos 20 bis y 20 ter de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro (en adelante, LORCA) <sup>53</sup> —con sucesivas reformas en 2002 y 2003 (Ley 44/2002 <sup>54</sup> y Ley 62/2003)— prevén la constitución de una Comisión de Retribuciones y una Comisión de Inversiones. Aunque parezca razonablemente que es la segunda de las comisiones la que encaja a la perfección con el supuesto analizado, de la lectura del artículo 20 ter LORCA <sup>55</sup> extraemos una imagen algo diferente sobre las competencias

---

FJ 2), donde ya no son los fines que hoy persiguen principalmente benéficos o benéfico-sociales, «sino los propios de una entidad de crédito» (STC 49/1988, de 22 de marzo, FJ 6 *in fine*), consecuencia del cambio cualitativo que han sufrido «al haberse transformado su inicial actividad crediticia de carácter benéfico (crédito barato a las clases menesterosas) en actividad crediticia sometida a las Leyes del mercado comunes a ellas y a los demás intermediarios financieros» (STC 49/1988, de 22 de marzo, FJ 7 *in fine*). Tal carácter mixto derivado de su actividad y sus fines avalan su tratamiento bajo la figura de la fundación-empresa. Una figura carente de regulación normativa pero merecedora de atención y tratamiento doctrinal, especialmente, en la literatura alemana, italiana y, en menor medida, española. La fundación-empresa es aquella «fundación que sobre la base de una titularidad jurídica inmediata sobre la empresa ejerce por medio de ella y en virtud de una exigencia institucional derivada de la fuerza normativa de los Estatutos, que contienen la voluntad del fundador, una actividad económica, bien como medio necesario para sus fines ideales trascendentes a éstas, bien para realizar en ella misma sus fines» —U. VALERO AGÚNDEZ, *La fundación como forma de empresa*, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1969, p. 129—.

<sup>53</sup> Ley 31/1985, de 2 de agosto. *Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro* (BOE de 9 de agosto 1985; corrección de errores, BOE de 27 de marzo de 1986). Recientemente modificada por el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros (BOE núm. 169, de 13 de julio de 2010).

<sup>54</sup> J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Las modificaciones en el régimen de las Cajas de Ahorro», en F. SÁNCHEZ CALERO y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (coords.), *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, Pamplona, 2003, pp. 431-471.

<sup>55</sup> Artículo 20 ter. *Comisión de Inversiones de las Cajas de Ahorro*.

«El consejo de administración de las Cajas de Ahorros constituirá en su seno una comisión de inversiones, formada por un máximo de tres miembros, que tendrá la función de informar al Consejo sobre las inversiones y desinversiones de carácter estratégico y estable que efectúe la caja, ya sea directamente o a través de entidades de su mismo grupo, así como la viabilidad financiera de las citadas inversiones y su adecuación a los presupuestos y planes estratégicos de la entidad. Los miembros de la comisión serán designados atendiendo a su capacidad técnica y experiencia profesional por el consejo de administración de entre sus miembros. La comisión de inversiones remitirá anualmente al consejo de administración un informe en el que, al menos, deberá incluirse un resumen de dichas inversiones. Igualmente se incluirá en el informe anual relación y sentido de los informes emitidos por la citada comisión. Este informe anual, de la comisión de inversiones, se incorporará al informe de gobierno corporativo de la entidad.

Se entenderá como estratégica la adquisición o venta de cualquier participación significa-

previsiblemente asignadas a la Comisión de Inversiones. La comisión tendrá la función de informar al Consejo sobre inversiones y desinversiones de carácter estratégico y estable, características absolutamente opuestas, en naturaleza y fines, a las que definen las inversiones financieras temporales que contemplan los códigos de conducta. Por tanto, no parece que sea esta previsión legal el molde adecuado, al menos previsto, para encauzar la selección y gestión de tales operaciones de inversión; sin perjuicio, entendemos, de que se decida diseñar estatutariamente un modelo compositivo inspirado en aquel.

La disposición citada para confirmar la atribución competencial (art. 14.2 LF) concluye con una precisión que resulta especialmente pertinente para el objeto de estudio de este trabajo al referirse a la administración por parte del Patronato de los bienes y derechos que integran el patrimonio de la fundación: «manteniendo el rendimiento y utilidad de los mismos».

b) Principios de seguridad, liquidez y rentabilidad  
y otras recomendaciones

El segundo conjunto de medidas, asumida la profesionalización o, al menos, un adecuado nivel de conocimientos técnicos en los procesos de selección y gestión de inversiones, comprende una serie de recomendaciones, principios y orientaciones para asegurar un determinado «estilo» de inversión. En estas recomendaciones descubrimos la especial preocupación del regulador por garantizar, en todo lo posible, la inalterabilidad del patrimonio fundacional mediante medidas de precaución que alejen los grandes riesgos vinculados a operaciones especialmente especulativas y que combinen equilibradamente seguridad con rentabilidad.

Así, se sugiere que la selección de inversiones esté presidida por tres principios: seguridad, liquidez y rentabilidad. El código de conducta aprobado por la CNMV no define ninguno de estos principios como sí hacen algunos códigos aprobados por algunas fundaciones o por determinadas instituciones como modelo de código. Sin embargo, aun sin definición expresa, su alcance se manifiesta en el desarrollo de las concretas reglas que el código detalla tras la proclamación general de los tres principios y como aplicación de los mismos. En realidad, no encontramos fórmulas mágicas ni reglas únicas y cerradas que actúen como una suerte de manual de instrucciones para las inversiones

---

tiva de cualquier sociedad cotizada o la participación en proyectos empresariales con presencia en la gestión o en sus órganos de gobierno.

El régimen de funcionamiento de la comisión de inversiones será establecido por los estatutos de la Caja y su propio reglamento interno».

financieras. Su correcta aplicación precisa encontrar un adecuado equilibrio entre los tres principios, considerando en cada caso las condiciones del mercado. En este sentido, adquiere especial significado la necesidad de contar con los conocimientos técnicos adecuados para llevar a cabo una correcta evaluación de las condiciones del mercado y tomar una decisión adecuada en atención a los criterios de liquidez, rentabilidad y seguridad.

En primer lugar, el principio de liquidez, entendido como la capacidad de convertir un activo en dinero en efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de su valor, encuentra su manifestación más clara en la exigencia de que las inversiones temporales se efectúen en valores e instrumentos financieros negociados en mercados secundarios oficiales. Desde el punto de vista de la liquidez como condición de un mercado, la liquidez se refiere a la posibilidad que un mercado ofrece para encontrar contrapartida a una oferta. Como criterio de eficiencia, la liquidez de un mercado se asocia con un buen funcionamiento del mismo. Así, los mercados líquidos serían previsiblemente más eficientes y, por tanto, más deseables, que los mercados menos líquidos. En este sentido, la inversión en instrumentos que se negocian en mercados secundarios oficiales<sup>56</sup> asegura esta capacidad de rápida y rentable recuperación de los

---

<sup>56</sup> La tendencia a la desmonopolización de los mercados bursátiles con la irrupción de los sistemas alternativos de negociación [ATS —*Alternative Trading Systems*— o Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) en terminología de la MiFID] abre un interesante espacio para la reflexión sobre la evolución del concepto mismo de «Bolsa» desde su concepción tradicional y el efecto en la liquidez que tal dispersión organizativa pueda tener. Con el término de desmonopolización pretendemos describir la progresiva pérdida de protagonismo de las bolsas como mecanismos de asignación únicos de recursos en el sector financiero, de asignación eficiente de la oferta de ahorro y la demanda de inversión mediante los instrumentos financieros y valores negociables. R. LEE, *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, 1998, en la que resultan de especial interés con respecto a la definición y regulación de los sistemas de negociación pp. 117-139. Un repaso en el Derecho comparado de la noción de bolsa (*exchange*) en J. DE BEL, «Automated Trading Systems and the Concept of an “Exchange” in an International Context. Proprietary Systems: A Regulatory Headache!», *U.Pa.J.Int'l Bus.L.*, vol. 14, 1993, pp. 169-211; y de las fases de evolución por las que ha pasado la toma de postura de la SEC, P. NYQUIST, «Failure to Engage: The Regulation of Proprietary Trading Systems», *Yale L. & Pol'y Rev.*, vol. 13, 1995, pp. 281-337, en concreto, pp. 309-331; T. H. MAYNARD, «What is an “Exchange”? – Proprietary Electronic Securities Trading Systems and the Statutory Definition of an Exchange», *46 Wash. & Lee L.Rev.*, 1992, pp. 833-912. Sistemas privados de organización de valores que, por otro lado, no han sido ajenos a nuestra historia, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español», *RDM*, n.º 155, enero-marzo 1980, pp. 7-68, en pp. 20-22; y también en «La reforma del mercado de valores español: algunas claves orientadoras», *RDBB*, n.º 37, enero-marzo 1990, pp. 11-22, en pp. 16 y 17. Uno de los aspectos más debatidos es el que trata de analizar si el efecto de la multiplicación de sistemas de contratación acentuará la competencia, mejorando la liquidez, o, por el contrario, supondrá un serio daño a la liquidez dada la fragmentación de los flujos de compra y venta en

fondos invertidos. Esta definición nos permite extender el principio de liquidez igualmente a las operaciones de depósito, préstamo o análogas que regula el código de conducta aprobado por el Banco de España.

Puesto que el destino último del patrimonio de la fundación y sus rentas son los fines fundacionales, la exigencia de liquidez aseguraría la efectividad de esta dedicación y evitaría la inmovilización o la difícil recuperabilidad de los fondos por efecto de inversiones en activos de escasa liquidez. Una capacidad de recuperación que además parece que se deriva naturalmente del carácter temporal de las inversiones. Sin embargo, puesto que liquidez y rentabilidad mantienen una relación proporcional inversa, generalmente activos muy líquidos suelen ser menos rentables. Por ello es preciso que las decisiones de inversión encuentren un adecuado equilibrio entre ambos principios.

En segundo lugar, una adecuada combinación de seguridad y rentabilidad se proyecta sobre otras dos de las recomendaciones de actuación. De un lado, la aplicación de políticas de diversificación que distribuyen el riesgo maximizando la rentabilidad de acuerdo con las modernas teorías sobre selección de carteras y la más sensata máxima de «no poner todos los huevos en la misma cesta». De otro lado, la huida de operaciones meramente especulativas, entre las que se citan las «ventas en corto», las operaciones intradía, las operaciones en los mercados de futuros y opciones, salvo con finalidad de cobertura, y otras análogas que, augurando mayor rentabilidad, inyectan un más alto nivel de riesgo. Siguiendo la filosofía «cumplir o explicar» que permea el código, no se prohíbe la realización de tales operaciones sino que se aconseja que se eviten y, en caso de efectuarse, se exige una especial explicación.

---

sistemas distintos. Una muestra de preocupación en este sentido, en *Transparency and Market Fragmentation*, Report from the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), November 2001 (disponible en [www.iosco.org](http://www.iosco.org)). C. GRESSE, «Crossing Network Trading and the Liquidity of a Dealer Market: Cream-Skimming or Risk Sharing?», *Working Paper, European FMA 2002 Conference*, September 2002. En el mismo sentido, alcanzar una masa crítica suficiente para superar el absorbente efecto del «círculo vicioso» de la falta de liquidez, se convierte en un factor de primer orden, tanto para el dinamismo competitivo como para la garantía de la integridad y eficacia de los mercados financieros. E. BENHAMOU y T. SERVAL, «On the Competition between ECNs, Stocks Markets and Market Makers», *Working Paper*, December 1999; R. A. SCHWARTZ, «U.S. Securities Markets Regulation: Market Structure», *Working Paper*, Stern School of Business, New York University [disponible en [http://www.mof.go.jp/f-review/r32/r\\_32\\_054\\_072.pdf](http://www.mof.go.jp/f-review/r32/r_32_054_072.pdf) (última consulta 04/06/2010)]. De otro lado, la competencia efectiva entre mercados con diversos sistemas de contratación, acentuada por la reducción de costes de transacción asociada a la implantación de las nuevas tecnologías, puede ocasionar una definitiva escora hacia los modelos más competitivos. M. L. LIPSON, «Fragmentation, Consolidation and Competition for Listings», *Working Paper, Dealers Markets Conference at Ohio State University*, augura la progresiva desaparición de los mercados de *dealers* o creadores de mercado.

#### IV. Conclusiones

Las fundaciones siguen hoy disfrutando de una renovada actualidad, no sólo por su sólida presencia y su amplia difusión en las economías modernas, sino además por su demostrado dinamismo y capacidad de adaptación a las necesidades de la sociedad y las demandas del mercado. En este nuevo contexto, las fundaciones han debido redefinir sus perfiles tradicionales, tanto en su proyección externa en la sociedad, como en su organización y estructura internas. En esta permanente transformación, el fenómeno fundacional ha experimentado una significativa ampliación de sus fines y sus formas de actuación en el tráfico jurídico.

El estudio de los códigos de conducta sobre inversiones financieras temporales realizadas por las entidades sin ánimo de lucro y su aplicación a las fundaciones nos ofrece una imagen clara de la figura fundacional como organizaciones plenamente incorporadas en la realidad económica. De un lado, recurriendo a los mercados para la gestión eficiente y productiva de su patrimonio y concurriendo con otros operadores económicos en la captación de recursos. De otro lado, compartiendo, en lo que parece marcar una tendencia constante de acercamiento del régimen fundacional a la disciplina mercantil de las sociedades, fórmulas regulatorias y medidas de control propias de la disciplina de mercado con las sociedades de capital. Así, el recurso a los códigos de conducta y a la fórmula «cumplir o explicar» parece una extensión innegable de las técnicas más difundidas de gobierno corporativo.

El reconocimiento legal de que las fundaciones pueden desarrollar actividades económicas o empresariales, directa o indirectamente, delimita el marco normativo que da sentido a la realización por parte de las fundaciones de las operaciones de inversión contempladas en los códigos. En particular, la posibilidad de que las fundaciones puedan adquirir participaciones minoritarias o mayoritarias en sociedades dedicadas a cualquier tipo de negocio, sin precisar especial relación con los fines fundacionales, y en las que no se responda personalmente de las deudas sociales representa el dispositivo habilitador de las inversiones de las fundaciones en los mercados financieros consistentes en la participación en sociedades cotizadas.

A partir de aquí, sin embargo, el análisis detallado del ámbito de aplicación de los códigos de conducta nos desvela un área fenoménica que pertenece más bien a las actividades de gestión económica y patrimonial de las fundaciones que al desarrollo, siquiera indirecto, de actividades económicas. Sin perjuicio de que ciertas operaciones de inversión pudieran representar el ejercicio indirecto de actividades empresariales en el modo en el que la ley lo considera

y, en tal sentido, quedarán sujetas a los requisitos legales aplicables, su carácter temporal (inversiones financieras temporales) y la amplitud de las operaciones cubiertas reconducen la atención hacia inversiones puramente instrumentales para la gestión patrimonial, de naturaleza más inversora que de control societario. En este sentido, los códigos de conducta recogen en sus recomendaciones las cautelas que el mantenimiento del elemento patrimonial de la fundación exige. La fórmula autorreguladora de adhesión voluntaria y la máxima «cumplir o explicar» condensan bien el necesario pero delicado equilibrio que los intereses en juego reclaman. Prohibir la realización de tales operaciones de inversión significaría condenar a las fundaciones al inmovilismo patrimonial y sumirlas en un estado de grave desventaja competitiva. Admitir sin control la inversión en todo tipo de productos financieros podría exponer a las fundaciones a situaciones de alta vulnerabilidad ante los riesgos de mercado y poner en peligro la continuidad patrimonial que al fin asegura el cumplimiento adecuado de los fines fundacionales. Las recomendaciones del código tratan así de ofrecer herramientas personales que atenúen las asimetrías de información, al asegurar suficientes conocimientos técnicos en la selección y gestión de inversiones, y reglas operativas que permitan a las fundaciones una gestión eficiente y rentable de su patrimonio para la mejor satisfacción de sus fines sin comprometer seriamente su estabilidad.