

REVISTA
DE DERECHO
BANCARIO
Y BURSÁTIL

131

AÑO XXXII
JULIO-SEPTIEMBRE 2013

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

DIRECTOR
JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

LEX NOVA



THOMSON REUTERS

Presidente-Fundador

Fernando Sánchez Calero
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Director

Juan Sánchez-Calero Guilarte
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Consejo Asesor

Manuel Olivencia Ruiz
Catedrático Emérito de Derecho mercantil.
Universidad de Sevilla

Tomás Ramón Fernández Rodríguez
Catedrático de Derecho administrativo.
Universidad Complutense de Madrid

Ángel Rojo Fernández-Río
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Autónoma de Madrid

Jaime Zurita Sáenz de Navarrete
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Alberto Javier Tapia Hermida
Catedrático (Acr.) de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Comité Científico Internacional

Giuseppe B. Portale
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica di Milano

Pietro Abbadessa
Profesor Ordinario di Diritto Commerciale.
Università Cattolica del Sacro Cuore

Coordinadora

Mónica Fuentes Naharro
Profesora Contratada Doctor de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Los originales y libros para recensiones deberán enviarse a la sede de la Revista, en la C/ Quintana, 2, 2.ª planta, 28008 MADRID. (E-mail: rddb@sanchezcalero.com) a la atención de Mari Carmen Amor.

Consejo de Redacción

Christi Amesti Mendizábal
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Alberto Casado Cerviño
Director General de la Oficina Española
de Patentes y Marcas

Eduardo Cortés García
Profesor Asociado de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Emilio Díaz Ruiz
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Cristóbal Espín Gutiérrez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

José Luis Fernández Ruiz
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad del País Vasco

Isabel Fernández Torres
Profesora Contratada Doctor de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

José Luis García-Pita y Lastres
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad de La Coruña

Fernando Rodríguez Artigas
Catedrático de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

María Candelas Sánchez Miguel
Profesora Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Antonio Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

Javier Tirado Suárez
Profesor Titular de Derecho mercantil.
Universidad Complutense de Madrid

La versión on line de esta colección, que ha sido seleccionada por el CGPJ para su utilización por los miembros de la carrera judicial, puede consultarse en portaljuridico.lexnova.es

© Lex Nova, 2013

Lex Nova, S.A.U.
Edificio Lex Nova.
General Solchaga, 3
47008 Valladolid
Tel. 983 457 038
Fax 983 457 224
E-mail: clientes@lexnova.es
www.lexnova.es

Impresión:

Rodona Industria Gráfica, S.L.
Polígono Agustinos, Calle A, Nave D-11
31013 Pamplona

Depósito Legal: VA.680-1999

ISSN: 0211-6138

Printed in Spain - Impreso en España

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Esta revista no podrá ser reproducida total o parcialmente, ni transmitirse por procedimientos electrónicos, mecánicos, magnéticos o por sistemas de almacenamiento y recuperación informáticos o cualquier otro medio, ni prestarse, alquilarse o cederse su uso de cualquier otra forma, sin el permiso previo, por escrito, del titular o titulares del copyright.

Lex Nova no asume responsabilidad alguna consecutiva de la utilización o invocación de la información contenida en esta publicación.

Lex Nova no se identifica necesariamente con las opiniones expresadas en las colaboraciones que se reproducen, dejando a la responsabilidad de sus autores los criterios emitidos.

El texto de las resoluciones jurisprudenciales citadas o reproducidas en esta obra tiene como fuente los documentos oficiales distribuidos por el CENDOJ. Esta publicación se limita a transcribirlos total o parcialmente, respetando la literalidad y sentido de los documentos originales.

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Los modelos de organización institucional de las cajas de ahorro. *Rafael La Casa García* 7
- Las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones y su relación con los principios configuradores de la sociedad anónima. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 35
- A monetização dos créditos de empréstimos bancários. *L. Miguel Pestana de Vasconcelos* 61

CRÓNICA

- Instrumentos de coordinación en la Unión Europea en materia de rescate y resolución de entidades financieras. *Juan Antonio Pérez Rivarés* 97
- Un nuevo instrumento financiero: el derecho de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera. *Sara González Sánchez* 121
- Derecho de sociedades y patrimonio neto tras la reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre. *Rafael Jordá García* 155
- Una propuesta de adaptación del régimen de la prenda de valores de nuestro ordenamiento jurídico a las necesidades actuales del mercado financiero. *Enrique Moreno de la Santa García* 179

JURISPRUDENCIA

- La improcedencia del cobro de cuota de cancelación anticipada en un contrato de swap a la luz de los criterios de interpretación del Código Civil. *Julia Mas-Guindal García* 219

NOTICIAS

1. Nueva Sentencia del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 18 de abril de 2013 sobre un contrato de gestión discrecional de cartera de inversión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	247
2. Nueva normativa sobre información al inversor en relación con las instituciones de inversión colectiva. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	251
3. Las facultades de investigación de la AMF y el secreto de la correspondencia con el abogado. <i>Isabel Fernández Torres</i>	253
4. Nueva normativa sobre información de instrumentos financieros. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	255
5. Completado el desarrollo reglamentario de la Ley de Economía Sostenible en materia de gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	257
6. Modificación del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	257
7. Trabajos de UNCITRAL sobre insolvencia. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	261
8. Consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre normas técnicas de desarrollo del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	261
9. Sociedades y autocartera. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	263
10. Novedades legislativas y jurisprudenciales sobre los préstamos bancarios con garantía hipotecaria: la Ley 1/2013 y la Sentencia del Pleno de la Sala Civil del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	264
11. Préstamo hipotecario: la Guía del Banco de España. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	270
12. Sociedades cotizadas e informe de gestión. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	271

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	275
------------------------	-----

ARTÍCULOS

LOS MODELOS DE ORGANIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LAS CAJAS DE AHORRO

RAFAEL LA CASA GARCÍA

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de Sevilla*

RESUMEN

El presente estudio contiene un análisis crítico de los modelos de organización institucional de las cajas de ahorro establecidos en el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, consistentes en el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de un banco y la transformación en fundación de carácter especial. Se examinan de manera particular los rasgos definitorios de dichos modelos, así como sus respectivas notas diferenciadoras frente a la configuración de las cajas de ahorro resultante de la normativa en vigor inmediatamente antes de la aprobación del referido Real Decreto-ley 11/2010. Asimismo, se ponen en cuestión los títulos competenciales estatales invocados para la regulación de la materia y se concluye con una sucinta exposición del régimen proyectado, contenido en el Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.

Palabras clave: Cajas de ahorro, entidades de crédito, fundaciones, actividad financiera, banca.

ABSTRACT

This paper contains a critical assessment of new models of institutional organization of saving Banks, pursuant to Royal-Decree 11/2010, of 9 July 2010, consisting on indirect execution of financial activities by the means of a Bank and their transformation into special foundations. Particular attention is drawn to defining traits of the said models as well as to their distinguishing notes with respect to the setting of saving Banks in force immediately before the approval of Royal-Decree 11/2010. Moreover, competence by the State affirmed to regulate this field is questioned and the paper is ended with a short explanation of projected regulation contained in the Saving Banks and Banking Foundations Bill (Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias).

Keywords: Saving Banks, credit institutions, foundations, financial activity, banking.

SUMARIO

- I. LA INCESANTE REFORMA DEL RÉGIMEN LEGAL DE LAS CAJAS DE AHORRO.
- II. LAS RAZONES DESENCADENANTES DE LA CRISIS DE LA CONFIGURACIÓN TRADICIONAL DE LAS CAJAS DE AHORRO.
- III. EL PUNTO DE PARTIDA DE LA REFORMA: LA DENOMINADA CONFIGURACIÓN TRADICIONAL DE LAS CAJAS DE AHORRO.

- IV. EL EJERCICIO INDIRECTO DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA POR LAS CAJAS DE AHORRO.
 - V. LA TRANSFORMACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO EN FUNDACIONES DE CARÁCTER ESPECIAL.
 - VI. BREVE REFERENCIA FINAL A LA LEGISLACIÓN PROYECTADA.
-

I. LA INCESANTE REFORMA DEL RÉGIMEN LEGAL DE LAS CAJAS DE AHORRO

En los últimos tiempos las cajas de ahorro han sido objeto de una abundante y heterogénea producción legislativa, de la que puede predicarse igualmente su índole frenética, evidenciada de modo elocuente en el escaso lapso de tiempo transcurrido —por lo común, sólo unos meses— entre cada una de las sucesivas disposiciones aprobadas. A nadie se oculta que este abigarrado elenco normativo es consecuencia directa de la profunda crisis financiera iniciada en agosto de 2007, de la que no ha quedado al margen la propia economía en general: en efecto, las mencionadas previsiones han sido dictadas a modo de respuesta —por demás, no exenta de ciertas dosis de improvisación y urgencia, como pone de manifiesto, especialmente por lo que al último de los expresados extremos respecta, el tipo de disposición generalmente empleado para la introducción de las modificaciones más relevantes: el Real Decreto-ley— a unas graves circunstancias, que han terminado por colocar a las cajas de ahorro en una comprometida situación en cuanto a su propia continuidad como tales. Cabe decir sin asomo de duda, por consiguiente, que tales entidades se encuentran en una tesitura realmente crucial de su casi bicentenaria historia en nuestro país⁽¹⁾, hasta el punto de poder afirmarse que la pervivencia de las cajas de ahorro, en su configuración tradicional, está llamada a revestir, en el mejor de los casos, un carácter puramente testimonial.

Dentro la relación de normas anteriormente aludida sobresale, por encima de todas, 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⁽²⁾, mediante el que se ha introducido

(1) *In extenso*, sobre el nacimiento y evolución histórica de las cajas de ahorro en España, entre otros, GONZÁLEZ MORENO, J.M., *Naturaleza y régimen jurídico de las cajas de ahorros*, Caja de ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Madrid, 1983, pp. 27-136; CASARES, A., *La historia de las cajas de ahorros: origen y evolución*, Universidad de León, León, 2001, *passim*; ROS, F., *Las cajas de ahorros en España: evolución y régimen jurídico*, Universidad de Murcia, Murcia, 1996, pp. 31-161.

(2) La trascendencia del RDL 11/2010 se acrecienta aún más si se tienen en cuenta las profundas modificaciones que introdujo, entre otras disposiciones, en 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).

A su vez, el propio RDL 11/2010 ha sido objeto de ulteriores alteraciones, contenidas en las siguientes disposiciones: Ley 36/2010, de 22 de octubre, del Fondo para la Promoción del Desarrollo; Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público; Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero; Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deu-

una profunda reforma en la disciplina de las cajas de ahorro, que se decía movida por el designio de garantizar la permanencia de estas singulares entidades de crédito en razón de las considerables ventajas que aportan al sistema financiero nacional y de la relevante función que cumplen al servicio del interés general mediante el desarrollo de la obra social financiada con los excedentes de explotación derivados de la actividad financiera que llevan a cabo (véase Exposición de motivos RDL 11/2010, I). Como se tendrá cumplida ocasión de comprobar, el expresado propósito, por más que enfáticamente formulado, ha de reputarse profundamente matizado, si no desmentido casi por completo, por la posterior producción legislativa, dado que esta última se encuentra orientada a promover una radical mutación en la configuración estructural de las cajas de ahorro como corolario, principalmente, por una parte, de la fijación —ciertamente, sólo durante un tiempo— de una serie de rigurosos requerimientos de solvencia para dichas entidades, superiores a los establecidos como regla general (Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero)⁽³⁾, y, por otra,

dores hipotecarios sin recursos; y, en fin, Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

A todo lo anterior ha de añadirse, por último, la aprobación de una serie de disposiciones que inciden, en mayor o menor medida, sobre la materia objeto del presente estudio, entre las que destacan la anteriormente mencionada Ley 9/2012 (que derogó, entre otras normas, tanto el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, como el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito), así como las numerosísimas modificaciones experimentadas en los últimos tiempos por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (por medio del mencionado Real Decreto-ley 6/2009; el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo; 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; la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible; la Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas; la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia; el Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público; el Real Decreto-ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión; y la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito).

(3) Se trata de una disposición que, según se indicaba en su preámbulo, «*responde a un doble objetivo: de un lado, reforzar el nivel de solvencia de todas las entidades de crédito, mediante el establecimiento de un nivel elevado de exigencia con relación al capital de máxima calidad, con objeto de disipar cualquier duda sobre su solvencia; y acelerar la fase final de los procesos de reestructuración de las entidades, a través del marco indispensable creado por el Real Decreto-ley 11/2010*» (Exposición de motivos RDL 2/2011, I). En rigor, el segundo de los propósitos enunciados resultaba únicamente predicable de las cajas de ahorro y representaba el corolario del primero. En efecto, aun siendo verdad que, como igualmente se reconocía en la propia Exposición de motivos del RDL 2/2011 (I), esta disposición conservaba el *status* jurídico establecido por la LORCA, pues no se cambiaba la esencia de dicha norma y se mantenían las distintas alternativas institucionales previstas en la misma (*rectius*, en el RDL 11/2010), no resultaba menos cierto que los rigurosos requerimientos establecidos —aunque luego atenuados— en materia de

de las previsiones contenidas en el *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera*, entre cuyas medidas se contemplaba, en el marco del refuerzo de los mecanismos de gobernanza de las antiguas cajas de ahorro y de los bancos comerciales bajo su control, la preparación por las autoridades españolas, para finales de noviembre de 2012, de normas destinadas a aclarar la función de las cajas de ahorro en su calidad de accionistas de entidades de crédito, a fin de reducir, en último término, su participación en las mismas hasta un nivel no mayoritario⁽⁴⁾.

Dentro de las diversas modificaciones normativas verificadas en el régimen de las cajas de ahorro, el presente estudio centra su atención en el análisis crítico de las relativas a su tipología estructural, sin duda las innovaciones de mayor trascendencia de cuantas se han operado en los últimos tiempos en el ámbito de la vertiente sustantiva de dichas entidades de crédito, fundamentalmente bajo el prisma del enjuiciamiento técnico-jurídico de la corrección de la utilización, por parte del legislador, de las diversas categorías empleadas en la regulación de la materia. En efecto, el RDL 11/2010 ha establecido unas nuevas formas organizativas de las cajas de ahorro, que se suman al modelo único hasta entonces vigente —con la variante de la posibilidad de articulación de sistemas institucionales de protección integrados por cajas⁽⁵⁾—, basadas en

solvencia vinieron a constituir un impulso determinante para la utilización por parte de las cajas de ahorro de los nuevos modelos de organización institucional previstos en el RDL 11/2010. Con todo, ha de dejarse constancia de la profunda reforma introducida en el RDL 2/2011 por medio de la Ley 9/2012, a la que más adelante se aludirá en el texto.

(4) Véase *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012* (BOE núm. 296, de 10 de diciembre de 2012). Sobre el tema, igualmente, *Acuerdo de Facilidad de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y en Luxemburgo el 29 de noviembre de 2012, y Acuerdo de Transferencia y Asunción, hecho en Madrid y en Luxemburgo el 29 de noviembre de 2012* (BOE núm. 296, de 10 de diciembre de 2012).

(5) Los llamados sistemas institucionales de protección (SIP) se encuentran fundamentalmente regulados en nuestro país en los artículos 8.3 d) de la Ley 13/1985 (en la redacción dada por el RDL 11/2010 y el RDL 20/2011), y 26.7 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades de crédito, en la disposición adicional tercera RDL 2/2011, y en la Norma Decimoquinta, apartado 5, de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. En particular, ha de reseñarse que «cuando las entidades integradas conforme a lo previsto en esta letra sean Cajas de Ahorros, la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar controlada conjuntamente por todas ellas, en los términos del artículo 42 del Código de Comercio» (art. 8.3 d) *in fine* Ley 13/1985). Los SIP constituyen, en esencia, un acuerdo contractual mediante el cual las entidades de crédito participantes asumen un compromiso mutuo de solvencia y liquidez, con la puesta en común de una parte significativa de sus resultados (sobre la cuestión, entre otros, CALVO VERGEZ, J., *Los sistemas institucionales de protección (SIPs) en el ámbito de las cajas de ahorros*, Civitas-Thomson Aranzadi, Cizur Menor, *passim*, 2011; PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ LAGO, R., «De los SIP y de su racionalidad como forma de integración», en MÉNDEZ, J.M. (coord.), *Cajas de ahorros: nueva normativa*, FUNCAS, Madrid, 2010, pp. 193-210; VICENT CHULIÁ, F., «Sistemas institucionales de protección (SIP) y reestructuración bancaria, como derecho paraconcursal», RCP, núm. 13, 2010, pp. 27-52; HIDALGO, R., «Sobre la estructura de gobierno de los sistemas institucionales de protección (SIP) de carácter reforzado integrados por Cajas de Ahorros», RAD, núm. 11, 2011, pp. 29-40; MARTÍN DE VIDALES, M., «El SIP como fórmula de integración de entidades financieras», RMV, núm. 6, 2010, pp. 239-254; GÓMEZ-JORDANA, I., «Sistemas institucionales de protección (SIP): algunas consideraciones preliminares», RDBB, núm. 120, 2010, pp. 233-248; MÍNGUEZ, F., «Estructu-

una doble alternativa: de un lado, el desarrollo de la actividad crediticia a través de una entidad bancaria a la que la caja habrá de aportar la totalidad de su negocio financiero; de otro, la transformación de la caja en una fundación de carácter especial, con la consiguiente pérdida de la condición de entidad de crédito (véanse arts. 5 y 6, respectivamente, RDL 11/2010). A la vista de lo anterior no puede sino compartirse la observación de que la reforma operada por medio del RDL 11/2010 «supuso un hito histórico en el régimen de las Cajas de ahorros con el objetivo de alcanzar una mayor profesionalización en su administración y dirección, y, sobre todo, de dotarlas de capacidad para poder tomar formas organizativas que posibilitasen el acceso a los mercados de capital básico» (Exposición de motivos RDL 2/2011, I)⁽⁶⁾.

En verdad, la vertiginosa sucesión de normas que en la época reciente han tenido como destinatarias a las entidades de crédito, en general, y a las cajas de ahorro, en particular, provoca en quien acomete la ardua empresa de su interpretación y sistematización, en todo o en parte, una inevitable sensación de provisionalidad respecto de las conclusiones, más o menos atinadas, que lleguen finalmente a alcanzarse. En efecto, a la vista de la mencionada producción legislativa no puede sino convenirse que tales resultados se encuentran seriamente amenazados, en mucha mayor medida que en casi todos los demás sectores del Ordenamiento jurídico, por una eventual modificación normativa posterior, o incluso por más de una de ellas, supuesto que en este momento no existen elementos de juicio suficientes para dar por definitivamente completada, con absoluta seguridad, la reforma de nuestro sistema financiero en lo concerniente al estatuto jurídico de las cajas de ahorro. Con todo, ha de dejarse constancia de que, al tiempo de finalizar la redacción de estas líneas, ha sido remitido a las Cortes Generales el *Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias*, llamado aparentemente —llegado el caso de su efectiva aprobación como ley, tras la oportuna tramitación parlamentaria— a suponer la culminación del proceso examinado en el presente trabajo, razón más que suficiente para realizar una sucinta referencia postrera a la regulación proyectada⁽⁷⁾.

II. LAS RAZONES DESENCADENANTES DE LA CRISIS DE LA CONFIGURACIÓN TRADICIONAL DE LAS CAJAS DE AHORRO

Con anterioridad al examen de las distintas alternativas de organización institucional de las cajas de ahorro establecidas por el RDL 11/2010 resulta conveniente la

ras de integración contractuales entre entidades de crédito: los denominados Sistemas Institucionales de Protección. Situación tras los Reales Decretos-leyes 6/2010, de 9 de abril y 11/2010, de 9 de julio», RMV, núm. 7, 2010, pp. 101-103).

(6) Sobre el tema, SÁNCHEZ-CALERO, J., «El Real Decreto-ley 11/2010 y la “mercantilización” de las cajas», RDBB, núm. 121, 2011, pp. 173-187.

(7) Véase BOCG, *Congreso de los Diputados, X Legislatura, Serie A, Proyectos de Ley, 21 de junio de 2013, núm. 49-1*. El mencionado texto articulado vino precedido por el *Anteproyecto de Ley de cajas de ahorro y fundaciones bancarias*, elaborado por el Ministerio de Economía y Competitividad, cuyo trámite de audiencia pública estuvo abierto hasta el 7 de febrero de 2013.

formulación de una serie de observaciones generales en torno a las circunstancias desencadenantes, en mayor o menor medida, de su aprobación, así como del dictado de otras disposiciones relacionadas con la cuestión que constituye el objeto fundamental del presente estudio, a fin de estar en condiciones de ponderar adecuadamente el significado y alcance de la reforma operada.

Como se indicó con anterioridad, el RDL 11/2010 no puede entenderse sino en un contexto de acentuada crisis económica internacional, que tiene su principal origen en una crisis financiera singularmente virulenta. En este sentido se señala que, en nuestro caso, el expresado estado de cosas «*ha supuesto para el sistema bancario español un entorno intensamente adverso que se ha traducido en menores niveles de actividad, recortes de márgenes, dificultades para obtener financiación en los mercados mayoristas y aumento de la morosidad, con especial incidencia en los préstamos concedidos a los sectores inmobiliario y construcción en los que el sistema bancario español tiene una exposición relevante*» (Exposición de motivos RDL 11/2010, I). Todo ello ha traído como inevitable secuela, en fin, un profundo menoscabo de los recursos propios de las entidades de crédito, hasta el punto de cuestionarse seriamente la solvencia no sólo de algunas de ellas, sino incluso del mismo sistema financiero nacional en su conjunto.

En orden a una correcta evaluación de la situación descrita se ha procedido en los últimos tiempos a la realización de las denominadas pruebas de resistencia —también llamadas *estrés test*— en el ámbito de la Unión Europea, mediante las que se pretendía medir la capacidad de las entidades de crédito, individualmente consideradas, para soportar eventuales condiciones adversas durante un determinado lapso de tiempo⁽⁸⁾. En este sentido, la precisión de la medida en que los recursos propios podían absorber las pérdidas de las mencionadas entidades venía a fijar, al cabo, el grado de solvencia de las mismas por referencia tanto a los niveles legalmente exigidos como a los meramente recomendados⁽⁹⁾. Pues bien, por encima de datos particulares, ha de llamarse la atención sobre el hecho de que tales pruebas vinieron a poner de manifiesto que el

(8) Sobre la cuestión, CASTILLA, M., «Despolitización de las cajas de ahorros y «test de estrés»», DN, núm. 243, 2010, pp. 11-13, y CALVO VERGEZ, J., «Las llamadas “pruebas de estrés” a la banca europea y su proceso de recapitalización diseñado por el Eurogrupo», RDBB, núm. 127, 2012, pp. 163-190.

(9) A tal efecto se requería de los estados miembros de la Unión Europea la remisión de datos representativos de un mínimo del 50 por 100 del sector crediticio, si bien, en nuestro caso, el Banco de España realizó las mencionadas pruebas de resistencia a los bancos cotizados y a la totalidad de las cajas de ahorro, porcentaje que superaba sobradamente el exigido. La prueba de resistencia realizada en 2010 resultó aprobada por todos los bancos examinados, mientras que un número significativo de cajas de ahorro no alcanzó el umbral mínimo de capital requerido en el denominado escenario tensionado adverso, ascendiendo en aquel momento a 16.193 millones de euros las necesidades de capital para el sector de las cajas. Por su parte, la prueba de resistencia llevada a cabo en 2011 puso de manifiesto que ninguna entidad española necesitaba aumentar su capital como consecuencia de dicho ejercicio, en razón —según el Banco de España— de las acciones llevadas a cabo de conformidad con lo previsto en el Real Decreto-ley 2/2011, aunque, si se hubieran detraído de los balances los elementos para la absorción de pérdidas propios de nuestro sistema financiero, cinco entidades —cuatro de ellas, cajas de ahorro— no habrían alcanzado el nivel mínimo de capital fijado entonces (una información detallada sobre el particular puede verse en la *web* del Banco de España).

grado de solvencia, en su conjunto, de los bancos era superior al de las cajas de ahorro. Más adelante se procedió a la evaluación de las necesidades de capital del sistema bancario español a partir de las pruebas de esfuerzo realizadas en el marco del proceso de recapitalización y reestructuración del sector, según lo previsto en el *Memorando de Entendimiento*, de julio de 2012, entre las autoridades españolas y europeas, que arrojó asimismo como resultado una mucho mayor necesidad de capital adicional, en su conjunto, para las cajas de ahorro que para los bancos⁽¹⁰⁾.

La gravedad de la situación padecida por las cajas de ahorro no sólo derivaba del significativo deterioro de sus parámetros de solvencia como consecuencia de la crisis económica, de acuerdo con el panorama sumariamente trazado con anterioridad, sino también de las notables dificultades que tradicionalmente han pesado sobre las expresadas entidades en orden a la captación de fondos con los que reforzar sus niveles de capital⁽¹¹⁾. En efecto, en las cajas de ahorro, por su propia naturaleza, resulta altamente improbable, por no decir impensable, el incremento de los recursos propios mediante nuevas aportaciones del fundador al fondo de dotación⁽¹²⁾. Tampoco parece viable que ello pueda lograrse, en la medida necesaria, mediante la aplicación de los beneficios, en todo o en parte, al aumento de las reservas, ya que en un entorno de crisis financiera generalizada, llamada a tener una prolongada duración, se antoja complicada la obtención de ganancias en la cuantía precisa para alcanzar un significativo incremento de los

(10) Primeramente, los consultores independientes contratados al efecto—Oliver Wyman y Roland Berger— publicaron, el 21 de junio de 2012, sus informes con los resultados del ejercicio y, posteriormente, el 28 de septiembre de 2012, Oliver Wyman presentó el estudio individual y detallado de las carteras bancarias y la valoración exhaustiva de sus activos, basándose en la información aportada por cuatro auditores independientes (Deloitte, PwC, Ernst&Young y KPMG). Pues bien, las necesidades adicionales de capital identificadas en los catorce principales grupos bancarios españoles analizados, sobre las existentes a 31 de diciembre de 2011, ascendieron a 59.300 millones de euros, sin tener en cuenta los procesos de integración en marcha ni los activos fiscales diferidos. Empero, dicha cantidad descendía a 53.745 millones de euros cuando se consideraban los procesos de fusión en marcha y los efectos fiscales. Pues bien, del expresado total, 47.060 millones de euros correspondían a las cajas de ahorro (para una noticia pormenorizada, véase igualmente la *web* del Banco de España).

(11) En este sentido ha de traerse a colación asimismo la modificación introducida en el régimen de las cuotas participativas (véase, fundamentalmente, la nueva redacción dada al art. 7 Ley 13/1985 por el propio RDL 11/2010), motivada por el hecho —reconocido en la Exposición de motivos de la última disposición citada— de que la regulación hasta entonces vigente se había mostrado, en la práctica, incapaz de dotar a las cajas de un instrumento eficaz de capitalización que lograrse, de un lado, acompañar el fuerte crecimiento del sector en los últimos años y, de otro, financiar parte de las necesidades de capitalización más recientes derivadas de la crisis económica y financiera (véanse, entre otros, MARTÍNEZ MERCADO, M., «Las cajas de ahorro: propiedad y ejercicio de las cuotas participativas ante el RD 11/2010. ¿Fin de su naturaleza jurídica?», RDBB, núm. 121, 2011, pp. 145-152, y TAPIA, A.J., «Cuotas participativas e instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles», en MÉNDEZ, J.M. (coord.), *Cajas de ahorros: nueva normativa*, FUNCAS, Madrid, 2010, pp. 151-183).

(12) En efecto, con independencia de que en algunos casos dicho sujeto ya no exista, no puede pasar por alto que tales contribuciones carecen por completo de interés para quien pueda llevarlas a cabo, pues perderá la titularidad de los fondos aportados sin recibir contraprestación alguna a cambio (FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS, L., *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, 1992, pp.170-171). En cambio, los bancos disponen del recurso al aumento del capital, del que últimamente han hecho reiterado uso a fin de incrementar sus fondos propios.

fondos propios, sin una merma significativa, además, de la obra social. A lo expuesto se une, en fin, la circunstancia de que el estatuto jurídico de las cajas de ahorro, en su configuración tradicional, ha venido representando para los inversores extranjeros una seria dificultad en orden a la adecuada apreciación de los riesgos asumidos como consecuencia de la adquisición de activos financieros —cuotas participativas, deuda subordinada...— ordenados al reforzamiento de los recursos propios de las mencionadas entidades, dado que sus singulares rasgos estructurales no tienen parangón con los de cualesquiera otros intermediarios financieros foráneos. Por todo ello, se señalaba que la expresada configuración de las cajas constituía un obstáculo para la captación de recursos, especialmente en el caso de los provenientes de inversores internacionales.

En verdad, los motivos apuntados constituían razones con peso suficiente de suyo para mover a las cajas de ahorro a la adopción de alguno de los nuevos modelos institucionales contenidos en el RDL 11/2010. Por lo demás, podía contarse adicionalmente con que la elección de una de estas novedosas formas organizativas pudiera ser eventualmente inducida por la autoridad supervisora, en razón de los poderosos y convincentes instrumentos de que se encuentra dotada, y alentada e incluso promovida desde las propias instancias políticas, dado el papel decisivo que juegan en el entramado orgánico de las cajas de ahorro.

Empero, el impulso definitivo en el sentido indicado lo dio el RDL 2/2011 que, en aras del reforzamiento de la solvencia de las entidades de crédito en general, estableció una aplicación adelantada y exigente de los nuevos estándares internacionales de capital (*Basilea III*). Así, se procedió al señalamiento inmediato de un mínimo de capital principal, con relación a los activos ponderados por riesgo, siguiendo básicamente la definición que *Basilea III* establecía para cumplir en 2013. Este nivel mínimo de la ratio de capital, integrado por los elementos que al efecto se señalaban, se situaba en el 8 por 100, siendo del 10 por 100 para aquellas entidades que no hubieran colocado títulos representativos de su capital a terceros por, al menos, un 20 por 100, y que, además, presentaran una ratio de financiación mayorista superior al 20 por 100 (en esta última situación se encontraban precisamente las cajas de ahorro, así como los SIP compuestos por las mismas)⁽¹³⁾. Adicionalmente, el Banco de España podía requerir a una entidad individual un nivel superior de capital principal en función de los resultados de los ejercicios de resistencia que pudieran hacerse para el conjunto del sistema⁽¹⁴⁾. Es verdad que el RDL 2/2011 resultó con posterioridad profundamente modificado por medio de la Ley 9/2012, que supuso una importante mudanza en la regulación de la materia, pues los requisitos del 8 por 100, con carácter general, y del 10 por 100, para

(13) PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ LAGOS, R., *op. cit.*, pp. 205 y 207-209, y MAYORGA, M.C., «La bancarización de las cajas de ahorros», RDBB, núm. 125, 2012, pp. 110-114.

(14) Estos nuevos requerimientos entraron en vigor el 10 de marzo de 2011. Además, ante la evidencia de la existencia de algunas entidades con dificultades para alcanzar tales exigencias de manera inminente, el RDL 2/2011, en su redacción originaria, diseñó una estrategia progresiva de cumplimiento (LEÓN, F.J., «La reestructuración de las cajas de ahorros en la crisis del sistema español», RDBB, núm. 127, 2012, pp. 27-32, y PEÑAS, M.J., «El régimen jurídico del cambio de las cajas de ahorros españolas», CIRIEC-España, núm. 22, 2011, pp. 32-33).

las entidades con difícil acceso a los mercados de capitales y para las que predominase la financiación mayorista, se han transformado en un único requisito del 9 por 100 de capital principal, a partir del 1 de enero de 2013. Con todo, la vigencia durante un significativo lapso de tiempo de una serie de requisitos de capital más rigurosos para las cajas de ahorro llevó a muchas de estas entidades a modificar su tipología organizativa en el expresado intervalo. En efecto, la aportación del negocio bancario de las cajas de ahorro a un banco, en cuyo capital social se diera entrada a terceros en un porcentaje igual o superior al 20 por 100, se representaba como la vía propicia para eludir la aplicación del riguroso régimen de capital anteriormente expuesto⁽¹⁵⁾.

En otro orden de cosas, no cabe desconocer que las medidas legislativas sintéticamente relacionadas se enmarcaban en una situación caracterizada por la puesta en entredicho del modelo tradicional de cajas de ahorro, aunque no dejaba de ser llamativo que las voces críticas sobre el estatuto jurídico de las cajas en nuestro país no se hubieran alzado sino coetáneamente a la crisis financiera que de manera tan acusada afecta a las entidades de crédito en general⁽¹⁶⁾. Tal estado de cosas era, en esencia, el resultado de la confluencia de dos grandes órdenes de circunstancias.

De un lado, la vigencia de un estado de opinión caracterizado, en lo fundamental, por el serio cuestionamiento de la propia pervivencia del peculiar estatuto jurídico de las cajas de ahorro como entidades de crédito de naturaleza fundacional —que,

(15) A mayor abundamiento, ha de tenerse en cuenta que el RDL 2/2011 modificó a su vez el actualmente derogado RDL 9/2009 para, entre otros extremos, establecer que las cajas de ahorro que solicitasen la actuación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a fin de reforzar sus recursos propios habrían de traspasar su actividad financiera a un banco, con arreglo a lo dispuesto en los artículos 5 o 6 RDL 11/2010, en el plazo máximo de tres meses desde la fecha en la que se les notificase la aprobación del correspondiente plan de recapitalización. Lo mismo se preveía para el caso de que la entidad solicitante de la expresada actuación del FROB fuera un banco participado conjuntamente por cajas de ahorro conforme a lo dispuesto en el artículo 8.3 Ley 13/1985, pues aquéllas debían traspasar toda su actividad financiera al banco y ejercer su actividad con arreglo a lo dispuesto en los artículos 5 o 6 RDL 11/2010, también en el plazo máximo de tres meses desde la fecha en la que se les comunicase la aprobación del oportuno plan de recapitalización.

(16) En efecto, con anterioridad a la crisis financiera, e incluso inmediatamente después de surgir ésta, no se consideraba preciso plantear un cambio sustancial del modelo organizativo entonces vigente de las cajas de ahorro: así, entre otros, EMBID, J.M., «El ejercicio de actividades empresariales por las fundaciones (fundación-empresa y fundación con empresa): su significado en el régimen jurídico de las Cajas de Ahorros», PSF, núm. 91, 2007, pp. 58-59; FERNÁNDEZ COSTALES, J., «Las fundaciones y las entidades de crédito», AC, 2000-II, p. 2.429; PRIETO, T., «Las Cajas de Ahorro: su naturaleza jurídica, los límites de la intervención pública», RAAP, núm. 42, 2001, p. 320; CASARES, A., «La naturaleza fundacional de las cajas de ahorros y la emisión de cuotas participativas», RAP, núm. 166, 2005, pp. 96-97, y LA CASA, R., *La fundación-empresa*, Marcial Pons, Madrid, 2009, p. 305. Todavía en 2010, ARIÑO, G., *La necesaria reforma de la Ley de Cajas de Ahorros*, Civitas, Madrid, 2010, especialmente pp. 157-168, se pronunciaba a favor de la pervivencia sustancial del modelo tradicional de cajas de ahorro con la introducción de determinadas medidas ordenadas a su perfeccionamiento, fundamentalmente en aras de la mejora de su gobierno corporativo (en relación con este último extremo, SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO, J., «Novedades en el modelo de gobierno corporativo de las cajas de ahorro», en MÉNDEZ, J.M. (coord.), *Cajas de ahorros: nueva normativa*, FUNCAS, Madrid, 2010, pp. 115-143). En cambio, en un sentido muy crítico, RAMOS, A., «Las Cajas de Ahorro como elemento perturbador del sistema financiero español», DN, núm. 237, 2010, pp. 19-23.

por demás, representa una caracterización que es objeto de enconada controversia en lo atinente a su concreta significación, como más adelante se dirá— y la consecuente apuesta decidida por una suerte de *transformación* —expresión empleada en este momento de una manera genérica y, por tanto, imprecisa— de los expresados intermediarios financieros en bancos. Ello vendría a suponer, a la postre, el ejercicio de la actividad crediticia bajo la forma de una sociedad anónima especial, controlada —o, cuando menos, participada— por la caja originaria. Esta línea de pensamiento entronca a su vez, hasta el punto de que puede decirse que es su inmediata consecuencia, con las reiteradas denuncias efectuadas sobre la falta de profesionalidad e independencia en la gestión de las cajas de ahorro, que se estima directamente derivada de su control por los partidos políticos, de resultas de la ordenación legal de la composición de los órganos rectores de estas entidades⁽¹⁷⁾.

De otro, el relevante dato de la verificación efectiva de procesos análogos a los previstos en el RDL 11/2010 en significativas naciones de nuestro entorno —especialmente en Italia, que representa el caso que más afinidad guarda con lo que viene aconteciendo en nuestro país— que han tenido como resultado final la profunda transformación padecida en aquellos estados por determinados tipos de entidades de crédito equiparables, en mayor o menor grado, a nuestras cajas de ahorro⁽¹⁸⁾. Puede concluirse, por consiguiente, que los criterios de política legislativa acogidos en el RDL 11/2010, en lo concerniente a la organización institucional de las cajas de ahorro, constituyen una muestra más de una extendida orientación proclive, en lo esencial, a la acusada mutación de la naturaleza jurídica de estos intermediarios financieros, hasta el punto incluso de la pérdida de su propia individualidad como entidades de crédito de carácter singular.

III. EL PUNTO DE PARTIDA DE LA REFORMA: LA DENOMINADA CONFIGURACIÓN TRADICIONAL DE LAS CAJAS DE AHORRO

En su configuración tradicional, entendiéndolo por tal la vigente con anterioridad inmediata a la promulgación del RDL 11/2010, que todavía representa el modelo organizativo al que se ajustan en la actualidad las escasas cajas que no han optado por el ejercicio indirecto de la actividad financiera ni se han transformado en fundaciones de

(17) Como simple botón de muestra, en razón de la autoridad de su opinión, cabe traer a colación la acerada observación de la lamentable politización de las cajas de ahorro, que venían a considerarse como una suerte de botín electoral de las formaciones políticas dominantes en sus respectivos ámbitos territoriales, así como sobre la utilización instrumental de las cajas como prestadoras incondicionales de servicios de tesorería a las Comunidades Autónomas de sus respectivos domicilios (GARCÍA DE ENTERRÍA, E., «Prólogo», en CASARES, A., *Cajas de ahorro: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2003, p. 17). En este sentido ha de señalarse, por lo demás, que el Título II del RDL 11/2010 contiene una profunda modificación de la LORCA, que tiene entre sus objetivos fundamentales el de impulsar la profesionalización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorro.

(18) Para un breve apunte, con una somera indicación bibliográfica, LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 304-305. Más ampliamente, sobre el caso italiano, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., *Las fundaciones bancarias: de cajas de ahorros a sociedades de capital*, Universidad de Granada, Granada, 2003, *passim*.

carácter especial, las cajas de ahorro pueden ser reputadas con plena propiedad como una modalidad singular de fundación-empresa, si bien no cabe pasar por alto que dicha calificación ha sido tradicionalmente objeto de una encendida discusión.

Muy sumariamente cabe señalar al efecto que, de antemano, deben ponerse fuera de toda duda la naturaleza privada de las cajas —que no resulta incompatible con su sometimiento a un intenso intervencionismo público tanto en su constitución como en su desenvolvimiento— y su acentuado carácter social, como expresión de los fines de interés general que persiguen, materializados en la reversión a la sociedad, especialmente a aquella parte comprendida en el respectivo ámbito territorial de actuación de cada caja, de una porción de los beneficios obtenidos en el ejercicio de la actividad financiera de las mencionadas instituciones, a través del desarrollo de la obra social, cuyo contenido ha venido concretándose de diversos modos a lo largo del tiempo a fin de adaptarse a las exigencias colectivas vigentes en cada momento.

A lo anterior ha de agregarse que las cajas de ahorro cuentan igualmente entre sus rasgos distintivos el de su consustancial condición de entidades de crédito [art. 1.2.c) Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas]⁽¹⁹⁾. Tal cualidad viene dada por la índole de la actividad desarrollada por las cajas, que permite constatar la *mercantilidad objetiva* de estas entidades, determinante a su vez para atribuirles la calificación de comerciantes, supuesto que ejercen la actividad financiera con habitualidad y en nombre propio, con la consiguiente sujeción al estatuto jurídico propio de tales sujetos. El rasgo examinado ha terminado por erigirse en la nota distintiva por excelencia de las cajas de ahorro como consecuencia de la transformación experimentada por esta clase de entidades, que en las últimas décadas se ha caracterizado por la acentuación de su vertiente financiera. En este sentido, ha llegado incluso a afirmarse, respecto de las cajas, que «*su inicial configuración como entidades benéfico-sociales ha dado paso, en virtud del propio crecimiento y de la importancia actual de su actividad crediticia, a su consideración como entidades de crédito en el sistema financiero*» (STC 48/1988, de 22 de marzo, FJ 2.º).

Empero, es lo cierto que la consideración como entidad de crédito no basta para explicar suficientemente la naturaleza jurídica de las cajas de ahorro, toda vez que alu-

(19) Como es sabido, la referida categoría engloba realmente diversas clases de sujetos (art. 1.2 Real Decreto Legislativo 1298/1986), a saber: las usualmente denominadas entidades de crédito de ámbito operativo general (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), los establecimientos financieros de crédito y, en fin, otras entidades de naturaleza singular (la Confederación Española de Cajas de Ahorros y el Instituto de Crédito Oficial). Pues bien, el primer tipo es el que se corresponde con la concepción tradicional de las entidades de crédito como intermediarios financieros, esto es, como empresas que tienen como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza (art. 1.1 Real Decreto Legislativo 1298/1986). La condición de entidad de crédito que se predica de las cajas de ahorro ha de ser entendida en el sentido indicado, que difiere significativamente de la caracterización específica de los establecimientos financieros de crédito (Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito).

de únicamente a su vertiente objetiva, entendida como la concreta actividad empresarial desarrollada, de manera que no alcanza a resolver su aspecto subjetivo, concebido como la forma de organización de estos intermediarios⁽²⁰⁾. En relación con este último extremo ha de señalarse que las cajas de ahorro, en cuanto entes carentes de base asociativa, pueden ser calificadas cabalmente como fundaciones en el sentido del artículo 34 CE, cuyo fin de interés general se identifica con el desarrollo de la obra benéfico-social, sufragada con los rendimientos obtenidos de la actividad financiera, cuyo desarrollo no resulta incompatible con la condición de fundación (véase art. 24 Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones; en adelante, LF)⁽²¹⁾.

Naturalmente, la conclusión expuesta no empece el reconocimiento de la acusada singularidad que presentan las cajas de ahorro como expresión particular de la categoría de la fundación-empresa⁽²²⁾. Mas, por encima de tan acentuadas peculiaridades, puede decirse que en las cajas de ahorro —en su configuración tradicional— cabe constatar, al cabo, la existencia de una masa de bienes, procedente en su origen de una aportación irrevocable realizada a título gratuito, que se encuentra dotada de una determinada organización y ordenada a la realización de una actividad empresarial de carácter crediticio, con cuyos beneficios se va a proceder a la realización de actividades de interés general por medio de la denominada obra social, de modo que puede concluirse que estas entidades responden esencialmente a la idea de fundación propia de nuestra tradición jurídica —en su forma más evolucionada— que ha merecido reconocimiento constitucional (art. 34 CE)⁽²³⁾.

(20) EMBID, J.M., *op. cit.*, p. 54; CASTILLA, M., *Gobierno de las cajas de ahorros*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 20-21, y LA CASA, R., *op. cit.*, p. 282.

(21) A tal efecto ha de llamarse la atención sobre el dato de que la moderna regulación de las fundaciones, como significativamente sucede en nuestro país, ha superado definitivamente la concepción secular de dicho instituto como persona jurídica titular de un patrimonio cuya composición se encontraba sujeta a rígidas limitaciones y sobre el que los patronos se limitaban a desplegar una gestión meramente conservativa, en la que la realización de actos de disposición quedaba condicionada, como regla general, a la previa autorización del Protectorado. En la actualidad, en cambio, se admite abiertamente que las fundaciones puedan desarrollar directamente actividades empresariales, con arreglo a determinados límites y condiciones, como fórmula adecuada de financiación de las actividades ordenadas a la consecución de los fines de interés general propios de estas *universitates rerum*, mediante la aplicación a tal propósito de los beneficios obtenidos (LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 21-23).

(22) LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 298-308.

(23) *In extenso*, LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 265-293, con amplia información sobre el estado de la cuestión (asimismo, sobre el tema, CASARES, A., *Cajas de ahorro: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2003, pp. 143-544). Empero, el planteamiento expuesto no es el seguido por el Tribunal Constitucional, para el que «*la transformación sufrida por las Cajas no permite considerarlas hoy como fundaciones en el sentido que la doctrina generalmente admitida, y con ella el artículo 34 de la Constitución, da a este concepto. Si es propio de la fundación, como se ha dicho, la vinculación de una masa de bienes a unos fines establecidos por el fundador o fundadores resulta que, en la actualidad, en las Cajas sea cual sea su origen, ni la mayor parte de los recursos de que disponen proceden del fundador, sino que son recursos ajenos, ni los fines que hoy se persiguen son principalmente benéficos o benéfico-sociales sino los propios de una entidad de crédito. No cabe, por tanto, aceptar la tesis de los recurrentes que identifiquen las Cajas con fundaciones en el sentido del artículo 34 de la Constitución*» (STC 49/1988, de 22 de marzo, FJ 6.º; en parecidos términos asimismo, STC 48/1988, de 22 de

Por otro lado, no está de más llamar la atención finalmente sobre el hecho de que las cajas de ahorro, en su configuración tradicional, responden cabalmente al concepto de entidad de crédito —por lo que respecta a las consideradas de ámbito operativo general— establecido en la legislación vigente (art. 1.1 Real Decreto Legislativo 1298/1986), por demás sustancialmente coincidente con el propio de nuestra tradición jurídica. Tal circunstancia resulta decisiva, a la postre, para que el dictado por el Estado de determinadas disposiciones relativas a las cajas de ahorro pueda estimarse debidamente amparado en la competencia exclusiva que tiene atribuida sobre las bases de la ordenación del crédito y la banca (art. 149.1.11.^a CE).

IV. EL EJERCICIO INDIRECTO DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA POR LAS CAJAS DE AHORRO

Como ha tenido ocasión de señalarse con anterioridad, el primero de los modelos de organización institucional introducidos por el RDL 11/2010 consiste en el desarrollo por parte de las cajas de ahorro de su objeto propio como entidades de crédito a través de un banco al que habrán de aportar todo su negocio financiero y al que igualmente podrán aportar todos o parte de sus activos no financieros adscritos al expresado negocio (art. 5.1 RDL 11/2010). A tal efecto se añade que «*la entidad bancaria a través de la cual la caja de ahorros ejerza su actividad como entidad de crédito podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa*» (art. 5.2 RDL 11/2010). Por lo demás, esta posibilidad de ejercicio indirecto de la actividad financiera queda también expresamente abierta a las cajas de ahorro que integren un SIP (art. 5.8 RDL 11/2010)⁽²⁴⁾. En suma, mediante la aportación efectuada la caja de ahorro en cuestión pasa de ser una genuina fundación-empresa a constituir una fundación poseedora de una participación —de control— en el banco titular del negocio financiero anteriormente perteneciente a dicha caja.

marzo, FJ 2.^o). Por todo ello, acaba señalando el Tribunal Constitucional, «*en realidad, el problema de la identificación de la naturaleza fundacional de las Cajas actualmente existentes puede enfocarse desde un punto de vista distinto al que supondría su encaje en el artículo 34 de la Constitución, con independencia del origen de cada Caja, y que surge de la conveniencia de encuadrar las Cajas en el sistema de personas jurídicas que establece nuestro Derecho. El razonamiento sería el siguiente: puesto que el artículo 35 del Código Civil clasifica las personas jurídicas en corporaciones, asociaciones y fundaciones, y dado que las cajas no son corporaciones ni asociaciones, sólo es posible encuadrarlas en la categoría de las fundaciones, a las que se asemejarían por el hecho de que no consisten en una unión de personas, que en cierto modo aparecen como los propietarios de sus bienes, sino de una organización de los bienes mismos como ocurre en las fundaciones de tipo tradicional. Esta aplicación de una categoría jurídica a un supuesto distinto para el que fue pensada es posible, siempre que no se extraigan de ella consecuencias abusivas y se la considere sólo como un medio de resolver un problema dogmático, cual sería en este caso la naturaleza jurídica de las Cajas*» (STC 49/1988, de 22 de marzo, FJ 8.^o). En suma, la consideración de las cajas de ahorro como fundaciones vendría a ser, según el Tribunal Constitucional, más una calificación histórica y erudita que una caracterización social y jurídica.

(24) PEÑAS, M.J., *op. cit.*, pp. 25-26.

Nótese que, según el planteamiento adoptado por el legislador, en la tesitura descrita estas cajas de ahorro no experimentan alteración alguna en cuanto a su condición de tales, no obstante la acusada singularidad que poseen respecto de las que pueden considerarse como cajas de ahorro de régimen general, por más que esta última categoría posea actualmente en la práctica un acentuado carácter marginal⁽²⁵⁾. Lo único que se establece, a modo de disciplina particular, son determinadas especificidades en el régimen de los órganos de gobierno y de los mecanismos de representación en ellos de los diversos intereses presentes en las cajas de ahorro, fundadas en el desenvolvimiento de su actividad crediticia de manera indirecta a través de una entidad bancaria (art. 5.3 y 5 RDL 11/2010). Por lo demás, supuesto que es consustancial a las cajas de ahorro su cualidad de entidades de crédito, la ordenación legal señala reiteradamente que aquellas que se ajusten al modelo analizado conservarán la expresada condición, como se evidencia en las continuas alusiones a «*las cajas de ahorros que desarrollen su actividad propia como entidad de crédito a través de una entidad bancaria*» contenidas en el artículo 5 RDL 11/2010.

Tan singular calificación, por las razones que más adelante se dirán, descansa en último término en la índole de la participación perteneciente a las cajas de ahorro en cuestión, legalmente configurada como una participación de control. Así lo demuestra la previsión que establece que, si una caja deja de ostentar el control en los términos del artículo 42 del Código de Comercio (en adelante, C. de c.), o reduce su participación de modo que no alcance el 25 por 100 de los derechos de voto del banco mediante el que lleva a cabo el ejercicio indirecto de la actividad crediticia, la caja de que se trate habrá de transformarse en fundación de carácter especial (lo que deberá tener lugar en el plazo de cinco meses desde la producción de dicha circunstancia, art. 6.2, párr. 2.º, y disposición transitoria novena RDL 11/2010), con pérdida de la autorización para actuar como entidad de crédito según lo previsto en la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946⁽²⁶⁾ (art. 5.7 RDL 11/2010). Lo propio se establece asimismo en relación con las cajas que formen parte de un SIP (art. 5.8, párr. 2.º, RDL 11/2010)⁽²⁷⁾. En suma, viene a considerarse que la influencia determinante susceptible de ser ejercida por una caja —o cajas— sobre el banco al que la primera

(25) Ha de hacerse notar que el Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias reconoce la impropiedad de la categoría de las cajas de ahorro que ejercen de manera indirecta la actividad financiera. En este sentido se señala que, puesto que la caja ya no ejerce en su propio nombre actividad financiera alguna y centra sus funciones en la acción social, no tiene justificación, y supone en cierta medida una anomalía, que mantenga la licencia bancaria.

(26) En lo sucesivo, LOB.

(27) PEÑAS, M.J., *op. cit.*, pp. 25-26. Por lo demás, téngase en cuenta que la disposición adicional segunda RDL 2/2011 establece lo siguiente: «*Los bancos de nueva creación filiales de una entidad de crédito domiciliada en la Unión Europea no estarán sujetos a las limitaciones temporales que se establezcan a la actividad de nuevos bancos.*»

Lo previsto en el párrafo anterior se aplicará asimismo a las cooperativas de crédito y bancos de nueva creación constituidos por una o varias entidades de crédito a fin de traspasarles su actividad financiera en el marco de la constitución de un sistema institucional de protección o en el previsto en los artículos 5 y 6 del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros.

—o el conjunto de ellas— hubiera aportado la totalidad de su —respectivo— negocio financiero sirve de justificación al mantenimiento de la condición de caja de ahorro y, consecuentemente, de entidad de crédito por parte de la mencionada entidad —o entidades— dominante⁽²⁸⁾.

En el plano general en que se desenvuelve nuestro análisis ha de destacarse la llamativa sujeción al estatuto jurídico propio de las entidades de crédito, de resultas de su explícita consideración como tales, de quienes no pueden ser reputados, en puridad, como empresarios que tienen como género de comercio precisamente el ejercicio de la actividad crediticia, como es el caso de las cajas de ahorro titulares de una participación de control en una entidad bancaria, por ser esta última quien lleva a cabo de manera directa dicha actividad. Por lo demás, resultará harto improbable que estas singulares cajas de ahorro puedan llegar a ser consideradas como comerciantes, pues a tal propósito podrían tener que arrostrar las severas consecuencias derivadas de la comisión de una infracción administrativa reputada grave o muy grave, según que el ejercicio de actividades ajenas a su objeto exclusivo legalmente determinado tuviera o no carácter meramente ocasional o aislado [arts. 5.c) y 4.d), respectivamente, Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito; en adelante, LDIEC]⁽²⁹⁾. Por tanto, a diferencia de lo que acontece con las cajas de ahorro de régimen general, estas peculiares cajas no se encontrarán sometidas, en línea de principio, al estatuto jurídico propio de los comerciantes, no obstante la obligatoriedad de su inscripción en el Registro Mercantil (art. 16.1.3.º C. de c.).

A lo expuesto ha de agregarse que el reconocimiento legal de esta singular clase de caja de ahorro tiene como inmediato corolario la ampliación del elenco de sujetos merecedores de la calificación de entidad de crédito, con la consiguiente desnaturalización a su vez de dicha categoría jurídica, supuesto que tales cajas no son susceptibles de reputarse como empresas que tienen como actividad, típica y habitual, recibir fondos reembolsables del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de ac-

(28) En el mismo sentido ha de traerse igualmente a colación la modificación que se operó en la disciplina de los SIP por medio del propio RDL 11/2010, en particular la consistente en la necesidad de que la entidad central hubiera de estar necesariamente participada por las cajas integrantes en, al menos, un 50 por 100 de su accionariado y tener naturaleza de sociedad anónima [art. 8.3.d) *in fine* Ley 13/1985, en la redacción dada por el RDL 11/2010]. Como señalaba la propia Exposición de Motivos del RDL 11/2010, «*de este modo se logra garantizar que el conjunto de las cajas integradas mediante un SIP no desvirtúan su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de su entidad central. A estos mismos efectos, se señala también que en aquellos casos en que las cajas integrantes del SIP pudieran perder el mencionado control reforzado de la entidad central, las cajas deberán transformarse en fundación de carácter especial y ceder su negocio bancario*». Recientemente la disposición comentada ha sido modificada de nuevo, estableciéndose que «*cuando las entidades integradas conforme a lo previsto en esta letra sean Cajas de Ahorros, la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar controlada conjuntamente por todas ellas, en los términos del artículo 42 del Código de Comercio*» [art. 8.3.d) *in fine* Ley 13/1985, en la redacción dada por el Real Decreto-ley 20/2011].

(29) Con todo, pudiera darse la tesitura de que la caja en cuestión continuara ejerciendo, en su caso, las actividades propias del monte de piedad (sobre el tema, HIDALGO, R. y PINEDA, A., «*Consideraciones sobre la posibilidad de ejercicio indirecto de la actividad de Monte de Piedad por una Caja de Ahorros a través de un banco*», RAD, núm. 11, 2012, pp. 25-32).

tivos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza (art. 1.1 Real Decreto Legislativo 1298/1986).

La violencia a la que es sometida por el legislador la propia noción de entidad de crédito no es gratuita: en efecto, no parece descabellado sostener que el planteamiento seguido obedece al propósito de que también sobre las cajas de ahorro que ejercen de manera indirecta la actividad financiera pueda proyectarse la competencia estatal exclusiva sobre las bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (art. 149.1.13.^a CE) y, muy especialmente, sobre las bases de la ordenación del crédito y la banca (art. 149.1.11.^a CE)⁽³⁰⁾. Es evidente que este último término debe entenderse en un sentido genérico, como sinónimo en la actualidad de entidad de crédito, expresión que acaso no se empleara en su momento, a fin de precisar la competencia estatal examinada, por estar escasamente difundida y, sobre todo, por carecer de definición legal al tiempo de la promulgación de la Carta Magna, a diferencia de lo que sucedía en aquella época respecto del vocablo banca, cuyo significado sí se encontraba positivamente precisado (véase art. 37 LOB)⁽³¹⁾. Como se sabe, el término ordenación referido a un determinado sector de la actividad económica es sinónimo de regulación de naturaleza pública, esto es, de régimen administrativo cuyo dictado responde al fenómeno de la intervención de los poderes públicos en la economía, sustanciada esencialmente en la disciplina de una concreta actividad de acuerdo con criterios de interés general. Pues bien, en el caso particular que nos ocupa, el Tribunal Constitucional ha tenido ocasión de señalar que la competencia estatal exclusiva sobre las bases de la ordenación del crédito se encuentra fundamentalmente referida a la actividad crediticia y comprende también la regulación de la estructura y de la organización de las cajas de ahorro en cuanto fija los elementos configuradores de estas entidades frente a los demás intermediarios financieros, o en cuanto la estructura y organización de las cajas repercuten directamente en la mencionada actividad, en el bien entendido que el marco estatal básico no puede concretarse de tal modo que, de hecho, conduzca a la uniformidad organizativa de las cajas de ahorro, impidiendo a las Comunidades Autónomas tener presentes en su desarrollo las características peculiares de sus respectivos territorios (STC 48/1988, de 22 de marzo, FJ 3.º, y 49/1988, de 22 de marzo, FJ 2.º, en relación con la doctrina anteriormente establecida por la STC 1/1982, de 28 de enero, FJ

(30) El RDL 11/2010 se dice dictado, a excepción de su Título V (amparado en la competencia estatal exclusiva sobre Hacienda General y Deuda del Estado, art. 149.1.14.^a CE), de conformidad con la competencia exclusiva atribuida al Estado sobre legislación mercantil (art. 149.1.6.^a CE), bases de la ordenación del crédito y banca (art. 149.1.11.^a CE), y bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (art. 149.1.13.^a CE).

(31) En efecto, la expresión entidad de crédito, como categoría jurídica, es relativamente reciente en nuestro Derecho positivo, pues sólo hay que remontarse a 1983 para encontrar la primera disposición —la derogada Ley 26/1983, de 26 de diciembre— donde se utilizaba una denominación genérica —la de intermediarios financieros— para englobar a bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. Más adelante, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, aludió al mencionado elenco de sujetos con el nombre de entidades de depósito y, poco más tarde, la redacción originaria del artículo 1 Real Decreto Legislativo 1298/1986, introdujo la expresión establecimiento de crédito, modificada finalmente por la de entidad de crédito por medio de la LDIEC (FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y DE CARLOS, L., *op. cit.*, p. 124).

3.º, y posteriormente reafirmada por la STC 135/1992, de 5 de octubre, FJ 1.º, y STC 96/1996, de 30 de mayo, FJ 19.º).

Las consideraciones expresadas han de ponerse a su vez en relación con la naturaleza fundacional que ha de atribuirse a las cajas de ahorro, unida a la circunstancia de que ni las fundaciones ni las cajas de ahorro se encuentran expresamente mencionadas como materias específicas a efectos competenciales en la Constitución (véanse arts. 148 y 149 CE), si bien no puede pasarse por alto la existencia de una pluralidad de títulos genéricos que habilitan al Estado para el dictado de disposiciones de aplicación general, tanto a las primeras (artículo 149.1.1.ª, 6.ª, 8.ª, 14.ª y 18.ª CE), como a las segundas (artículo 149.1.11.ª y 13.ª CE). La mención de las cajas de ahorro en las normas estatutarias atributivas de competencias tiene como consecuencia inmediata su consideración como materia específicamente individualizada frente a las fundaciones y frente a otras entidades de crédito⁽³²⁾, de manera que las cajas no pueden ser identificadas con ninguna de las mencionadas instituciones a efectos competenciales, con independencia de la calificación que, por su estructura como personas jurídicas, pueda resultar para las propias cajas más adecuada y de la naturaleza eminentemente crediticia de la actividad que desarrollan (STC 48/1998, de 22 de marzo, FJ 2.º). Lo cual ha de ponerse en conexión con el principio general por cuya virtud los títulos competenciales específicos prevalecen sobre los genéricos. La cuestión no es baladí por el hecho de la diversa extensión que poseen los títulos invocados: por consiguiente, es el relativo a las cajas de ahorro el que ha de servir de base para el enjuiciamiento de la constitucionalidad de las disposiciones dictadas tanto por el Estado como por las Comunidades Autónomas en relación con esta clase de entidades, no obstante su naturaleza fundacional (STC 48/1998, de 22 de marzo, FJ 2.º, y STC 49/1988, de 22 de marzo, FJ 11.º). Dicho en otros términos, según la doctrina del Tribunal Constitucional, el enjuiciamiento de la constitucionalidad de las disposiciones reguladoras de las cajas de ahorro no puede hacerse bajo el prisma de la eventual violación de las competencias relativas a las fundaciones.

Es evidente que la precisión del concepto constitucional de banca, a los efectos de la concreción de la competencia estatal sobre las bases de su ordenación, no puede realizarse de ningún modo a partir de la noción de banca contenida en las disposiciones aprobadas con posterioridad a la promulgación de la Carta Magna, pues, de aceptarse esta tesis, que debe ser objeto de decidido repudio, se estaría confiriendo al legislador ordinario la condición de constituyente. Todo lo más podrá recurrirse al concepto de banca recogido en normas preconstitucionales en la medida en que pueda ser considerado el referente tenido en cuenta por el constituyente al tiempo de disciplinar la com-

(32) Al efecto ha de tenerse presente que en la totalidad de los distintos Estatutos de Autonomía, que junto con la propia Constitución integran el llamado bloque de constitucionalidad, se contiene una serie de atribuciones competenciales, con diversidad de matices, respecto de las cajas de ahorro (sobre el tema, véanse, entre otros, LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 293-296; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., *El reparto de competencias en materia financiera en la doctrina del Tribunal Constitucional: especial consideración a las cajas de ahorros*, Aranzadi, Cizur Menor, 2008, *passim*, y ARIÑO, G., «La distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas tras el Real Decreto-ley 11/2010», en MÉNDEZ, J. M. (coord.), *Cajas de ahorros: nueva normativa*, FUNCAS, Madrid, 2010, pp. 67-113).

petencia analizada. Este recurso a conceptos externos al propio texto constitucional, ya sean de índole legal, jurisprudencial o doctrinal, ya sean propios del lenguaje o acervo común, ha de reputarse perfectamente admisible, si bien con la importante matización de no representar la vía preferente para la resolución de cuestiones como la aquí analizada, pues el Tribunal Constitucional tiene indicado que el problema de la delimitación de competencias «no puede plantearse a partir de datos extrínsecos, sino, en cuanto sea posible, a partir de nociones intrínsecas a la propia Constitución» (STC 35/1982, de 14 de junio)⁽³³⁾.

A la vista de lo anterior cabe señalar que, en razón de la insuficiencia de los datos contenidos en el texto constitucional para precisar el concepto de banca acogido en su seno, es de todo punto imprescindible acudir a elementos ajenos a la Carta Magna para el logro de dicho propósito. A tal efecto resulta plenamente apropiado el recurso a una antigua disposición legal —aún no formalmente derogada— que sienta una definición de banca pacíficamente aceptada en el ámbito científico y, por lo mismo, seguramente tenida presente con ocasión de la delimitación de la competencia examinada. En este sentido se previene que «*ejercen el comercio de Banca las personas naturales o jurídicas que, con habitualidad y ánimo de lucro, reciben del público, en forma de depósito irregular o en otras análogas, fondos que aplican por cuenta propia a operaciones activas de crédito y a otras inversiones, con arreglo a las Leyes y a los usos mercantiles, prestando, además, por regla general, a su clientela servicios de giro, transferencia, custodia, mediación y otros en relación con los anteriores, propios de la comisión mercantil*» (art. 37 LOB). Por encima del análisis de los términos en que viene descrita la actividad crediticia interesa destacar, sobre todo, el dato de la calificación del banquero como comerciante, esto es, como sujeto que desarrolla habitualmente la mencionada actividad, de incontestable naturaleza mercantil, en su propio nombre.

Pues bien, la cualidad enunciada es la que falta a las cajas de ahorro que desenvuelven su actividad financiera de manera indirecta mediante la participación, por más que sea de control, en una entidad de bancaria, no obstante lo cual dichas cajas siguen siendo reputadas como tales y, por ende, consideradas como entidades de crédito. Empero, no puede pasar por alto que la calificación de un determinado sujeto como entidad de crédito realizada por el legislador ordinario se encuentra sometida, en todo caso, al control del Tribunal Constitucional a los efectos de la comprobación de su acomodo al sistema de distribución de competencias establecido en la Carta Magna. Quiere decirse con ello, por lo que aquí interesa, que suscita muy serias dudas que puedan estimarse amparadas en la competencia exclusiva sobre las bases de la ordenación del crédito y la banca aquellas disposiciones estatales relativas a sujetos respecto de los cuales llegue a constatarse que su calificación legal como entidades de crédito no se ajusta plenamente a la propia noción constitucional de banca (art. 149.1.11.^a CE), como pudiera ser el caso de las cajas de ahorro que ejerzan de manera indirecta la actividad financiera (art. 5 RDL 11/2010).

(33) DÍAZ MORENO, A., «El Derecho mercantil en el marco del sistema constitucional de distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 235-236.

V. LA TRANSFORMACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO EN FUNDACIONES DE CARÁCTER ESPECIAL

La llamada transformación en fundaciones de carácter especial, según la expresión utilizada por el RDL 11/2010 (véase la rúbrica de su art. 6), entraña, en esencia, el tránsito de las cajas de ahorro desde su caracterización como entidades de crédito de naturaleza fundacional *sui generis*, sujetas al estatuto jurídico particular de estos intermediarios financieros, a su configuración como fundaciones carentes de la referida condición de entidad de crédito (art. 6.1, párr. 2.º, RDL 11/2010) y, por consiguiente, sometidas a una disciplina diversa, integrada por el régimen especial previsto para esta categoría singular de *universitates rerum* y, supletoriamente, por la normativa general en materia de fundaciones (art. 6.4 RDL 11/2010).

A decir verdad, la transformación constituye una categoría jurídica que tiene como ámbito principal de desenvolvimiento el de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. En este sentido la ordenación vigente establece, como es sabido, que «*en virtud de la transformación una sociedad adopta un tipo social distinto, conservando su personalidad jurídica*» (art. 3 Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles). Generalizando la previsión transcrita a otros tipos de entidades, puede decirse que la transformación viene a suponer siempre un cambio de tipo: esto es, el abandono por una persona moral de su anterior forma jurídica para adoptar otra distinta, que a partir de entonces será la que rija su estructura y funcionamiento, de conformidad con el marco normativo que le resulte de aplicación.

Pues bien, en el supuesto particular de las cajas de ahorro, la disciplina vigente contempla su transformación en fundaciones de carácter especial en ciertas circunstancias, de manera que, como consecuencia de la culminación de dicho proceso, la entidad en cuestión habrá dejado de ser un ente de naturaleza fundacional poseedor de la condición de caja de ahorro —sometido, por consiguiente, tanto al estatuto jurídico particular de esta clase de intermediarios financieros, como al general propio de las entidades de crédito— para convertirse en una fundación de carácter especial, denominada así para significar acaso, no tanto la pérdida de la cualidad de entidad de crédito —que, de conformidad con el planteamiento seguido por legislador, es corolario, a su vez, de la privación del carácter de caja de ahorro—, sino más bien su sometimiento al régimen particular previsto para este peculiar tipo de *universitates rerum* con carácter preferente a la aplicación de la normativa general en materia de fundaciones, como se señaló con anterioridad⁽³⁴⁾. Al cabo, habrá venido a producirse un cambio sustancial en lo concerniente al tipo de fundación al que se ajustará la entidad en cuestión, toda vez que en la forma de destino «*la fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra benéfico social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores. La fundación deberá destinar a su finalidad benéfico-social el producto de los fondos, participaciones e inversiones que integren su patrimonio. Au-*

(34) Sobre la falta de claridad de que adolece la expresión fundación de carácter especial, MARTÍNEZ MERCADO, M., *op. cit.*, p. 156, nota 41.

xiliarmente, podrá llevar a cabo la actividad de fomento de la educación financiera» (art. 6.1 *in fine* RDL 11/2010). En definitiva, las fundaciones de carácter especial resultantes de la transformación de las cajas de ahorro encajan sin violencia alguna en el modelo de fundación constitucionalmente reconocido (art. 34 CE).

Es lo cierto que la regulación legal de la transformación de las cajas de ahorro en fundaciones de carácter especial adolece de graves deficiencias, a más de resultar enormemente confusa.

En un somero apunte cabe señalar, en primer término, que la aludida transformación parece revestir una índole puramente voluntaria, según el tenor literal de la normativa vigente («*Las cajas de ahorros podrán acordar...*», art. 6.1 RDL 11/2010), cuando la verdad es que dicha modificación estructural posee carácter obligatorio en la mayor parte de los supuestos precisados en el mencionado precepto. En efecto, la transformación tiene necesariamente que producirse dentro del plazo de cinco meses desde el momento en que acontezca el hecho determinante de la disolución —*rectius*, transformación— en dos de los casos previamente tipificados (art. 6.2, párr. 1.º, en relación con la disposición transitoria novena, RDL 11/2010)⁽³⁵⁾: de un lado, el consistente en la pérdida de la participación de control en el banco mediante el que se llevara a cabo el ejercicio indirecto de la actividad financiera (art. 6.1 a), en relación con lo previsto en el art. 5.7 RDL 11/2010, y también, aun cuando no se indique expresamente, en el art. 5.8 RDL 11/2010); de otro, el representado por la determinación de la transformación en los correspondientes planes de reestructuración o resolución acordados de conformidad con lo previsto en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito [art. 6.1.c) RDL 11/2010]⁽³⁶⁾. Tal estado de cosas deja en una cierta indefinición el tercero de los supuestos de transformación legalmente contemplados, consistente en la renuncia a la autorización para actuar como entidad de crédito, así como los demás casos de revocación (de dicha autorización, art. 6.1 b) RDL 11/2010, en relación con el art. 57 *bis* LOB). No parece que

(35) PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ LAGOS, R., *op. cit.*, p. 198, y MARDOMINGO, J. y SÁNCHEZ MONJO, M., «La transformación de las cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial», RMV, núm. 12, 2013, pp. 181-182 (*contra*, QUIJANO, J., «La reciente reforma de las cajas de ahorro: una visión de urgencia», en AA. VV., *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de València, Valencia, 2010, p. 192).

Por lo demás, ha de tenerse presente que, transcurrido el plazo señalado en el texto sin haberse ejecutado la citada transformación, se producirá la disolución directa de todos los órganos de la caja de ahorro y la baja en el registro especial de entidades de crédito del Banco de España, nombrando el Protectorado correspondiente una comisión gestora de la fundación de carácter especial, a los efectos de aprobar los estatutos, nombrar al patronato, fijar en su caso el régimen que corresponda para la amortización inmediata de las cuotas participativas que carezcan de derecho de voto y adoptar cuantos actos o acuerdos sean necesarios para materializar la transformación acaecida, en cumplimiento de la normativa estatal y autonómica aplicable (art. 6.2, párr. 3.º, RDL 11/2010).

(36) Este último supuesto fue introducido por el apartado dos de la disposición final decimotercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Con anterioridad a dicha modificación, se señalaba que la segregación examinada podía acordarse «*como consecuencia de la intervención de la entidad de crédito en los supuestos previstos en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*».

quepa sostener que tal omisión obedezca a la consideración de estimarse producida en tales supuestos una suerte de transformación automática *ope legis* de la caja de ahorro en fundación de carácter especial, no sólo porque tal efecto no viene expresamente señalado, sino muy especialmente porque la aludida modificación estructural requiere, en todo caso, la adopción de una serie de acuerdos, cuya exigencia viene establecida con carácter general (art. 6.2, párr. 1.º, RDL 11/2010). Más bien debe estimarse que, en la hipótesis examinada, la adopción del acuerdo de transformación en fundación de carácter especial, a más de revestir una índole puramente voluntaria, constituye el medio para evitar la extinción de la entidad en cuestión, toda vez que se encuentra estatuido, en términos generales, que «*la revocación de la autorización llevará implícita la disolución de la entidad y la apertura del período de liquidación, que se desarrollará conforme a las normas y estatutos por los que se rija aquélla*» (art. 57 bis.4 LOB).

Por otra parte, la ordenación vigente establece incorrectamente, bajo el prisma de la ortodoxia técnico-jurídica, la exigencia de un doble acuerdo, cuya adopción compete a la asamblea general de la caja (o de las cajas, de manera conjunta, en el supuesto del art. 6.1, párr. 3.º, RDL 11/2010): de un lado, el de transformación, respecto del que nada más se indica; de otro, el de constitución de la fundación de carácter especial, con aprobación de sus estatutos y designación de su patronato (art. 6.2, párr. 1.º, RDL 11/2010). El planteamiento seguido por el legislador resulta enormemente confuso, amén de gratuitamente complejo, dado que, en puridad, la transformación se opera en virtud de un único acuerdo, en el que deberán constar las previsiones requeridas para la constitución de la fundación cuyo tipo se va adoptar —en este caso, el de la llamada fundación de carácter especial resultante de la transformación de una o varias cajas de ahorro—⁽³⁷⁾.

(37) De conformidad con lo previsto en la legislación general sobre fundaciones (art. 4.1 LF), se previene que «*las fundaciones de carácter especial a las que se refiere el presente real decreto-ley gozarán de personalidad jurídica desde la inscripción de la escritura pública de su constitución en el correspondiente registro. En el caso de las fundaciones de ámbito estatal, dicha inscripción se practicará en el Registro especial que al efecto se constituya en el Ministerio de Economía y Competitividad*» (art. 6.3, párr. 2.º, RDL 11/2010). Tal previsión lleva derechamente a plantear la ardua cuestión de la determinación del régimen jurídico al que debe estimarse sujeta la caja de ahorro transformada hasta tanto se produce la mencionada inscripción. Al efecto cabe señalar que el problema enunciado puede resolverse de dos modos diversos, que nos limitamos a apuntar.

De un lado, cabe considerar que la práctica del asiento registral —de la transformación de la caja de ahorro en fundación de carácter especial en el registro de fundaciones competente— no es simplemente el trámite final del proceso de transformación, del que depende su regularidad y plena eficacia en todas las esferas, sino, más rotundamente, el hito al que se somete la existencia del proceso mismo. De tal forma que, de seguirse esta tesis, habría que concluir que, tanto en la esfera externa como en la interna, el acuerdo de transformación únicamente produciría efectos cuando se lograra su acceso tabular.

De otro, y con una perspectiva más flexible y quizás más matizada, puede estimarse, sin negar el sometimiento de la plena y completa eficacia de la transformación a su inscripción registral, que en la esfera interna el cambio de forma tiene lugar como consecuencia de la adopción del acuerdo de transformación —o, más bien, mediante su formalización en escritura pública, toda vez que la constitución *inter vivos* de las fundaciones debe recogerse en dicho documento público (art. 9.2 LF)—. De manera que, en el mencionado ámbito interno, la normativa propia, tanto legal como convencional, de la forma de destino —en el caso examinado, la de las fundaciones de carácter especial— podría resultar de aplicación desde el precitado instante.

Por último, como colofón a las apreciaciones críticas sucintamente desarrolladas, ha de señalarse que la ordenación legal previene que la transformación requerirá el traspaso de todo el patrimonio afecto a la actividad financiera de la caja —o cajas— de ahorro en cuestión a un banco, rigiéndose dicha segregación por lo previsto en la Ley 3/2009 (art. 6.1, párr. 2.º y 3.º, y 2, párr. 4.º, RDL 11/2010). Pero se pasa por alto que tal segregación no deberá producirse necesariamente, pues habría tenido lugar, en todo caso, con anterioridad a la transformación examinada, cuando la caja hubiera optado previamente por el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de un banco, al que habría debido aportarle todo su negocio financiero (art. 5.1 RDL 11/2010), sin que en tal caso, en cambio, se haya previsto expresamente la sujeción de la operación descrita a la Ley 3/2009⁽³⁸⁾. A tal efecto ha de traerse a la memoria que la pérdida del control de la entidad bancaria a través de la cual se llevase a cabo el ejercicio indirecto de la actividad financiera determina que la caja —o cajas— de ahorro deba transformarse en fundación de carácter especial (art. 5.7 y 8 RDL 11/2010).

En otro orden de cosas, ha de ponerse de manifiesto que la fundación de carácter especial resultante de la transformación analizada podrá ser de competencia estatal o de competencia autonómica. A tal propósito, en consonancia con la distribución de competencias en materia de fundaciones, se señala que «*corresponde al Estado la supervisión y control de las fundaciones de carácter especial a las que se refiere el presente Real Decreto-ley, cuyo ámbito de actuación principal exceda el de una Comunidad Autónoma, a través del Protectorado que será ejercido por el Ministerio de Economía y Competitividad*» (art. 6.3, párr. 1.º, RDL 11/2010)⁽³⁹⁾.

Llegados a este punto, no son pocas las objeciones que cabe formular al planteamiento general adoptado por el legislador.

De antemano, ha de señalarse que el calificativo de especial empleado para definir el tipo de fundación examinado resulta, en puridad, mucho más apropiado para las cajas de ahorro, supuesto que estas últimas entidades constituyen una manifestación singular de fundación-empresa cuyos rasgos distintivos la separan de la categoría general de la persona jurídica fundación en mucha mayor medida que a las denominadas fundaciones de carácter especial objeto del presente estudio.

A la vista de lo expuesto pudiera tal vez pensarse que la consideración de la entidad resultante de la transformación como fundación de carácter especial obedece a la previsión de una futura regulación de dicho instituto —por la vía del desarrollo reglamentario de la parca regulación legal, o por medio de la aprobación de una específica

(38) ALONSO UREBA, A., «Los grupos de interés de las cajas y la composición del consejo de administración de las sociedades anónimas bancarias», en MÉNDEZ, J.M. (coord.), *Cajas de ahorros: nueva normativa*, FUNCAS, Madrid, 2010, p. 220.

(39) En este sentido ha de señalarse que en los distintos Estatutos de Autonomía se confiere una sedicente competencia exclusiva de la respectiva Comunidad Autónoma sobre las fundaciones que realicen principalmente sus actividades en el ámbito territorial autonómico de que en cada caso se trate, con la salvedad de Canarias, Cataluña, Galicia y Navarra, donde la competencia autonómica sobre fundaciones viene definida en términos diversos (sobre el tema, LA CASA, R., *op. cit.*, pp. 57-72).

ordenación contenida en una norma con rango de ley, o de ambos modos descritos— mediante la que, al cabo, venga a dotarse de un estatuto jurídico singular a esta clase de fundaciones.

Empero, no se advierte la necesidad de la aprobación de dicha normativa particular, más allá de alguna previsión relativa al ejercicio del Protectorado o a la obligatoriedad de la inscripción en determinados registros públicos. A lo que habrá de sumarse, en todo caso, la eventual sujeción de estas fundaciones al régimen disciplinario previsto para los titulares de participaciones significativas en entidades de crédito (véanse arts. 1.1, párr. 2.º, y 56 a 62 LDIEC). Por lo demás, ha de reseñarse que la regulación general vigente sobre el ejercicio de actividades económicas por las fundaciones resulta abiertamente permisiva, pues se establece, entre otros extremos, que podrán participar en sociedades mercantiles en las que no se responda personalmente de las deudas sociales, como es el caso de las sociedades anónimas bancarias, debiendo dar cuenta al Protectorado cuando la participación sea mayoritaria en cuanto dicha circunstancia se produzca (art. 24.1, párr. 2.º, y 2 LF). A mayor abundamiento, no puede pasar por alto que, mucho antes de la promulgación de la normativa analizada, había llegado a producirse el control de un banco por parte de una fundación, sin que tal circunstancia hubiera dado pie a la aprobación de una disciplina especial de dicho fenómeno⁽⁴⁰⁾.

Las consideraciones desarrolladas conducen a enjuiciar negativamente, en términos generales, el indiscriminado sometimiento de la singular clase de fundación examinada a un régimen particular, aun de índole fragmentaria, por el mero hecho de constituir la entidad resultante de la transformación de una caja de ahorro, sin consideración alguna a la magnitud de la participación accionarial ostentada por dicha fundación de carácter especial en el banco en cuestión⁽⁴¹⁾. En este sentido ha de concluirse indicando que los títulos competenciales susceptibles de amparar el dictado de disposiciones estatales sobre esta singular clase de *universitas rerum* serán precisamente los relativos a las fundaciones (art. 149.1.ª, 6.ª, 8.ª, 14.ª y 18.ª CE), no los concernientes a las bases del crédito y la banca, o a las bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (art. 149.1.11.ª y 13.ª CE, respectivamente). Estos últimos podrán amparar, en todo caso, la disciplina del proceso de transformación de las cajas de ahorro, en cuanto entidades de crédito, en fundaciones —de carácter especial según la ordenación vigente—. Y, desde luego, ha de rechazarse, en fin, que la titularidad por una fundación de una participación en el capital de un banco —incluso de carácter significativo o, todavía más, de control— pueda justificar, por sí sola, la calificación de esta clase de entidades como fundaciones de competencia estatal.

(40) En este sentido ha de reseñarse que, en su día, la *Fundación Pedro Barrié de la Maza* era titular de más del 40 por 100 del capital social del *Banco Pastor*. Tras la fusión de la referida entidad con el *Banco Popular* y la posterior macroampliación de capital llevada a cabo por este último en 2012, la *Fundación Pedro Barrié de la Maza* ha pasado a ostentar algo más del 3 por 100 del capital social del *Banco Popular*.

(41) Téngase en cuenta que tal participación podría llegar al extremo de alcanzar el 100 por 100 del capital social del banco en cuestión (PEÑAS, M.J., *op. cit.*, p. 31).

VI. BREVE REFERENCIA FINAL A LA LEGISLACIÓN PROYECTADA

La legislación proyectada, recogida en el *Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias* (en adelante, PLCAFB), cuya suerte final no cabe aventurar en estos momentos, viene a simplificar el panorama sumariamente trazado con anterioridad al contemplar sólo dos clases de entidades, nítidamente diferenciadas, con lo que acaso vendría a culminarse, por fin, el proceso de modificación institucional experimentado en los últimos tiempos por las cajas de ahorro, con la consiguiente derogación tanto de la LORCA como del RDL 11/2010.

i) De un lado, se mantiene la categoría de las cajas de ahorro, que aparecen definidas como entidades de crédito de carácter fundacional y finalidad social, cuya actividad financiera principal se orientará principalmente a la captación de fondos reembolsables y a la prestación de servicios bancarios y de inversión para clientes minoristas y pequeñas y medianas empresas. Su ámbito de actuación se limitará al territorio de una Comunidad Autónoma o a provincias limítrofes entre sí, siempre que no excedan de diez (art. 2.1 PLCAFB). Se pretende con esta restricción que la función social de la entidad esté vinculada a un área geográfica con unas características, peculiaridades y necesidades comunes. Se estrecha así la vinculación entre el lugar de origen de la caja y el territorio que será beneficiario de la función social, lo que permitirá el tradicional arraigo que han tenido las cajas en su lugar de actuación. Además, las cajas no podrán tener un activo total consolidado, según el último balance auditado, superior a 10.000 millones de euros, o una cuota de depósitos por encima del 35 por 100 de los de la Comunidad Autónoma donde operen (art. 34 PLCAFB)⁽⁴²⁾. Estas restricciones al tamaño de las cajas se dicen motivadas por la necesidad de que en ningún caso puedan alcanzar una dimensión que las haga sistémicas. Se trata, por lo tanto, de una medida que busca garantizar la estabilidad del sistema financiero. Se estima que la estructura jurídica de las cajas no permite hacer frente a situaciones de crisis con la agilidad ne-

(42) En los supuestos expresados en el texto la entidad en cuestión deberá traspasar todo el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última y procederá a su transformación en una fundación bancaria (si concurren las condiciones previstas en el art. 32 PLCAFB) o en una fundación ordinaria, según sea el caso (el acuerdo de transformación deberá adoptarse en el plazo de seis meses contados desde el momento en que se verifique el cumplimiento de alguna de las hipótesis descritas, art. 35.2 PLCAFB). En cualquiera de los dos casos, la caja (convertida ya en fundación de un tipo o de otro) perderá la autorización para actuar como entidad de crédito. Debe advertirse que, en caso de que la entidad pertenezca a un grupo por aplicación de cualquiera de los criterios incluidos en el artículo 42 C. de c., los supuestos antes señalados de transformación necesaria se referirán al balance y cuentas consolidados y la obligación de transformación afectará a todas las cajas de ahorros del grupo, que podrán transformarse en tantas fundaciones como cajas existieran (art. 34.3 PLCAFB).

Por su parte, las cajas de ahorro que ejerzan directamente la actividad bancaria que a la (hipotética) entrada en vigor de la Ley no cumplan los requisitos para continuar operando como tales de acuerdo con lo previsto en el artículo 32 PLCAFB dispondrán de un plazo de seis meses para cumplir tales requisitos o, alternativamente, para transformarse en fundación. A este último efecto traspasarán todo el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última y se transformarán en una fundación bancaria o, en su caso, ordinaria, perdiendo su condición de entidad de crédito (disposición adicional segunda PLCAFB). Y, por tanto, en el caso de las cajas de ahorro que aún estuvieran desarrollando directamente actividades financieras, habrán de cesar en tal ejercicio.

cesaría debido a las dificultades con que cuentan para atraer capitales. Por ello, se reputa preciso evitar que las cajas tengan un tamaño excesivo y puedan poner en peligro el sistema financiero.

Por su parte, el entramado orgánico permanece sustancialmente inalterado, pues se previene que la administración, gestión, representación y control de las cajas de ahorro corresponderá a la Asamblea general, el Consejo de administración y la Comisión de control (véanse arts. 3 a 31 PLCAFB), si bien se introducen relevantes modificaciones en su composición a fin de reducir la influencia de las Administraciones públicas y de las entidades y corporaciones de Derecho público en el desenvolvimiento de las cajas (véase, especialmente, art. 4.3 PLCAFB). Adicionalmente, en el seno del Consejo de administración, se constituirán las Comisiones de inversiones, de retribuciones y nombramientos y de obra social (arts. 28 a 30 PLFBCA). El *Proyecto de Ley de cajas de ahorros y fundaciones bancarias* realiza también un importante ejercicio de profesionalización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorro, aspecto cuya necesidad ha sido reiteradamente puesta de relevancia tanto a nivel internacional como nacional, en consonancia con una de las grandes orientaciones de política legislativa que en los últimos tiempos han presidido la reforma del régimen de las cajas de ahorro. A tal propósito destaca la previsión por cuya virtud la mayoría de los miembros del consejo de administración deberán ser vocales independientes (art. 15.3 PLCAFB).

Al cabo, como puede observarse, la legislación proyectada se ordena preferentemente a restringir el ámbito operativo de las cajas de ahorro, en lo que ha sido calificado como una vuelta a los límites originales de estas instituciones en lo referido a su actividad financiera. En todo caso, las cajas de ahorro vendrían a conservar, a grandes rasgos, su configuración tradicional.

ii) De otro, se introduce la novedosa categoría de la fundación bancaria, entendiendo por tal aquella que mantenga una participación en una entidad de crédito que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 por 100 del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que le permita nombrar o destituir algún miembro de su órgano de administración (art. 32.1 PLCAFB). Aunque no se diga expresamente, las fundaciones bancarias no son entidades de crédito y, por tanto, no pueden ejercer de manera típica y habitual la actividad crediticia. La fundación bancaria tendrá finalidad social y orientará su actividad principal a la atención y desarrollo de la obra social y a la adecuada gestión de su participación en una entidad de crédito (art. 34.2 PLCAFB). Asimismo, las fundaciones bancarias podrán utilizar en su denominación social y en su actividad las denominaciones propias de las cajas de ahorro de las que procedan (art. 34.3 PLCAFB). Por lo demás, quedarán sujetas supletoriamente a la normativa general de fundaciones (art. 33 PLCAFB), a lo que se añade el establecimiento de una obligación de transformación de las cajas de ahorro en fundaciones bancarias en ciertas circunstancias, así como el procedimiento para llevarla a efecto (arts. 34 a 36 PLCAFB)⁽⁴³⁾. Quiere decirse, por tanto, que en función del grado de participación que ostenten en un banco las actuales fundaciones de carácter especial pasarán a ser, bien fundaciones ordinarias

(43) Véase la nota anterior.

de régimen general⁽⁴⁴⁾, bien fundaciones bancarias, en orden a lo cual tendrían que proceder a la correspondiente transformación⁽⁴⁵⁾. Lo propio habrían de hacer asimismo las cajas de ahorro que, de acuerdo con el marco normativo en vigor, ejercieran de modo indirecto la actividad financiera⁽⁴⁶⁾. De todos modos, el estatuto jurídico de las fundaciones bancarias no es uniforme, pues se establecen determinadas particularidades en función del grado de participación de la fundación en el banco en cuestión. En este sentido se ha optado por la adopción de un esquema escalonado, de tal forma que ciertas obligaciones solo serán de aplicación a aquellas fundaciones bancarias que tengan una participación cualificada o de control en una entidad de crédito⁽⁴⁷⁾.

(44) En este sentido ha de ponerse de manifiesto que, en la ordenación proyectada, la novedosa categoría de la fundación bancaria se contraponen a la de fundación ordinaria. Estas últimas son fundaciones de régimen general sin particularidad especial. Se caracterizan frente a las fundaciones bancarias porque su (eventual) participación en una entidad de crédito no alcanza el 10 por 100 del capital ni de los derechos de voto ni les permite nombrar o destituir algún miembro de su órgano de administración. En todo caso, las fundaciones ordinarias que adquieran una participación en una entidad de crédito que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 por 100 del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que le permita nombrar o destituir algún miembro de su órgano de administración deberán transformarse en fundaciones bancarias (art. 36 PLCAFB). Naturalmente, estas fundaciones ordinarias no tienen la consideración de entidad de crédito y no pueden desarrollar la actividad bancaria.

(45) Las fundaciones de carácter especial que se hubieran constituido de acuerdo con lo previsto en el artículo 6 RDL 11/2010 se transformarán en fundaciones bancarias en el plazo de seis meses computados desde la fecha de entrada en vigor de la Ley (llegado el caso de su aprobación), siempre que su participación en una entidad de crédito supere los niveles previstos en el artículo 32 PLCAFB. En otro caso se transformarán en fundaciones ordinarias (disposición adicional primera PLCAFB). Por su parte, las fundaciones ordinarias que a la entrada en vigor de la Ley (si el Proyecto finalmente llega a serlo) mantengan una participación en una entidad de crédito que alcance los niveles previstos en el artículo 32 PLCAFB, solo tendrán que transformarse en fundaciones bancarias en el caso de que incrementen su participación en la entidad de crédito y en el plazo de seis meses computados desde la fecha en que se produzca tal incremento (disposición adicional primera PLCAFB).

(46) A tal propósito ha de tenerse en cuenta que las cajas de ahorro que, a la entrada en vigor de la Ley (si el Proyecto llega efectivamente a ser aprobado) ejerzan su actividad como entidad de crédito a través de una entidad bancaria, habrán de transformarse, en el plazo de un año, en una fundación bancaria u ordinaria según corresponda (en realidad, en la medida en que normalmente ostentarán el 25 por 100 de los derechos de voto, deberán transformarse en fundaciones bancarias). Hasta ese momento les será de aplicación la LORCA y su normativa de desarrollo, así como, en su caso, las disposiciones del RDL 11/2010 (disposición transitoria única PLCAFB; este mismo precepto contiene normas —éstas verdaderamente transitorias— referidas a las cajas que estuvieran inmersas en procesos de transformación en fundaciones de carácter especial, que ahora serán de transformación en fundaciones ordinarias o bancarias, según sea el caso).

(47) En este sentido se establece que las fundaciones bancarias que posean una participación igual o superior al 30 por 100 del capital en una entidad de crédito o que les permita el control de la misma por aplicar cualquiera de los criterios del artículo 42 C. de c. elaborarán, de forma individual o conjunta, un denominado *protocolo de gestión de la participación financiera* (art. 43 PLCAFB) y tendrán que presentar anualmente al Banco de España, para su aprobación, un plan financiero en el que determinen la manera en que harán frente a las posibles necesidades de capital en que pudiera incurrir la entidad en la que participan y los criterios básicos de su estrategia de inversión en entidades financieras (art. 44.1 PLCAFB).

Por su parte, en el caso de fundaciones bancarias que posean una participación igual o superior al 50 por 100 en una entidad de crédito o que les permita el control de la misma en los términos del art. 42 C. de c., el plan financiero deberá ir acompañado adicionalmente de un plan de diversificación de inversiones y de gestión de riesgos, la dotación de un fondo de reserva para hacer frente a posibles necesidades de recursos propios de la entidad de crédito participada que no puedan ser cubiertas con otros recursos y cualquier

La necesidad de establecer un régimen jurídico sistemático, desde una perspectiva financiera, para las fundaciones bancarias obedece, según el planteamiento adoptado en la legislación proyectada, a que la fundación bancaria está llamada a ser un actor principal presente en gran parte de las entidades de crédito de nuestro país, algunas de ellas sistémicas; por tanto, se incrementa la posibilidad de que un funcionamiento inadecuado de estas entidades tengan consecuencias para la estabilidad del sistema financiero. En la medida en que cuentan con participaciones significativas, e incluso de control, en entidades financieras, se considera que el legislador no puede ignorar el régimen jurídico de este tipo de fundaciones. Antes al contrario, se estima preciso que las fundaciones bancarias sean objeto de una regulación similar, de carácter básico (art. 1 PLCAFB), a la que el Estado ha dictado en relación con el resto de las entidades de crédito. Solo de esta manera, viene a concluirse, se garantiza una adecuada ordenación del crédito en nuestro país.

Sin embargo de lo expuesto, nos permitimos poner una vez más en entredicho que el Estado pueda invocar la competencia exclusiva sobre las bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (art. 149.1.13.^a CE), o, muy especialmente, sobre las bases de la ordenación del crédito y la banca (art. 149.1.11.^a CE), para amparar, en su totalidad, el dictado de la normativa proyectada sobre esta novedosa categoría de las fundaciones bancarias, toda vez que estas peculiares entidades se limitan a ostentar una participación significativa en un banco, sin llevar a cabo de modo directo el ejercicio de la actividad crediticia, y se ajustan en sus rasgos esenciales al modelo de fundación constitucionalmente reconocido (art. 34 CE), máxime si se tiene en cuenta la evolución últimamente experimentada por dicho instituto (véase, sobre todo, art. 24 LF). Por ello, cabría sostener razonablemente que los títulos competenciales fundadores de la regulación estatal de la materia analizada habrían de ser más bien, preferentemente, los relativos a las fundaciones (art. 149.1.1.^a, 6.^a, 8.^a, 14.^a y 18.^a CE).

A la vista de lo indicado ha de reseñarse finalmente que en el régimen proyectado sólo las cajas de ahorro en sentido estricto podrán seguir desarrollando el negocio bancario. Las fundaciones bancarias y las ordinarias, privadas ya de la condición de entidad de crédito, no ejercerán actividades financieras, con excepción de lo previsto en relación con los montes de piedad, pues éstos podrán adscribirse a la obra social de las cajas de ahorro, a las fundaciones bancarias u ordinarias, o a las entidades de crédito controladas por las fundaciones bancarias en los términos del artículo 44.3 PLCAFB (disposición adicional quinta PLCAFB).

otra medida que, a juicio del Banco de España, se considere necesaria para garantizar la gestión sana y prudente de la entidad de crédito participada y la capacidad de ésta de cumplir de forma duradera con las normas de ordenación y disciplina que le sean aplicables (art. 44.3 PLCAFB). Cuando estas fundaciones bancarias acudan a procesos de ampliación del capital social de la entidad de crédito participada no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes a aquella parte del capital adquirido que les permita mantener una posición igual o superior al 50 por 100 o de control; no obstante, el Banco de España podrá dispensar excepcionalmente de tal prohibición en caso de que la entidad bancaria participada se halle en alguno de los procesos de actuación temprana, reestructuración o resolución previstos en la Ley 9/2012 (disposición adicional octava PLCAFB). Además, los acuerdos de reparto de dividendos en las entidades de crédito controladas por una fundación bancaria de este tipo estarán sujetos al quórum de constitución reforzado establecido en el artículo 194 TRLSC y deberán adoptarse por mayoría de, al menos, dos tercios del capital presente o representado en la junta (disposición adicional octava PLCAFB).

LAS RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES Y SU RELACIÓN CON LOS PRINCIPIOS CONFIGURADORES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA (*)

BLANCA VILLANUEVA GARCÍA-POMAREDA

Doctora en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Abogada

RESUMEN

La libre transmisibilidad de las acciones se concibe como un principio configurador de la sociedad anónima. En el trabajo se explican las cláusulas que pueden restringir esta transmisibilidad y los límites y requisitos que han de respetar. Asimismo, se analizará la posible incidencia de las limitaciones a la transmisibilidad en las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Palabras clave: acciones, transmisibilidad, restricciones estatutarias, pactos parasociales, principio configurador, sociedad cerrada.

ABSTRACT

Free transferability of shares is deemed as a defining principle of corporations. This paper explains the clauses that enable such restriction for transferability and the limits and requirements to be met. Moreover, it shall assess the impact of restrictions of transferability within structural modifications of corporations.

Keywords: shares, transferability, restrictions in by-laws, shareholders' agreements, defining principle, close corporation.

SUMARIO

- I. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DEL TRABAJO.
- II. LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES COMO PRINCIPIO CONFIGURADOR DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.
- III. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES.
 1. Restricciones estatutarias y sobre acciones nominativas.
 2. Tipos de restricciones.
 3. Restricciones a la libre transmisibilidad en pactos de accionistas.
 4. El respeto del límite: que no haga prácticamente intransmisible la acción.

(*) Mis agradecimientos a la Profesora GALÁN LÓPEZ del Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid por su generosidad y por su revisión final del trabajo.

IV. LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE SOCIEDADES Y RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE ACCIONES.

1. **Transmisión de acciones derivadas de modificaciones estructurales.**

2. **Las cláusulas de Lock-up en la transformación.**

- 2.1. Las cláusulas de Lock-up en la sociedad limitada y en la sociedad anónima.
- 2.2. Cláusulas estatutarias o cláusulas contractuales.
- 2.3. Las cláusulas de Lock-up en la transformación societaria.

V. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO DE LAS CLÁUSULAS LIMITATIVAS A LA TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES.

I. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DEL TRABAJO

Ya se han cumplido tres años desde la publicación del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprobó el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), que refundió en un único texto la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, los preceptos del Código de Comercio relativos a la sociedad comanditaria por acciones (arts. 151 a 157) y los artículos de la Ley del Mercado de Valores sobre las sociedades cotizadas (arts. 111 a 117, con excepción de los apartados 2 y 3 del art. 114 y arts. 116 y 116 bis).

La exposición de motivos de la LSC partía de la separación existente entre, por un lado, los conceptos teóricos de la sociedad anónima y de la sociedad limitada y, por el otro, los conceptos reales. Esto es, pese a concebirse en el plano teórico la sociedad anónima como una sociedad naturalmente abierta con un rígido sistema de defensa del capital social, que actuaba como garantía para los acreedores sociales y, la sociedad limitada, como una sociedad esencialmente cerrada en la que frente a la rigidez del sistema de defensa del capital social de la sociedad anónima se imponía un régimen de responsabilidad y de mayor flexibilidad de la normativa, la realidad nos enseñaba —tal y como señala la exposición de motivos de la LSC— que dicha contraposición entre sociedades abiertas y cerradas no era absoluta, por cuanto numerosas sociedades anónimas incluían en sus estatutos cláusulas limitativas a la libre transmisibilidad de las acciones. Esta circunstancia no pasó desapercibida al legislador español y, en este sentido, señala la exposición de motivos de la LSC que «se produce así, en ese plano de la realidad, una superposición de formas sociales, en el sentido de que para unas mismas necesidades —las que son específicas de las sociedades cerradas— se ofrece a la elección de los particulares dos formas sociales diferentes, concebidas con distinto grado de imperatividad, sin que el sentido de esa dualidad pueda apreciarse siempre con claridad».

Pese a la crisis y al acercamiento de estas formas sociales, sin embargo, no puede ignorarse que existen algunas diferencias esenciales entre la sociedad anónima y la limitada. Así, a título de ejemplo, frente a la emisión de acciones por la primera, se emi-

ten participaciones sociales por la segunda (art. 90 LSC); frente a la condición de socio en la sociedad limitada se ostenta la condición de accionista en la sociedad anónima. Además, ambos tipos sociales se diferencian por sus principios configuradores que, aunque no se encuentran tasados legalmente, operan en el Derecho societario como límite a la autonomía de la voluntad (art. 28 LSC).

En el presente trabajo nos detendremos en analizar uno de los elementos que distingue a la sociedad anónima de la sociedad limitada. Nos referimos al régimen de transmisión de acciones y de participaciones sociales. Comenzaremos con la exposición del principio configurador de la sociedad anónima consistente en la libre transmisibilidad de las acciones y a continuación nos referiremos a la posibilidad de incluir al amparo de la autonomía de la voluntad, limitaciones a esa libertad. En cualquier caso, tales restricciones deberán respetar los límites impuestos por la Ley y por los principios configuradores de la sociedad anónima. En definitiva, se encuentran condicionadas por la esencia y la naturaleza del tipo social. Explicaremos también el papel que pueden jugar las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones en ciertas modificaciones estructurales, en las que se produce la transmisión en bloque y por sucesión universal del patrimonio de una sociedad a otra, en el que podrían incluirse acciones o participaciones en una tercera sociedad —ajena a la fusión— en cuyos estatutos sociales figurasen cláusulas limitativas a la transmisibilidad de las acciones. Asimismo, nos referiremos al alcance de una cláusula concreta —la de bloqueo o *Lock-up*— en el caso de transformación societaria. Para terminar, se expondrán con concisión las distintas tesis mantenidas por la doctrina y por los tribunales sobre los efectos de una transmisión de acciones realizada en contravención del régimen limitativo previsto en los estatutos de la sociedad anónima o en los pactos parasociales.

II. LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES COMO PRINCIPIO CONFIGURADOR DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

El análisis de las cláusulas limitativas a la transmisibilidad de las acciones impide ignorar una premisa: la concepción de la libre transmisibilidad de las acciones como un principio esencial y configurador de la sociedad anónima⁽¹⁾.

Los principios configuradores de los distintos tipos de sociedades de capital no se han identificado expresamente por el legislador pero, como hemos apuntado, limitan la autonomía de la voluntad de los socios. Han de respetarse en la constitución de la sociedad, porque en la escritura y en los estatutos no se podrán incluir los pactos y condiciones que los fundadores consideren convenientes si contrarían tales principios (art. 28 LSC)⁽²⁾. También deberán observarse durante el desarrollo de la vida de la sociedad,

(1) V., la STS de 14 de marzo de 2013 (RJ 2013, 2421) que señala que el principio de estabilidad del capital social que supone que no se reconozca a los accionistas un derecho de desinversión y rescate de sus aportaciones es lo que justifica el principio de transmisibilidad de las acciones «para evitar que (el accionista) se encuentre vinculado de forma permanente a la sociedad».

(2) Al respecto, v., VAQUERIZO, A. «Art. 28 LSC», en *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Dir. Rojo y Beltrán), tomo I, Cizur Menor, (2010), pp. 394-396.

ya que los socios reunidos en junta general no podrán adoptar válidamente acuerdos contrarios a dichos principios y, en consecuencia, al orden público y, si lo hacen, podrán ser declarados nulos (art. 205.1 LSC)⁽³⁾.

Más discutible resulta la operatividad de los principios configuradores de los tipos sociales en los pactos parasociales. Algunos autores han considerado que tales principios también deben respetarse en estos pactos y, por tanto, limitan la autonomía contractual de los socios⁽⁴⁾. Por el contrario, otro sector ha distinguido entre normas de *ius cogens* y normas de *ius imperativum* (5). En el ámbito del Derecho de sociedades, las primeras serían aquéllas que proceden de la regulación de un tipo concreto de sociedad. Las segundas, aquéllas que no son específicas de un tipo, sino que se extienden a través del Derecho de sociedades. A juicio de este sector doctrinal, para enjuiciar la licitud de los pactos parasociales habrá que atender solo al *ius imperativum*, mientras que las normas de imperatividad tipológica o normas específicas de la organización de un tipo social concreto (*ius cogens*), no constituyen un límite para la autonomía privada en el marco parasocial. Por último, existiría una opinión ecléctica, que sostiene que no se podrán adoptar pactos contrarios a normas imperativas que tengan por finalidad proteger intereses de terceros no firmantes del pacto, mas sí serán lícitos aquéllos que sean contrarios a normas imperativas que traten de proteger derechos individuales del socio firmante⁽⁶⁾.

El Tribunal Supremo ha identificado a los principios configuradores de los tipos sociales con el orden público⁽⁷⁾. El orden público es un concepto jurídico indeterminado del que han proliferado numerosas interpretaciones doctrinales y jurisprudenciales, tanto en el ámbito del Derecho contractual⁽⁸⁾ como en el del Derecho societario. En éste último es mayoritaria la tesis que lo vincula con los principios configuradores del tipo social⁽⁹⁾. De modo que los acuerdos adoptados en junta general contrarios a esos

(3) A continuación nos referiremos a la interpretación vigente que identifica a los principios configuradores de los tipos sociales con el orden público. De manera que los acuerdos que sean contrarios a aquéllos, lo serán también al orden público.

(4) Por todos, GIRÓN TENA, J. *Derecho de Sociedades*, vol. I, Madrid, (1976), p. 54; ALONSO LEDESMA, C. «Pactos parasociales», en *Diccionario de Derecho de Sociedades* (Dir. Alonso Ledesma), Madrid, (2006), p. 856; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. «Pacto parasocial», en *Enciclopedia Jurídica, Básica*, tomo III, Madrid, (1995), p. 4714; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. «Los pactos parasociales anteriores a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia», Eprint (2007-8), p. 20.

(5) Como exponente de esta tesis cabe destacar a PAZ-ARES, C. «La validez de los pactos parasociales», en *Diario La Ley*, núm. 7714, Sección Tribuna, (2011).

(6) VAQUERIZO, A. «Art. 29 LSC», *cit.*, pp. 404-405 que considera válido un pacto parasocial que establezca la prohibición de transmitir la condición de accionista en un determinado periodo de tiempo.

(7) Sobre la identificación de los principios configuradores de las sociedades con el orden público v., la STS de 28 de noviembre de 2005 (RJ 2006, 1233).

(8) El orden público se ha definido como el conjunto de principios básicos en que se fundamenta la organización política y administrativa del Estado y la tutela de los derechos y libertades esenciales de los ciudadanos. V., la cita jurisprudencial que incluye BERCOVITZ, V. «Art. 1255 CC», en *Comentarios al Código Civil*, (Dir. Bercovitz, R.), 3.ª ed., Cizur Menor, (2009), p. 1479.

(9) Sobre el concepto de orden público aplicable en la impugnación de acuerdos sociales han convivido diversas interpretaciones de carácter amplio y restringido. Las expone de manera detallada con

principios serán nulos por vulnerar el orden público. Nulidad insanable y que, por tanto, podrá ser invocada en cualquier momento para impugnar esos acuerdos (art. 205.1 LSC). Como ejemplo de acuerdo contrario al orden público cabría citar aquél por el que los accionistas, reunidos en junta general, modificaran los estatutos en el sentido de prohibir la transmisión de las acciones con carácter indefinido o, en la sociedad limitada, aquél por el que los socios establecieran la libertad absoluta de transmisión de participaciones sociales a terceros ajenos a los que ostentaran la condición de socios en la fecha en que se adoptara el acuerdo.

Como decíamos al comenzar este epígrafe, la libre transmisibilidad de las acciones se ha concebido como un principio configurador de la sociedad anónima, como prototipo de sociedad de capital en la que el elemento personal de los titulares de las acciones resultaría indiferente⁽¹⁰⁾. Este principio permite distinguirla de la sociedad limitada, en la que la identidad de los socios sí es relevante, tiene carácter cerrado y, de ahí, la limitación natural en la transmisibilidad de las participaciones sociales⁽¹¹⁾. No obstante, pese al carácter personalista de la sociedad limitada, no puede asimilarse a las sociedades personalistas. La sociedad limitada constituye un tipo de sociedad de capital y, por tanto, cumple los elementos característicos de ésta —la existencia de un capital social aportado por los socios a la sociedad que actúa como garantía para los acreedores, la separación entre el patrimonio de la sociedad y el de los socios y la existencia de una estructura corporativa y orgánica—⁽¹²⁾.

numerosas referencias SÁNCHEZ CALERO, F. *La junta general en las sociedades de capital*, 2.ª ed., Cizur Menor, (2007), pp. 368-370. Por su parte, URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y MUÑOZ PLANAS, J.M. «La junta general de accionistas», en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Dir. Uría, R. Menéndez, A. y Olivencia, M.), tomo V, Madrid, (1992), p. 327 señalan que junto al orden público basado en los principios configuradores de la sociedad, existe el que dimana de otros principios generales extracorporativos. La STS de 28 de noviembre de 2005 (RJ 2006, 1233) ya citada, señala la conveniencia de interpretarlo en la impugnación de acuerdos sociales en sentido restrictivo, pues supone la excepción a la regla de caducidad, ya que si se hiciera de otro modo «podría suceder que un concepto lato generara tal ampliación de las posibilidades de impugnación que bien pudiera destruirse la regla de la caducidad de la acción de impugnación, sin duda establecida en seguridad del tráfico». Partidario de la interpretación restrictiva de los principios configuradores y, en consecuencia, del orden público, VAQUERIZO, A. «Art. 28 LSC», *cit.*, p. 395.

(10) Entre los autores, v., por todos, GARRIDO DE PALMA y SÁNCHEZ GONZÁLEZ «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en *Estudios sobre la sociedad anónima*, (Dir. Garrido de Palma), Madrid, (1991), p. 43; GALÁN LÓPEZ, C. «Acciones (Restricciones a la libre transmisibilidad)», en *Diccionario, cit.*, p. 77. En igual sentido, la RDGRN de 17 de mayo de 1993 (RJ 1993, 3928) y la SAP de Madrid de 6 de febrero de 2012 (JUR 2012, 113948) que señalaba que «la transmisibilidad de las acciones es una de las características esenciales de la sociedad anónima y uno de sus principios configuradores». En sentido contrario, RECALDE CASTELLS, A. «Art. 63 LSA de 1989», en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, (Dir. Arroyo, Embid y Góriz), vol. I, 2.ª ed., Madrid, (2009), p. 649.

(11) V., la STS de 14 de marzo de 2013 (RJ 2013, 2421) que afirma que la sociedad limitada tiene carácter híbrido y en ella deben convivir en armonía elementos personalistas y capitalistas, siendo la autonomía de la voluntad de los socios la que pueda adecuar el régimen aplicable a sus específicas necesidades y conveniencias.

(12) V. MARTÍNEZ ROSADO, J. «Sociedad de capital», en *Diccionario, cit.*, pp. 1208-1209.

Pese a esta separación teórica, la realidad es que ambos tipos sociales —sociedad anónima y limitada— están llamados a servir a intereses muy variados e, incluso, pueden coincidir para unas mismas necesidades. Por supuesto, no en la sociedad cotizada donde la sociedad anónima obtiene el monopolio (art. 495 LSC). Monopolio que no solo deriva de exigencia legal sino porque el modelo de la sociedad limitada no podría satisfacer las exigencias de este «tipo» de sociedades. Mas las sociedades de mediano tamaño podrán constituirse en sociedades limitadas o en sociedades anónimas, que podrán modular su carácter cerrado o abierto mediante la inclusión en los estatutos de cláusulas limitativas a la transmisibilidad de las acciones en la sociedad anónima o mediante la incorporación de cláusulas más flexibles en la transmisión de las participaciones sociales en la sociedad limitada. No obstante, existe un límite infranqueable, que se encontraría en la esencia de la sociedad, en el principio configurador de la misma y que será el que imponga los límites a tales cláusulas⁽¹³⁾. Por esta razón, el legislador español señala que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción (art. 123.2 LSC) y, paralelamente, afirma que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos «inter vivos» (art. 108.1 LSC). El *quid* de la cuestión, como el lector se habrá percatado, será determinar cuándo éstas hacen prácticamente libre la transmisión o, por el contrario, la hacen prácticamente intransmisible. Su determinación corresponde en última instancia a los Tribunales o, en caso de sumisión a arbitraje, a los árbitros, a quienes se impone el gravamen de llenar de contenido a estos enunciados legales. Deberán hacerlo en atención a las circunstancias concretas concurrentes en cada sociedad, pues, por ejemplo, no tendrá la misma trascendencia una cláusula estatutaria de prohibición de transmitir las acciones en una sociedad anónima constituida por tiempo indefinido que en una sociedad constituida por diez años.

Ante la dificultad de interpretar las cláusulas estatutarias limitativas a la transmisibilidad de las acciones en la sociedad anónima a la luz del principio esencial de transmisibilidad de las acciones, se ha impuesto la doctrina del Tribunal Supremo consistente en realizar una interpretación restrictiva de su alcance⁽¹⁴⁾. Interpretación que se justificaría por la necesidad de salvaguardar el principio configurador de la sociedad anónima de libre transmisión de la condición de accionista y por el principio general de que toda norma limitativa o restrictiva de derechos debe ser objeto de una interpre-

(13) Al respecto, v. la STS de 10 de enero de 2010 (RJ 2011, 1800), si bien con el voto particular del Exmo. Sr. D. Rafael Gimeno-Bayón, que declara que en ningún caso habrán de admitirse las cláusulas estatutarias que conviertan a una sociedad anónima en una sociedad cerrada o esencialmente personalista.

(14) En este sentido, las SSTs de 14 de junio de 1988 (RJ 1988, 4877); de 15 de junio de 1994 (RJ 1994, 4822); de 2 de noviembre de 2012 (RJ 2012, 10422). Igualmente, la SAP de Almería de 5 de octubre de 2004 (JUR 2006, 39403) que se muestra partidaria de tal interpretación restrictiva de las cláusulas estatutarias, partiendo en todo caso, de su literalidad. En este mismo sentido, v. la Sentencia del Juzgado Mercantil de Barcelona núm. 3 de 26 de junio de 2006 (AC 2007, 864) que resuelve el conocido caso CORPORACIÓN UNILAND, S.A. que declaró que las transmisiones indirectas de acciones no quedaban afectadas por la limitación estatutaria a la libre transmisibilidad y que «el criterio que debe presidir la interpretación de las normas estatutarias que limitan la transmisión de las acciones debe evitar una interpretación analógica o extensiva que amplíe los supuestos de restricción de la transmisión que prevean expresamente los Estatutos».

tación estricta⁽¹⁵⁾. No obstante, entendemos que son de plena aplicación los principios de interpretación de las normas jurídicas (art. 3.1 Código Civil, [en adelante, CC]), por cuanto los estatutos sociales son la norma de funcionamiento interno de cada sociedad, así como los principios de interpretación de los contratos (art. 1281 y ss. CC), en cuanto naturaleza contractual de éstos⁽¹⁶⁾ y, por supuesto, de los pactos entre accionistas, en los que es habitual la inclusión de cláusulas reguladoras de la transmisibilidad de las acciones⁽¹⁷⁾.

En suma, habrá que atender a la literalidad de las cláusulas y, en caso de que ésta no permita una interpretación unívoca, considerar otros elementos como el marco en el que se introdujeron, el carácter más cerrado o abierto de la sociedad (p. ej. si es familiar y su capital social se divide en pocos socios), los actos previos que hubieran tenido lugar en relación con otras transmisiones de acciones que guardasen semejanza o identidad con la que se discutiera en el momento concreto o, incluso, la identidad del sujeto adquirente. La identidad del adquirente no es cuestión baladí en algunos casos, como por ejemplo, cuando éste sea una persona jurídica competidora de la sociedad en cuyos estatutos figure la cláusula limitativa. La adquisición de acciones por una sociedad competidora —ya sea por transmisión directa o indirecta de acciones— puede ser perjudicial para la sociedad y ello deberá considerarse, en caso de duda, a la hora de llenar de contenido a las cláusulas limitativas que tuvieran sus estatutos sociales o los pactos entre accionistas. De lo expuesto se deduce que la intención de los accionistas y la finalidad de la cláusula jugarán un papel fundamental en su interpretación.

III. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES

Expuesto el principio configurador de la libre transmisibilidad de acciones en la sociedad anónima, nos detendremos en analizar los distintos requisitos que han de cumplir las cláusulas restrictivas, así como los tipos existentes⁽¹⁸⁾. En la última parte del epígrafe, nos referiremos a la posibilidad de que estas cláusulas se incluyan no solo en los estatutos sociales de la sociedad sino también en pactos de accionistas. La eficacia de las cláusulas de los pactos de accionistas y de las estatutarias no es la misma, ya

(15) En sentido contrario, PERDICES HUETO, A. «Art. 123 LSC», en *Comentario, cit.*, p. 992 que apunta que «no se puede admitir la precomprensión de que por limitar derechos ha de ser restrictiva».

(16) MOYA, J. «Art. 23 LSC», *cit.*, p. 355 que señala que la caracterización de los estatutos es la propia del contrato de constitución de sociedad del que forman parte.

(17) Al respecto, v. la SAP de Barcelona de 9 de septiembre de 2009 (AC 2009, 2205) que aplica los criterios sistemático y gramatical en la interpretación de una cláusula estatutaria limitativa de la transmisibilidad de las acciones.

(18) La SAP de Vizcaya de 27 de abril de 2001 (JUR 2001, 301893) expone las dos finalidades que están llamadas a cumplir las cláusulas limitativas. En primer lugar, cerrar el círculo societario a terceros extraños que puedan irrumpir la privacidad de las sociedades pequeñas y medianas integradas por pocos socios y, en muchos casos, familiares. En segundo lugar, para lo que destaca la utilización primordial de las cláusulas de preferencia, el mantenimiento del equilibrio entre los diferentes grupos de accionistas o, incluso, el mantenimiento del propio grupo de control de modo que no se produzca dispersión de acciones.

que frente a la, en principio, eficacia *inter partes* de las primeras se impone el alcance *erga omnes* de las segundas.

1. Restricciones estatutarias y sobre acciones nominativas

El artículo 123.1 LSC comienza señalando que sólo serán válidas frente a la sociedad las restricciones o condicionamientos a la libre transmisibilidad de las acciones cuando recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos⁽¹⁹⁾. Este precepto no excluye la licitud y validez de otras cláusulas restrictivas o condicionantes de la transmisibilidad de las acciones que figuren en pactos parasociales, pero éstas no serán oponibles frente a la sociedad. Las analizaremos en el último apartado de este epígrafe.

El citado precepto exige que las restricciones recaigan sobre acciones nominativas. Dicha expresión es evidente, por cuanto no es posible controlar la transmisión de los títulos al portador. Éstos se caracterizan por el anonimato y, por tanto, por la imposibilidad de que la sociedad controle su transmisión. Por ello, las cláusulas restrictivas sobre estos títulos carecerían de eficacia alguna. Por tanto, el marco natural en el que pueden operar las cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad será el de las acciones nominativas, en las que, en el supuesto de que se emitiera el título, figuraría el nombre de su propietario y la restricción a su transmisibilidad. Pero es que además y lo que es más relevante, la sociedad debe llevar un libro registro de acciones nominativas en el que se indicarán los datos de identificación de los sucesivos titulares de las mismas y de las transferencias (art. 116 LSC). La importancia de este libro registro es indiscutible, por su carácter legitimador, pues la sociedad solo reputará accionista a quien se halle inscrito en él (art. 116.2 LSC)⁽²⁰⁾. No obstante, la inscripción no produce efectos sanatorios, de modo que la que se haya realizado basada en un negocio ineficaz, no quedará sanada por dicha inscripción. La sociedad tampoco inscribirá las transmisiones de acciones y, en consecuencia, a los nuevos titulares, que se hayan realizado transgrediendo el régimen estatutario limitativo de la transmisión de acciones.

Las restricciones estatutarias también pueden recaer sobre las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta. Así se deduce del artículo 118 LSC en relación con el artículo 113 LSC, que prevén la posibilidad de que en caso de establecer restricciones a la transmisibilidad de las acciones, éstas puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta. La normativa societaria se remite, en cuanto al régimen de esta forma de representación de las acciones, a la normativa reguladora del mercado de valores. De dicho régimen cabe destacar el necesario control de la identidad

(19) El artículo 123.1 LSC reproduce el derogado artículo 63.1 LSA de 1989 con el matiz de que incluye los «condicionamientos» a la transmisibilidad de las acciones. PERDICES HUETO, A. «Art. 123 LSC», *cit.*, p. 990 ha señalado que este matiz carece de mayor significado que una mera pirueta verbal.

(20) Sobre el carácter legitimador de la inscripción en el libro registro, v., la Res. DGRN de 26 de noviembre de 2007 (RJ 2007, 8241).

de los accionistas y de los titulares de esas acciones mediante un sistema de registro contable. La entidad encargada de llevar estos registros (que es una actividad reservada a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar la actividad de depósito y administración de los valores y, en caso de que las acciones se negocien sólo en Bolsas de valores, la llevanza la asumirá la Sociedad de Sistemas) ha de comunicar a la sociedad emisora de las acciones los datos necesarios para que ésta pueda identificar a sus accionistas. Por tanto, se observa que también en este caso es posible el control por la sociedad emisora de la identidad de sus accionistas y, en consecuencia, del cumplimiento, o no, del régimen estatutario de transmisión de las acciones. No obstante, cuando las sociedades coticen en Bolsas de Valores, por exigencia legal, no podrán incluir en sus estatutos cláusulas limitativas a la transmisibilidad de las acciones. Esta imposibilidad deriva de la ley (art. 9.4 RD 1310/2005, de 4 de noviembre por el que se desarrolla la LMV), pero no por el hecho de que se representen las acciones por medio de anotaciones en cuenta sino por la esencia de la sociedad cotizada⁽²¹⁾.

La Ley exige que para que las cláusulas limitativas sean válidas frente a la sociedad figuren expresamente en los estatutos sociales⁽²²⁾. Por tanto, no cabe presumir su existencia de una interpretación amplia de los mismos, sino que deberán preverse en ellos así como su forma de operar. De ahí también la interpretación restrictiva mantenida por el Tribunal Supremo a la que nos hemos referido anteriormente.

Cabe la posibilidad de que no todas las acciones en que se divida el capital social de la sociedad estén afectadas por las restricciones, sino que éstas se podrán aplicar solo a algunas. En principio, las acciones atribuyen a sus titulares los mismos derechos, pero es posible que otorguen derechos diferentes, en cuyo caso las acciones se dividirán en diversas clases (art. 94 LSC). En el caso de que algunas acciones quedaran afectadas por las cláusulas limitativas y otras no, nos encontraríamos con acciones pertenecientes a distintas clases. El artículo 123.1 LSC, al referirse a la inclusión en los estatutos sociales de restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones, establece que no quedarán afectados por tal restricción «los accionistas afectados que no hayan votado a favor de tal acuerdo». A *sensu* contrario, cabe entender que habrá accionistas no afectados, que serán los que sean titulares de acciones a las que no se hayan impuesto limitaciones a su transmisibilidad.

La inclusión de las limitaciones a la transmisibilidad en los estatutos sociales podrá realizarse en la fase de constitución de la sociedad o con posterioridad. En el primer caso, se incluirán con el consentimiento de todos los fundadores, exponiendo el contenido de la restricción y las acciones a las que afectará. En el segundo caso, habrá que atender al régimen de modificación de estatutos.

(21) Sobre el concepto y estatuto de la sociedad anónima cotizada v., la reciente publicación de TAPIA HERMIDA, A.J. *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Monografía núm. 9 de *RMV*, (2012), pp. 35-82.

(22) GALÁN LÓPEZ, C. «Acciones (Restricciones a la libre transmisibilidad)», en *Diccionario*, *cit.*, p. 79 que señala que la previsión estatutaria cumple una función de garantía de aceptación y conocimiento por los socios.

El acuerdo deberá adoptarse con los requisitos de quórum de constitución y de mayorías cualificados previstos en la Ley o en los estatutos sociales. Deberán concurrir en primera convocatoria accionistas que representen al menos el cincuenta por ciento del capital social con derecho de voto o el superior que exigieran los estatutos de la sociedad (art. 194.1 y 3 LSC). En segunda convocatoria deberán asistir accionistas que representen al menos el veinticinco por ciento del capital social suscrito con derecho de voto o el quórum superior que hubieran establecido los estatutos (art. 194.2 y 3 LSC). El acuerdo deberá adoptarse por mayoría ordinaria de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta general salvo cuando la junta general se celebre en segunda convocatoria y concurren accionistas que representen más del veinticinco por ciento del capital social suscrito con derecho de voto pero menos del cincuenta, en cuyo caso se exige el voto favorable de los dos tercios del capital asistente (art. 201.1 y 2 LSC). Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías (art. 201.3 LSC). Asimismo, habrá que atender a lo dispuesto en el artículo 293 LSC cuando la restricción solo afecte a determinadas acciones. Como en cualquier caso de modificación estatutaria, se exigirá que los administradores o los accionistas proponentes de la reforma redacten el texto íntegro de la modificación propuesta y un informe escrito en el que se justifique la misma (art. 286 LSC). El acuerdo deberá elevarse a escritura pública que se inscribirá en el Registro Mercantil (art. 290 LSC) y que será publicado en el BORME. Al Registrador Mercantil competente le corresponderá analizar la cláusula limitativa incorporada a los estatutos y su compatibilidad con la legislación societaria y con los principios configuradores del tipo, que son de orden público. De modo que calificará negativamente y, en consecuencia, denegará la inscripción de aquellas cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción o incurran en defectos formales de más fácil identificación, como que recaigan sobre acciones al portador. El rechazo a la inscripción de estas cláusulas no impedirá la inscripción parcial del título, siempre que ello se hubiera solicitado por el Notario autorizante de la escritura o por medio de instancia. En suma, la apreciación por parte del Registrador Mercantil de que la cláusula estatutaria hace prácticamente intransmisible la acción no impedirá que se inscriban otras modificaciones estatutarias que se hubieran adoptado en la misma junta general de la sociedad.

Frente al principio general de funcionamiento de la junta general, que encabeza el título V de la LSC referido a la junta general y consistente en que todos los accionistas, incluso los disidentes y los ausentes, quedan sometidos a los acuerdos adoptados por la junta general (art. 159 LSC) se impone una regla especial, prevista en el artículo 123.1 *in fine* LSC, por la que se reconoce una falta de vinculación temporal de los accionistas afectados que no hubieran votado a favor del acuerdo. Esta falta de eficacia solo se predicará de los accionistas afectados, es decir, aquéllos que ostenten acciones que se vean afectadas por la restricción incorporada a los estatutos. Por otro lado, la falta de eficacia es temporal, pues solo durará tres meses desde la publicación del acuerdo en el BORME. Durante este tiempo estos accionistas podrán transmitir las acciones conforme al régimen previsto en los estatutos sociales anterior a la modificación. En la sociedad limitada se reconoce a los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales un derecho de

separación (art. 346.2 LSC)⁽²³⁾. El alcance de este derecho es superior, pues comprende no solo a la inclusión de las limitaciones, como en la sociedad anónima, sino cualquier modificación del régimen de transmisión.

La falta de vinculación del accionista afectado por el acuerdo adoptado solo alcanza a la primera transmisión de las acciones. Por tanto, si dentro del plazo de tres meses desde la publicación del acuerdo en el BORME se producen transmisiones sucesivas de las mismas acciones afectadas por la cláusula restrictiva, el régimen estatutario previo a la modificación estatutaria se aplicará exclusivamente a la primera transmisión. De manera que el adquirente de las mismas, si desea transmitir las acciones, deberá someterse al procedimiento previsto en los estatutos sociales de la sociedad⁽²⁴⁾.

La Ley reconoce este plazo de *vacatio* en el caso de incorporación *ex novo* de las restricciones a los estatutos. Nada dice, sin embargo, de la modificación de las mismas, por lo que surge la duda de si en estos casos los accionistas afectados por ellas podrán disfrutar del plazo de tres meses para transmitir las acciones conforme al régimen estatutario precedente o no. En nuestra opinión la aplicación de la *vacatio* dependerá de cuál sea el alcance de la modificación de la restricción. Si en virtud de ésta se limita más y de forma considerable la transmisión de las acciones habrá que aplicar ese plazo. Por el contrario, si la modificación carece de contenido sustantivo y solo concreta el modo de ejercicio del derecho de adquisición preferente u otros aspectos formales no habrá que aplicar tal período y, por tanto, los accionistas afectados que no hubieran votado a favor del acuerdo quedarán vinculados desde su adopción. Las cláusulas estatutarias limitativas a la libre transmisibilidad de las acciones también podrán eliminarse posteriormente. En tal supuesto, no se aplicará la falta de vinculación temporal prevista en el artículo 123.1 *in fine* LSC, porque supondrá el retorno al régimen natural de la sociedad anónima y carecería de justificación la aplicación de este plazo, destinado a actuar como medio de tutela de los accionistas que se vieran privados de la esencial transmisibilidad de la condición de accionista.

2. Tipos de restricciones

El legislador español, consciente de la pluralidad de justificaciones a las que pueden obedecer las cláusulas limitativas de la transmisibilidad de las acciones, no establece una enumeración tasada de los tipos de restricciones o condicionamientos

(23) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, *cit.*, p. 429 se mostraba partidario de admitir el derecho de separación por vía de configuración estatutaria en la sociedad anónima.

(24) Por esta razón, PERDICES HUETO, A. «Art. 123 LSC», *cit.*, p. 996 ha señalado que la utilidad del mecanismo es escasa, por cuanto el adquirente sabrá que las acciones que adquiere quedan sujetas a la restricción; BROSETA PONT, M. *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones*, 2.^a ed., Madrid, (1984), pp. 71-72 y GALÁN LÓPEZ, C. «Acciones (Restricciones a la libre transmisibilidad)», en *Diccionario*, *cit.*, p. 79 también consideran aplicable la *vacatio* únicamente a la primera transmisión.

posibles. Los accionistas, al amparo de la autonomía de la voluntad, podrán adoptar aquellas cláusulas que estimen más convenientes para lograr la finalidad pretendida⁽²⁵⁾. Sin embargo, la libertad no es absoluta, sino que quedan vinculados por el respeto a la Ley y a los principios configuradores de la sociedad anónima.

Pasamos a exponer los principales tipos de cláusulas estatutarias que se incluyen por los accionistas en los estatutos de la sociedad anónima para las transmisiones voluntarias de acciones. Nos referimos a las cláusulas de autorización y a las cláusulas de preferencia.

- a) *Cláusulas de autorización*: Las cláusulas de autorización o consentimiento son las únicas a las que se refiere expresamente la Ley (art. 123.3 LSC). En virtud de ellas, la transmisión de las acciones se condiciona a la autorización de la sociedad.

El legislador impone que la autorización se otorgue por la propia sociedad, excluyendo, por tanto, la posibilidad de que la misma se atribuya por vía estatutaria a un tercero. Sin embargo, se muestra más flexible en cuanto al sujeto u órgano que deberá otorgarla. Así, utiliza una cláusula residual al señalar que «salvo prescripción contraria de los estatutos, la autorización será concedida o denegada por los administradores de la sociedad». De manera que, en principio, considera esta decisión como un acto de gestión y, por ello, se la atribuye a los administradores de la sociedad, como competencia natural de este órgano. La forma de adoptar la decisión de autorización o no de la transmisión dependerá de la estructura del órgano de administración. No obstante, no habrá inconveniente en que los accionistas que incluyan la cláusula estatutaria encomienden esta decisión a otro sujeto u órgano distinto del de administración.

Sin embargo, tanto la letra de la LSC como del RRM excluyen la posibilidad de que los accionistas atribuyan esta decisión a un tercero ajeno a la sociedad (art. 123.3 LSC y art. 123.2 RRM). A pesar de esta claridad en la normativa, una corriente doctrinal autorizada se ha manifestado en contra de dicha limitación⁽²⁶⁾. Se ha alegado que esta exclusión supone exacerbar la idea de que la autorización es un acto de gestión cuya finalidad es tutelar el interés social. Por el contrario, considera esta corriente que la cláusula restrictiva puede servir a intereses extrasociales y que, sobre la base de esta idea, no habría inconveniente alguno en que la decisión la adoptase el tercero en su propio

(25) No obstante, tal y como señala PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 46, la realidad es que las sociedades de dimensiones reducidas, en las que predominan las cláusulas limitativas, incluyen cláusulas restrictivas muy similares. Así, afirma que «se da en la práctica un predominio de la seguridad —o de la inercia— en la redacción de estas cláusulas: el temor de las partes y de sus consejeros a ver rechazada en sede de inscripción la restricción ideada hace que se recurra en los estatutos a fórmulas estandarizadas, consagradas y aceptadas, desplazando la regulación más acorde con las necesidades reales al ámbito parasocial».

(26) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., pp. 56-62.

interés⁽²⁷⁾. Asimismo, incluso en el supuesto de que la cláusula respondiese a la tutela del interés social, el mencionado autor señala que ello no impide que se atribuyera la decisión a un tercero. Este tercero beneficiario sería una persona a quien la sociedad confiaría la decisión y, por tanto, estaría sometido a los límites impuestos por los estatutos y por la Ley. Incluso afirma que dicho tercero podría ser calificado como un órgano social atípico con una función específica: la concesión o denegación de la autorización de la transmisión⁽²⁸⁾.

El legislador impone que los estatutos mencionen las causas que permitan denegar la transmisión de acciones. Con ello se pretende mitigar la incertidumbre del accionista que quisiera transmitir sus acciones, pues al conocer la letra de la cláusula —y los supuestos concretos que permitirán denegar la transmisión— sabrá si la misma podrá o no ser denegada. Por otro lado, se logra evitar decisiones arbitrarias por parte de la sociedad, que se verá sometida al texto estatutario. La enumeración y la concreción de las causas de denegación de la transmisión determinarán la mayor o menor discrecionalidad de la sociedad a la hora de otorgar o no la autorización y, sin duda, condicionarán la mayor o menor litigiosidad derivada de la interpretación de dicha cláusula.

La Ley concede a la sociedad un plazo máximo de dos meses para responder a la solicitud de autorización presentada por el accionista en la forma que se haya previsto por los estatutos sociales. Si transcurre dicho plazo, que podrá ser disminuido por los estatutos sociales pero no incrementado, sin que la sociedad haya dado respuesta, se entenderá que la autorización se ha concedido. Es decir, el legislador acoge el criterio del silencio positivo. Con ello se pretende controlar a la sociedad, evitando que abuse de su poder y perjudique así al accionista, quien se verá durante un largo período de tiempo a la espera de la decisión.

- b) *Cláusulas de preferencia*: Las cláusulas que establecen un derecho de adquisición preferente a favor de determinados sujetos son las más habituales en los estatutos de las sociedades. A éstas se refiere el RRM (art. 123.3).

Dichas cláusulas no impiden la transmisión de las acciones, sino que tan solo reconocen un sujeto preferente sobre el posible adquirente con el que el accionista haya contactado. El derecho de adquisición preferente podrá reconocerse a favor de todos los accionistas de la sociedad, de los titulares de acciones pertenecientes a una clase concreta, de la propia sociedad o de un tercero. Asimismo, deberán expresar si los beneficiarios del derecho de preferencia lo son simultáneamente o sucesivamente y el modo de ejercicio de este derecho. Los estatutos deberán concretar las transmisiones a las que será aplicable el derecho de preferencia. Con estas exigencias el legislador busca la seguridad jurídica y evita los conflictos derivados de la interpretación de

(27) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 58.

(28) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., pp. 58-59.

estas cláusulas estatutarias. No obstante, la consecución de estos fines dependerá, una vez más, de la concreta redacción acogida en los estatutos sociales. El legislador deja a la autonomía de los accionistas la configuración del procedimiento y funcionamiento de estas cláusulas. Normalmente, pasan por reconocer un deber al accionista que desee transmitir sus acciones de comunicar al órgano de administración el número de acciones que desea transmitir así como las condiciones de la transmisión proyectada. El órgano de administración comunicará a los titulares del derecho de adquisición preferente esta circunstancia para que decidan si ejercitan el derecho. La decisión del ejercicio de este derecho o su renuncia por parte de la sociedad, corresponderá al órgano de administración. Los estatutos sociales suelen prever mecanismos para determinar el valor real de las acciones en caso de discrepancia entre el accionista transmitente y los titulares del derecho de adquisición preferente, cuya determinación se atribuye normalmente al auditor de cuentas de la sociedad o al experto independiente que designe el Registro Mercantil (art. 123.7 RRM).

3. Restricciones a la libre transmisibilidad en pactos de accionistas

Los pactos parasociales se han definido como los convenios celebrados entre algunos o todos los socios o accionistas de una sociedad limitada o anónima para completar, concretar o modificar en sus relaciones internas las reglas legales y estatutarias que las rigen⁽²⁹⁾. Los pactos pueden ser suscritos por todos los accionistas o solo por algunos. Sin ánimo de detenernos en un estudio en profundidad de tales pactos debemos señalar que el fundamento de su admisión se encuentra en el principio de la autonomía de la voluntad característico de los contratos (art. 29 LSC y art. 1255 CC)⁽³⁰⁾.

La realidad societaria demuestra que es habitual que los accionistas adopten tales pactos, en cuyo contenido suelen incluir cláusulas limitativas a la libre transmisibilidad de las acciones⁽³¹⁾. La ventaja de la inclusión de las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones en los pactos parasociales sobre su inclusión en los estatutos radica en la posibilidad de eludir la aplicación estricta de la normativa societaria⁽³²⁾. No obs-

(29) PAZ-ARES, C. «El enforcement de los pactos parasociales», en *Actualidad Jurídica Uría-Menéndez*, 3, (2005), p. 19.

(30) Sobre la naturaleza contractual de los pactos parasociales v., Res. DGRN de 19 de febrero de 1998. La STS de 6 de marzo de 2009 (RJ 2009, 2793) señala que los pactos parasociales son válidos siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad.

(31) ROJO, A. «La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativa», en *La reforma de las sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, (1994), p. 53, señala la preferencia de los pactos parasociales en detrimento de la inclusión de cláusulas en los estatutos por el deseo de evitar la publicidad de esos acuerdos y eliminar de la sociedad los puntos potencialmente conflictivos, trasladándolos al campo del pacto parasocial.

(32) V., la STS de 23 de octubre de 2012 (RJ 2012, 10123) con cita de la STS de 4 de junio de 2010 (RJ 2010, 2669) en las que la Sala 1.^a señala que los pactos parasociales, que regulan relaciones internas

tante, a nuestro parecer, existen ciertos límites que no se pueden sobrepasar ni por el ámbito social ni por el parasocial. Tales límites vendrían impuestos por principios de derecho imperativo y por el orden público, concepto éste que englobaría a los principios configuradores del tipo social⁽³³⁾.

Las restricciones a la transmisibilidad de las acciones previstas en los pactos parasociales solo vincularán a los firmantes de los mismos y no se integran en el ordenamiento de la sociedad anónima a la que se refieren, sino que se mueven en un sendero paralelo. Por tanto, la sociedad se presenta, en principio, como un tercero, a la que no es oponible el contenido del pacto parasocial, ni tampoco se puede aprovechar de él. Ello se deduce, con carácter general, del artículo 29 LSC que señala que «los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad» y, con carácter especial, del artículo 123.1 LSC que apunta que «solo serán válidas frente a la sociedad las restricciones o condicionamientos a la libre transmisibilidad de las acciones cuando recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos». Sin embargo, esta regla general de separación absoluta entre el derecho obligacional surgido del pacto parasocial y el derecho societario derivado de la organización de la sociedad anónima en algún supuesto debe ser flexibilizada. Así, cuando los firmantes del pacto y las partes del contrato de sociedad anónima son las mismas, se ha apuntado la oponibilidad del contenido de aquél frente a la sociedad⁽³⁴⁾.

4. El respeto del límite: que no haga prácticamente intransmisible la acción

Terminamos este epígrafe del trabajo con una referencia al último requisito impuesto por la Ley que opera como límite a la autonomía de la voluntad y que tiene por

de los socios, no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias, sino a los límites previstos en el artículo 1255 CC.

(33) En este sentido, v., desde el principio GIRÓN TENA, J. *Derecho de Sociedades*, cit., p. 54, que señalaba que debía considerarse ilícito cualquier pacto que «se proponga un fin que atente contra preceptos de *ius cogens* o desnaturalicen exigencias sustanciales de la configuración de la sociedad». Mantienen esta misma interpretación ALONSO LEDESMA, C. «Pactos parasociales», en *Diccionario*, cit., p. 856. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. «Pacto parasocial», en *Enciclopedia*, cit., p. 4714; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. «Los pactos parasociales», cit., p. 20. En sentido contrario, PAZ-ARES, C. «La validez de los pactos parasociales», que distingue el *ius cogens* del *ius imperativum* y considera que los pactos parasociales solo están condicionados o limitados por el segundo. Por esta razón, al integrar los principios configuradores del tipo en el *ius cogens*, considera que los pactos parasociales podrán contravenir dichos principios, puesto que la autonomía privada de los pactos parasociales no afecta a la estructura de la organización puesta en pie, sino solo a las relaciones entre sus miembros.

(34) ALONSO LEDESMA, C. «Pactos parasociales», en *Diccionario*, cit., p. 856. Asimismo, v., el estudio que realiza PAZ-ARES, C. «El enforcement», cit., pp. 33-43 que se refiere a la relatividad objetiva y subjetiva como justificaciones de la inoponibilidad del pacto parasocial frente a la sociedad. Sin embargo señala que cuando quiebran tales relatividades estos pactos serán oponibles frente a ella. Igualmente, SÁEZ LACAVE, M.I. «Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces», en *RdS*, núm. 34, (2010), pp. 118-120.

finalidad salvaguardar el principio configurador de la sociedad anónima de la transmisibilidad de las acciones.

El artículo 123. 2 LSC declara que «serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción». La Ley no tasa ni enumera las cláusulas concretas que hacen prácticamente intransmisible la acción, por lo que habrá que atender a las circunstancias concurrentes en cada sociedad para determinar si éstas hacen o no prácticamente intransmisible la acción.

La nulidad de estas cláusulas se podrá invocar mediante el ejercicio de la acción de impugnación del acuerdo de la junta general por el que se incluya en los estatutos tal restricción, sin estar sometida a plazo de caducidad. Como dijimos, el principio configurador de la sociedad anónima que se vería afectado e incumplido por la cláusula que hiciera prácticamente intransmisible la acción, se vincula con el orden público. Esto es, el acuerdo sería contrario al orden público y por tanto podría solicitarse la declaración de nulidad y la consecuente cancelación del asiento registral en cualquier momento (art. 205.1 LSC). Asimismo, el Registrador Mercantil a quien corresponda inscribir la modificación estatutaria deberá tener en cuenta este límite impuesto por el legislador y en caso de que lo considere sobrepasado, denegar la inscripción de la cláusula.

Como hemos señalado anteriormente, los pactos de accionistas también deben, a nuestro parecer, respetar el orden público y, por tanto, los principios configuradores del tipo social. Entendemos que por afectar a principios configuradores de la sociedad anónima y, por tanto, indisponibles por la voluntad de los accionistas incluso al margen del Derecho de sociedades, los efectos de la nulidad deberían aplicarse no solo a las cláusulas estatutarias sino también a las cláusulas contenidas en pactos de accionistas que se cuestionaran por las vías que ofrece el Derecho contractual.

El problema radicará en cómo determinar cuándo una cláusula estatutaria hace prácticamente intransmisible la acción. El legislador, como hemos dicho, no se detiene en proporcionar supuestos, por lo que serán los Registradores Mercantiles quienes asuman dicha tarea y, en caso de conflicto, los Juzgados y Árbitros. Entendemos que la prácticamente intransmisibilidad se podrá valorar a la luz de distintos parámetros. Así, habrá que considerar si el contenido de la cláusula estatutaria hace posible materialmente su cumplimiento o si los términos de la misma suponen de *facto* una imposibilidad de transmisión⁽³⁵⁾. Con esto se haría a los accionistas prisioneros de sus títulos, lo que ha sido objeto de rechazo por parte de los tribunales. Como veremos en el siguiente epígrafe, las prohibiciones de transmisión de las acciones que, en principio serían nulas, se han aceptado por el legislador siempre que se incluyan en la primera fase de la sociedad y tengan una duración máxima de dos años. Cualquier otra prohibición de transmisión que no quede englobada en esta previsión legal habrá que considerarla nula.

(35) GALÁN LÓPEZ, C. «Acciones (Restricciones a la libre transmisibilidad)», en *Diccionario, cit.*, p. 80.

IV. LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE SOCIEDADES Y RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE ACCIONES

Expondremos en el presente epígrafe el papel que pueden jugar las cláusulas restrictivas a la transmisibilidad de las acciones en el marco de las modificaciones estructurales que conllevan la transmisión en bloque de un patrimonio. Para terminar, nos referiremos a una cláusula concreta, la de bloqueo o *Lock-up*, y su incidencia en la transformación societaria de una sociedad limitada en sociedad anónima y viceversa.

1. Transmisión de acciones derivadas de modificaciones estructurales

En determinadas modificaciones estructurales se produce la transmisión en bloque por sucesión universal, del patrimonio de una o varias sociedad a otra u otras, con extinción sin liquidación de la primera/s. Cabe citar la fusión por absorción o por constitución de nueva sociedad o la escisión total (arts. 22 y 69 Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles [en adelante, LME]).

Dentro del patrimonio que se transmite pueden figurar acciones de otras sociedades ajenas a la fusión que se encuentren afectadas por una cláusula estatutaria limitativa de su transmisibilidad. Para mayor claridad expondremos un supuesto concreto. Supongamos una operación de fusión por absorción entre dos sociedades. En virtud de ésta, se produce la transmisión en bloque por sucesión universal del patrimonio de la sociedad absorbida (sociedad A) a la sociedad absorbente (sociedad B) con atribución de acciones o participaciones, en atención a un tipo de canje, de la sociedad B a los socios o accionistas de la sociedad A, que se extinguirá sin liquidación. En el patrimonio de la sociedad A podrá haber acciones de una sociedad tercera, no participante en la fusión (sociedad C) en cuyos estatutos sociales figure una cláusula limitativa a la libre transmisibilidad de las acciones. Como consecuencia de esta fusión las acciones de la sociedad C que figurasen en el patrimonio de la sociedad A tendrán un nuevo titular, la sociedad B.

La cuestión radica en determinar si las cláusulas limitativas a la libre transmisibilidad de las acciones que existieran en los estatutos de la sociedad C serían aplicables a esta operación, cuyo objeto directo no sería la transmisión de las acciones de la sociedad C, sino del patrimonio de B, que englobaría la transmisión de las acciones de C. Es mayoritaria la tesis que admite, con carácter general, la aplicación de las limitaciones a la transmisibilidad en las modificaciones estructurales⁽³⁶⁾, si bien, se ha discutido que carácter tiene esta transmisión —inter vivos o mortis causa—. Para evitar conflictos en la interpretación de los estatutos sociales lo más correcto sería la previsión expresa de que las restricciones estatutarias serían aplicables a los supuestos de transmisión en bloque o a título universal o las originadas por vía de fusión o escisión⁽³⁷⁾.

(36) No obstante, también hay autores que estiman que dichas limitaciones no pueden aplicarse en modificaciones estructurales. PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., pp. 283-284 expone los fundamentos de esta tesis, mostrando su rechazo a todos ellos.

(37) En este sentido, v. OLIVENCIA RUIZ, M. «Fusión y escisión de sociedades y restricciones estatutarias», *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, vol. 2, (1995), p. 2636.

No cabe excluir la aplicación de la cláusula por la circunstancia de que no se prevea expresamente el supuesto de la fusión o escisión⁽³⁸⁾. Bien es cierto que la Ley exige que las restricciones estén expresamente impuestas por los estatutos (art. 123.3 LSC) pero ello no puede llevar a excluir su aplicación en la fusión si no se prevé expresamente, por cuanto, cabría incluirla en otras transmisiones de acciones a las que se refiriera la cláusula. El problema radica en determinar, como hemos apuntado, qué tipo de transmisión se produce en caso de modificación estructural. Algunos autores han sostenido que tienen una *ratio* similar a las transmisiones forzosas o involuntarias⁽³⁹⁾, por cuanto la transmisión de acciones vinculadas existentes en el patrimonio de la sociedad que se extingue como resultado de la modificación estructural no es voluntaria, sino que es obligada por el resultado, esta vez sí deseado y voluntario, buscado por las partes: la fusión o escisión. Por el contrario, la otra tesis considera que este tipo de transmisiones no pueden asimilarse a las transmisiones forzosas o mortis causa, sino que se trata de una transmisión voluntaria e inter vivos⁽⁴⁰⁾.

En cualquier caso, ya se trate de una transmisión inter vivos o mortis causa, la realidad es que según la tesis mayoritaria, en las operaciones de fusión y escisión habrá que contemplar el régimen estatutario de limitación de la transmisibilidad de las acciones que pudiera existir en las sociedades que se encontraran participadas por alguna de las sociedades intervinientes en la fusión o escisión y que en virtud de éstas fueran a extinguirse y, por tanto, las acciones vinculadas fueran a ser adquiridas por otra sociedad. Entendemos que habrá que considerar las circunstancias concretas de la fusión o escisión proyectada así como al espíritu de la estipulación estatutaria. La cláusula estatutaria tendrá por finalidad evitar que formen parte de la sociedad cerrada terceros ajenos a los socios o accionistas de la misma. Por ello, en aquellos escenarios en los cuales no se produzca cambio real de identidad de los socios habrá que considerar que la restricción no resultará aplicable. Así, imaginemos el supuesto de una fusión por absorción de una sociedad íntegramente participada

(38) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 285 que señala que no es exigible la constancia expresa en los estatutos de este supuesto, sino que es suficiente que pueda ser reconducido al espíritu y a la finalidad de la restricción. Asimismo, la SAP de Madrid de 14 de febrero de 2008 (JUR 2008, 122474) que sostiene que la interpretación restrictiva que se predica de las cláusulas estatutarias limitativas no significa que una fusión o escisión deba estar expresamente citada en el tenor de la cláusula para que se entienda comprendida en ella. «Esa es la forma de interpretar la cláusula, según lo establecido en los artículos 1281 y 1285 del C Civil, de acuerdo con la intención plasmada en los Estatutos, al amparo del principio de autonomía de la voluntad, de convertir en cerrada (al condicionar la admisión de terceros) a una sociedad que, por diseño legal, sería abierta y de hacerlo en el sentido más adecuado para que pueda surtir efecto lo que convinieron los socios al fijar las reglas que deberían regular la sociedad». Igualmente la Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 2 de Madrid de 13 de abril de 2007 (JUR 2007, 125484).

(39) Así, PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., pp. 284-285.

(40) En este sentido, v., la SAP de Madrid de 14 de febrero de 2008 (JUR 2008, 122474) que se refiere a una escisión total. Igualmente la Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 3 de Pontevedra de 20 de noviembre de 2012 (JUR 2013, 121160) que declaró que la transmisión de acciones de la sociedad C derivada de una operación de fusión por absorción entre las sociedades A y B era ineficaz frente C y que, por tanto, la sociedad absorbente no podría ser reconocida como accionista de C.

por su sociedad accionista única (art. 49.1 LME). Esto es, la sociedad B, titular del 100% del capital social de la sociedad A, la absorbe. Y la sociedad A tiene participación en una sociedad C, no interviniente en la fusión, en cuyos estatutos existe una limitación a la transmisibilidad de las acciones. En estos casos, pese a existir como resultado de la fusión un cambio subjetivo —pues dejará de ser la sociedad A la titular de las acciones de la sociedad C, para serlo la sociedad B—, la realidad es que este cambio será puramente formal, por cuanto no se habrá producido ningún acceso de un tercero ajeno al accionariado de la sociedad cerrada (sociedad C) no participante en la fusión⁽⁴¹⁾.

Por esta razón, habrá que atender a las circunstancias concretas concurrentes en cada modificación estructural así como a la finalidad de la cláusula estatutaria para determinar si la restricción a la libre transmisibilidad de las acciones será aplicable o no.

2. Las cláusulas de *Lock-up* en la transformación

2.1. Las cláusulas de *Lock-up* en la sociedad limitada y en la sociedad anónima

Nos centraremos en analizar, en primer lugar, las denominadas cláusulas de bloqueo («*Lock-up*»), en virtud de las cuales se impide a los accionistas o socios transmitir voluntariamente sus acciones o participaciones. El legislador español contempla estas cláusulas tanto en la sociedad anónima como en la limitada y lo hace tomando como punto de mira la fecha de constitución de la sociedad. Esto es, se trataría de un período inicial de bloqueo, en el que la distribución del capital social no variaría y cuyo fundamento radica en el deseo que pueden compartir los fundadores de una sociedad de preservar la composición de la sociedad en su primera etapa⁽⁴²⁾. Las cláusulas de prohibición de disponer se encuentran limitadas en el tiempo y no pueden tener carácter vitalicio, salvo el supuesto al que me refiero a continuación, para no hacer al socio o accionista prisionero de sus títulos. Tales prohibiciones vitalicias se admiten en la sociedad limitada, lo que no conlleva convertir a los socios en prisioneros de sus títulos, por cuanto su admisión se encuentra condicionada a que los estatutos sociales reconozcan a los socios el derecho a separarse de la compañía en cualquier momento (art. 108.3 LSC).

(41) En este sentido, v., la SAP de Guipúzcoa de 14 de marzo de 2008 (AC 2008, 172826). Sin embargo, en la Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 2 de Madrid de 13 de abril de 2007 (JUR 2007, 125484) se llega a sostener que la absorción de una sociedad íntegramente participada supone una transmisión a tercero sujeta a restricción.

(42) GALÁN LÓPEZ, C. «Acciones (Restricciones a la libre transmisibilidad)», en *Diccionario, cit.*, p. 80; GARCÍA LUENGO, B. «Limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones», en *Derecho de Sociedades Anónimas. La fundación*. (Coord. Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero), Madrid, (1991), p. 176 que señala que esta vinculación transitoria trata de evitar que en los inicios de la vida social puedan quedar sin protección los intereses de los fundadores y de la propia sociedad.

El régimen de las cláusulas de prohibición de disponer es distinto en ambos tipos sociales, lo cual se debe a los diversos principios configuradores de ambos tipos en este aspecto, que impiden una regulación unitaria. La disparidad en el régimen se produce tanto por el plazo máximo en el que puede extenderse la prohibición de disponer como en el acontecimiento que puede servir como *dies a quo* para la aplicación de las prohibiciones. Pasamos a exponer el régimen de estas cláusulas de bloqueo aplicable a ambos tipos sociales y sus diferencias. A continuación nos detendremos en analizar la trascendencia de una transformación societaria sobre las mismas.

El artículo 108.4 LSC admite las prohibiciones estatutarias de transmitir las participaciones sociales o el ejercicio del derecho de separación por un período no superior a cinco años a contar desde la constitución de la sociedad o, para las participaciones procedentes de una ampliación de capital, desde el otorgamiento de la escritura pública de ejecución de la misma. Se observa, por tanto, que el legislador admite que el ánimo de preservar la composición de la sociedad se produzca no solo en el momento de su constitución sino en otro posterior —ampliación de capital—. En este último caso, la Ley limita la prohibición a las participaciones que hayan sido emitidas en virtud de dicha ampliación de capital, pero no se podrá extender a las participaciones sociales preexistentes⁽⁴³⁾. A raíz de la letra de la LSC, resultaría discutible la posibilidad de introducir modificaciones estatutarias, que no acompañaran a una ampliación de capital, en virtud de las cuales se incluyeran cláusulas de prohibición de transmisibilidad voluntaria de las participaciones sociales, aun respetando el término de cinco años previsto por el legislador español⁽⁴⁴⁾.

Como es sabido, la inscripción de la escritura de constitución de la sociedad y de la ampliación de capital en el Registro Mercantil determina la transmisibilidad de las participaciones sociales (art. 34 LSC). Con anterioridad existe una suerte de intransmisibilidad, pese a que no existe inconveniente en que en esta etapa presocial se celebren pactos de enajenación de acciones eficaces y vinculantes, cuya consumación mediante la transmisión de los títulos se producirá una vez haya tenido lugar la inscripción⁽⁴⁵⁾. Sin embargo, el legislador español, en lo que se refiere a la prohibición de transmitir las participaciones sociales emitidas en una ampliación de capital incurre en contradicción con la norma general transcrita anteriormente. Contradicción que ya se observaba en la LSRL de 1995 hoy derogada. Así, toma como *dies a quo* de la intransmisibilidad el de la fecha de otorgamiento de la escritura de ampliación de capital, frente a la norma general en la que el *dies a quo* es el de la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil.

A partir de esta discrepancia, cabría preguntarse si en el supuesto en que no se incluyera la prohibición de transmitir las participaciones sociales emitidas en una am-

(43) Sin embargo, PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 314 se muestra partidario de que esta prohibición se pueda aplicar a participaciones sociales preexistentes.

(44) MAGARIÑOS BLANCO, *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, (1995), p. 185 admite las modificaciones estatutarias por las que se introdujera esta restricción, pero siempre con el respeto del límite de cinco años desde la constitución de la sociedad.

(45) Así, cabe destacar las SSTS de 18 de marzo de 2005 (RJ 2005, 2548); de 3 de noviembre de 2009 (RJ 2009, 5827).

pliación de capital, pudiera pensarse que éstas serían transmisibles desde la fecha del otorgamiento de la escritura. A nuestro parecer, tal solución no es acertada, pues debe aplicarse la regla general prevista en el artículo 34 LSC que prevé una intransmisibilidad anterior a la inscripción de la escritura de aumento de capital, sin perjuicio de la licitud y eficacia de los eventuales convenios que se celebren sobre las acciones.

El régimen de las cláusulas de *Lock-up* en las sociedades anónimas es dispar, por cuanto en éstas, su conciliación con el principio configurador de transmisibilidad de las acciones plantea mayores dificultades. Por esta razón el tiempo máximo de prohibición de la transmisibilidad de las acciones es de dos años a contar desde la fecha de constitución de la sociedad (art. 123.4 RRM). Como fecha de constitución debe entenderse la de la inscripción de la escritura de constitución de la sociedad en el Registro Mercantil. El plazo de dos años opera como límite máximo y no podrá superarse en los estatutos sociales. El citado precepto reglamentario no aclara si estas cláusulas estatutarias de *Lock-up* pueden incluirse en modificaciones estatutarias, esto es, con posterioridad a la constitución de la sociedad. Nos encontramos aquí con una duda de difícil solución, por cuanto mientras que en las sociedades limitadas el legislador sólo admite la inclusión de la prohibición cuando se produzca una ampliación de capital y exclusivamente respecto a las participaciones emitidas, en las sociedades anónimas solo impone que no superen el plazo de dos años desde la constitución de la sociedad, pero en ningún lugar exige que su inclusión deba proceder de los estatutos sociales originarios.

Como hemos dicho, la norma que contempla esta limitación temporal a las prohibiciones de transmisión voluntaria de acciones es el RRM y dicho precepto ha sido objeto de numerosos comentarios por parte de la doctrina. Algunos autores han señalado que el precepto es ilegal, por cuanto es contrario a los principios configuradores de la sociedad anónima (art. 28 LSC) y al artículo 123.2 LSC que declara la nulidad de las cláusulas que hagan prácticamente intransmisible la acción⁽⁴⁶⁾. Sin embargo, otros autores han destacado el límite temporal —dos años— precisamente para alegar que éste convierte a la prohibición en legal⁽⁴⁷⁾. En definitiva, cabría señalar que el período máximo en el que las limitaciones pueden producir eficacia permite considerar que la cláusula no hace prácticamente intransmisible la acción y no vulnera el principio esencial de transmisibilidad de las acciones de la sociedad anónima.

De lo expuesto se deduce que las cláusulas estatutarias de bloqueo o de prohibición de transmisión voluntaria en la sociedad anónima y en la limitada se diferencian por los siguientes elementos. En primer lugar, por el período máximo en el que pueden producir eficacia. Frente a los dos años en la sociedad anónima, se encuentran los cinco años en la sociedad limitada. En segundo lugar, pero vinculado con lo anterior, porque mientras que en la sociedad anónima estas cláusulas no podrán desplegar sus

(46) FERNÁNDEZ DEL POZO, L. «Sobre la ilegalidad del artículo 123.4 del Reglamento del Registro Mercantil», *La Ley*, núm. 2851, 11-X-1991, p. 1-3

(47) Así, PERDICES, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 313 que señalaba que el carácter temporal neutralizaba el reproche que podría hacerse del precepto reglamentario.

efectos más allá de dos años desde la constitución de la sociedad, en la sociedad limitada no existe inconveniente al respecto, pues es posible que se introduzcan en emisiones de participaciones sociales como consecuencia de ampliaciones de capital, en cuyo caso, el *dies a quo* de la limitación será el de la fecha de la escritura de la misma —*rectius*, de la inscripción del aumento de capital—.

2.2. Cláusulas estatutarias o cláusulas contractuales

Anteriormente observamos que, aunque el legislador se refiere constantemente a las cláusulas estatutarias limitativas o, en sentido más amplio, reguladoras de la transmisibilidad de las participaciones sociales y acciones, es posible y habitual que los socios o accionistas incluyan, al amparo de la autonomía de la voluntad, dicho régimen en los acuerdos adoptados entre ellos. De manera que tales limitaciones queden fuera de los estatutos sociales y no sean oponibles frente a la sociedad. Las prohibiciones de transmitir incluidas en los acuerdos de socios o accionistas no quedarán afectadas por la normativa señalada anteriormente (art. 108 LSC para la sociedad limitada y art. 123 RRM para la sociedad anónima), de manera que podrán tener una duración superior a la prevista para las cláusulas estatutarias. No obstante, los sujetos vinculados por las mismas serán exclusivamente los firmantes del acuerdo y no podrán invocarse frente a otros accionistas, ni frente a la sociedad ni, en definitiva, frente a cualquier sujeto no firmante del mismo, que deberá ser considerado como un tercero. Si cualquiera de los firmantes del acuerdo transmitiera a un tercero de buena fe su participación en el capital social de la compañía, dicha transmisión será válida y eficaz, sin perjuicio de los eventuales efectos indemnizatorios que podrían derivarse por incumplimiento del acuerdo entre los firmantes. La sociedad, pese al incumplimiento de la cláusula de *Lock-up* integrada en el acuerdo, deberá reconocer al adquirente de buena fe de las participaciones como accionista o socio y permitirle el ejercicio de sus derechos. Todo ello, sin perjuicio de las especialidades que podrían aplicarse cuando la identidad de los firmantes del pacto de accionistas coincidiera con la identidad de las partes del contrato de sociedad.

La autonomía de la voluntad de los firmantes del acuerdo no es absoluta ya que, como vimos, deben respetar las normas imperativas y los principios configuradores del tipo social. Los accionistas firmantes del acuerdo deberán respetar el principio esencial de la transmisibilidad de las acciones que, como hemos visto, es un principio configurador de la sociedad anónima. El problema radica en delimitar cuando una cláusula vulnera este principio, pues se impone la labor de interpretación. No nos parece adecuado proporcionar una misma solución para todas las sociedades anónimas, por cuanto el plazo máximo previsto para las cláusulas estatutarias de dos años no tiene el mismo significado en una sociedad cuya duración es limitada, en diez, quince o veinte años y, mucho menos, si la sociedad tiene duración indefinida. Por esta razón, entendemos que en lugar de aplicar automáticamente el plazo de dos años que impone la LSC para que las cláusulas estatutarias puedan tener acceso al Registro Mercantil por no atentar contra el principio esencial de transmisibilidad de las acciones, es preferible atender a las concretas circunstancias concurrentes para valorar si la prohibición concreta de transmitir hace prácticamente intransmisible la acción y, por tanto, vulnera un principio configurador de la sociedad anónima.

2.3. Las cláusulas de *Lock-up* en la transformación societaria

Una vez expuesto el distinto régimen aplicable a las prohibiciones de transmitir participaciones sociales o acciones nos referiremos a los efectos que puede tener sobre ellas la transformación societaria. Tanto en el supuesto de que la sociedad anónima adopte la forma de sociedad limitada, como el opuesto.

La transformación constituye una modificación estructural, que supone la adopción por una sociedad de un tipo social distinto conservando su personalidad jurídica (art. 3 LME). Este cambio va acompañado de modificaciones de estatutos sociales. En algunos casos estas modificaciones tienen por finalidad adaptar aspectos esenciales, como la denominación de la sociedad que, por ejemplo, pasará de ser una sociedad anónima a una sociedad limitada o suprimir las referencias a las participaciones sociales y sustituirlas por acciones. Pero en otros casos, las modificaciones estatutarias pueden tener mayor alcance, ya que habrá que suprimir aquellas referencias que tuvieran los estatutos sociales del tipo social originario que fueran incompatibles con el tipo social acogido en virtud de la transformación. A título de ejemplo, en una transformación de una sociedad anónima en limitada, habrá que eliminar cualquier previsión contenida en los estatutos por la que se exigiera la titularidad de un mínimo de acciones para asistir a la junta, que se encuentra amparado por el artículo 179.2 LSC. Como es sabido, el legislador prevé el derecho de asistencia de los socios (de la sociedad limitada) a la junta general como un derecho esencial y mínimo que no puede limitarse. Por tanto, la sola titularidad de una participación social atribuye al socio este derecho (art. 179 LSC). Por esta razón, cualquier limitación de asistencia a la junta debería ser suprimida de los estatutos sociales de la sociedad limitada resultante de la transformación.

Como hemos venido observando, el régimen de transmisión de participaciones sociales y de acciones es muy distinto y es fiel reflejo de los diversos principios configuradores de ambos tipos sociales. En las cláusulas de *Lock-up* se observan importantes diferencias, por lo que la transformación de la sociedad deberá venir acompañada de su modificación.

En la transformación de la sociedad limitada en sociedad anónima, las cláusulas estatutarias de bloqueo deberán modificarse para adaptarse a los límites temporales impuestos por la normativa. De manera que no podrán superar los dos años desde la constitución de la sociedad. En otro caso, el Registrador Mercantil rechazará la inscripción de dicha cláusula estatutaria. Por el contrario, en la transformación de la sociedad anónima en sociedad limitada podrán extenderse en el tiempo las cláusulas estatutarias e incluso aplicarse a las participaciones sociales que se emitan en posteriores ampliaciones de capital.

La cuestión fundamental radica en aclarar si es posible equiparar la constitución de la sociedad, como fecha de referencia a la que se refiere la norma al regular las cláusulas de prohibición de transmisión de las participaciones sociales o acciones, con la inscripción de la transformación. Esto es, si las cláusulas de prohibición deberían tomar como fecha de inicio la de la inscripción de la transformación o, por el contrario, debería mantenerse la fecha de la constitución de la sociedad originaria. Aunque la

cuestión es discutible, por cuanto la transformación supone la adopción de un tipo social, lo que podría asemejarlo a la constitución, sin embargo, entendemos que la previsión del legislador al concepto de constitución no puede extenderse a otros escenarios en los que se aprecien ciertas similitudes. La transformación no supone la constitución *ex novo* de una sociedad, sino que en todo momento persiste la personalidad jurídica de la sociedad (art. 3 LME). Tal elemento supone una diferencia esencial que, a nuestro juicio, impide asimilar ambos conceptos y por tanto aplicar dichas cláusulas estatutarias, por el tiempo que establezcan, contado a partir de la transformación⁽⁴⁸⁾.

Los acuerdos de socios o accionistas que contuvieran dichas cláusulas de bloqueo o *Lock-up* y que continúen en vigor tras la transformación, seguirán produciendo sus efectos entre los firmantes. No obstante, será habitual que éstos adecúen su contenido al nuevo tipo social acogido como resultado de la transformación. No obstante, pese a la autonomía contractual, las cláusulas de estos acuerdos no podrán contrariar la Ley ni los principios configuradores del tipo social resultante, pues en tal caso estarían viciadas en una nulidad absoluta por contrariar tanto preceptos imperativos, como los principios configuradores del tipo social y, en definitiva el orden público (art. 28 LSC y art. 1255 CC).

V. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO DE LAS CLÁUSULAS LIMITATIVAS A LA TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES

Terminaremos el trabajo con la exposición de las distintas tesis mantenidas por la doctrina y los tribunales acerca de los efectos que produce una transmisión de acciones efectuada sin respetar el régimen limitativo. Distinguiremos en función de que la limitación o el condicionamiento a la libre transmisibilidad se hubiera incluido en los estatutos sociales o en un pacto de accionistas.

En el primero de los casos, cuando las cláusulas limitativas figuren en los estatutos sociales, han convivido tres tesis. La primera de ellas, que es la mayoritaria, distingue entre validez y eficacia del negocio transmisivo entre las partes y su ineficacia frente a la sociedad. En virtud de esta primera tesis, se considera que el negocio concreto celebrado entre las partes (accionista originario y adquirente de las acciones) es válido y genera obligaciones exigibles entre éstas. Sin embargo, dicha transmisión no es oponible frente a la sociedad, de modo que ésta podrá legítimamente no reconocer como accionista y, en definitiva, no inscribir en el libro registro de acciones nominativas, al adquirente y no permitirle el ejercicio de los derechos del accionista⁽⁴⁹⁾.

(48) En igual sentido, CABANAS TREJO, R. y CALAVIA MOLINERO, J.M.^a (coord.) *La sociedad de responsabilidad limitada*, Barcelona, (1995), p. 31 que señalan que la referencia es a la constitución y no a la adopción de forma social. En sentido opuesto, PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, cit., p. 443.

(49) Como exponente de esta tesis, cabe señalar a BROSETA PONT, M. *Restricciones estatutarias*, cit., pp. 142 y ss. Entre la jurisprudencia, cabe destacar la STS de 24 de noviembre de 1987 (RJ 1987, 4171) que señalaba: «la cuestión tocante a la eficacia de la enajenación realizada vulnerando las restricciones estatutarias impuestas a las acciones nominativas, ha de ser resuelta, siguiendo la común opinión

La segunda tesis señalaba que el negocio era ineficaz, no solo frente a la sociedad, sino también entre las partes firmantes del negocio. Dentro de esta segunda postura, a su vez se distinguen dos posiciones. La partidaria de la anulabilidad, por aplicación analógica de los arts. 1322 y 1259 CC⁽⁵⁰⁾ y la de la nulidad radical⁽⁵¹⁾, si bien ésta última ha sido muy aislada, por cuanto la transmisión no contraviene una norma imperativa, sino un precepto estatutario.

La tercera tesis ha sostenido que, aunque la transmisión es ineficaz y no llega a consumarse, el contrato es válido y obligatorio. Por tanto, el transmitente incurrirá en responsabilidad contractual, que se asemeja a la venta de cosa ajena⁽⁵²⁾.

En el caso de que la cláusula limitativa se contuviera en el acuerdo de accionistas, es notorio que ésta no será oponible frente a la sociedad. Por ello, la transmisión sí será reconocida por la sociedad. Por supuesto, el incumplimiento de la cláusula contractual determinará la responsabilidad del firmante incumplidor frente a los demás. La inoponibilidad de este incumplimiento frente a la sociedad deberá flexibilizarse cuando el acuerdo de socios hubiera sido firmado por todos los accionistas de la sociedad, tal y como explicamos en otro apartado del trabajo.

de los autores patrios, en el sentido de que prescindiendo de las consecuencias obligacionales del negocio causal en el orden interno o inter partes, la sociedad viene facultada para desconocer como accionista al adquirente negándose a inscribirle en el libro registro especial a que hace referencia el artículo 35 —actual art. 55— y a conceptuarle legitimado para el ejercicio de los derechos sociales, que es en definitiva el efecto previsto por el artículo 46 —actual art. 63— cuando dispone que las limitaciones a la libre transmisibilidad de la acción serán válidas frente a la sociedad cuando estén expresamente impuestas en los estatutos». Igualmente, la RDGRN de 11 de febrero de 1986 y la SAP de Madrid de 6 de febrero de 2012 (JUR 2012, 113948).

(50) En este sentido, DE LA CÁMARA, M. «Las cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones en la nueva legislación sobre sociedades anónimas», *ASN*, t. IV, (1991), pp. 308-317.

(51) STS de 7 de octubre de 1999.

(52) PERDICES HUETO, A. *Cláusulas restrictivas*, *cit.*, pp. 108-121.

A MONETARIZAÇÃO DOS CRÉDITOS DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS

L. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS

Professor da Faculdade de Direito da Universidade do Porto

RESUMEN

A crise financeira enfraqueceu muito os bancos. Dadas as dificuldades de se refinanciar, a que se acrescentam as exigências regulatórias, tornou-se necessário recorrer aos créditos pecuniários decorrentes de empréstimos de médio e longo prazo, em especial aqueles garantidos por uma hipoteca, para os transformar em liquidez. Neste estudo analisamos os principais instrumentos de que os bancos se podem servir para esse efeito, centrando-nos depois num deles: a venda de créditos. Está dividido em duas partes. A primeira trata da caracterização da titularização, das obrigações hipotecárias, da cessão em garantia e avalia esses instrumentos sob o prisma da sua eficácia para a monetização dos créditos pecuniários. A segunda parte incide sobre a venda de créditos. No sistema jurídico português, como na generalidade dos sistemas latinos, a cessão de créditos não é um contrato, mas o efeito de um contrato base. A disciplina desse contrato é composta pelas regras da cessão de créditos (artigos 577.º a 588.º do Código Civil) assim como as da venda. Nesta parte do estudo fazemos uma análise detalhada desse regime global do prisma dos riscos corridos pelos cessionários/compradores desses créditos.

Palabras clave: empréstimos bancários de longo prazo, monetização de créditos, titularização, obrigações hipotecárias, cessão em garantia, venda de créditos, cessão de créditos.

ABSTRACT

The financial crisis has weakened the banks. Because of the severe difficulties they face to re-finance themselves, and the regulatory demands, the banks have been using their long and medium term monetary claims arising from long term loans, especially mortgage loans, to generate liquidity. This article deals with the most important financial transactions that have been used to that end, and focuses on one of them in particular: the sale of claims. It is divided in two parts. The first part tackles the characterization of securitization, covered bonds, assignment by way of security, and assesses the efficiency of each of these instruments to monetize monetary claims. The second part focuses on the sale of money claims. In the Portuguese legal system, like in the other Latin legal systems, the assignment of claims is not a contract in itself, but part of an underlying contract. The regime of this contract comprises both the legal rules on the assignment of claims (Articles 577 to 588 of the Portuguese Civil Code) and the rules on the contract of sale. The object of this part of the study is to make an in-depth analyze of this global regime from the standpoint of the risks faced by the buyers/assignees of those claims.

Keywords: banking loans, monetization of monetary claims, securitization, covered bonds, transfer of claims by way of security, sale of monetary claims, assignment of claims.

SUMARIO

- I. INTRODUÇÃO.
- II. OS INSTRUMENTOS DE MONETARIZAÇÃO DOS CRÉDITOS BANCÁRIOS.
 - 1. **A razão de ser.**
 - 2. **Instrumentos de monetarização dos créditos hipotecários dos bancos.**
 - A) As obrigações hipotecárias (*covered bonds*).
 - B) As obrigações titularizadas (*securitized bonds*).
 - C) A cessão em garantia.
 - D) A venda dos créditos.
- III. O REGIME ESPECÍFICO DA CESSÃO DE CRÉDITOS POR VENDA.
 - 1. **Aspetos gerais.**
 - 2. **As cláusulas de incedibilidade.**
 - 3. **A ausência de notificação (cessão silenciosa). Consequências.**
 - 4. **O objeto da cessão.**
 - A) Os créditos futuros, em especial. Admissibilidade e modalidades.
 - B) O regime dos créditos futuros na insolvência do vendedor/cedente.
 - 5. **A articulação da posição do cedente com a do cessionário.**
 - 6. **As garantias prestadas pelo cedente.**

I. INTRODUÇÃO

Elemento central no património dos bancos europeus são os créditos face a sociedade comerciais ou a particulares. Nesse quadro, tem particular relevância os créditos de longo prazo face a particulares, decorrentes de empréstimos para aquisição de habitação garantidos por hipoteca.

Face às necessidades de liquidez dos bancos, hoje manifestas, torna-se necessário monetarizar (*monetizzazione*)⁽¹⁾, ou seja, transformar esses créditos em dinheiro, o que permite alterar a composição do ativo e responder também a exigências regulatórias.

Há diversos instrumentos que permitem atingir esse resultado.

(1) MARIA COSTANZA, *La cessione del credito da sistema di trasferimento del diritto a contratto di finanziamento*, in *La cessione dei crediti d'impresa* (a cura de Giovanni Tatarano), Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 1995, pp. 161-162.

O objetivo deste trabalho é verificar se, e em que medida, as diferentes figuras jurídicas são aptas a transformar créditos pecuniários em liquidez. Dentro destas far-se-á uma análise mais detalhada da venda de créditos, uma vez que além de permitir uma monetarização integral e definitiva desses ativos, tem sido das vias mais utilizadas pelos bancos europeus para a obtenção de liquidez⁽²⁾ ⁽³⁾.

O percurso será o seguinte⁽⁴⁾ ⁽⁵⁾.

Começaremos por referir as razões económico-financeiras que estão na base da necessidade de monetarizar os créditos bancários, em particular os decorrentes de mútuos para aquisição de habitação garantidos por hipoteca. Analisaremos depois os diversos instrumentos que os bancos podem utilizar para esse fim.

Na sequência da análise da venda de créditos, o foco incidirá por último sobre o mecanismo nuclear do negócio, a cessão dos créditos e as debilidades que do seu regime geral resultam para a posição do comprador/cessionário.

II. OS INSTRUMENTOS DE MONETARIZAÇÃO DOS CRÉDITOS BANCÁRIOS

1. A razão de ser

A crise financeira de 2007-2008 e agora a crise da dívida soberana na EU criaram diversas dificuldades aos bancos. Na verdade, debilitaram-nos, causando-lhes perdas, e, por outro lado, dificultaram muitíssimo o seu financiamento, porque o mercado interbancário deixou de funcionar com regularidade. Muito do financiamento dos bancos europeus é, hoje, assegurado no âmbito do BCE.

Confrontados com estas dificuldades, os bancos por toda a Europa (mas especialmente aqueles dos países com maiores dificuldades, os denominados países periféricos) têm procurado monetarizar os seus créditos hipotecários, substituindo-os no seu património — ou, se se quiser utilizar uma expressão dos economistas, no seu balanço — por liquidez.

(2) Não iremos tratar, a título principal, os créditos correspondentes a financiamentos concedidos por bancos, em que já se verifique um incumprimento por parte dos devedores (*non performing loans*). Cfr. EDWARD I. ALTMAN/SHUBIN JHA, *Market size and investment performance of defaulted bonds and bank loans: 1987-2002*, (February 2003). NYU Working Paper No. S-CDM-03-04 (available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1295804>>).

(3) Não nos referimos aqui também às obrigações emitidas por sociedades que apresentam um risco elevado (*stressed bonds*), que são depois compradas por entidades financeiras com um grande desconto relativamente ao seu valor de emissão.

(4) O trabalho, como se refere em texto, está dividido em duas partes. A primeira, se nos podemos exprimir assim, de caráter «macro» e a segunda da caráter «micro».

(5) A análise é realizada sob o prisma da aplicação da lei portuguesa às figuras analisadas, em especial no que toca aos diferentes aspetos de regime das cessões de créditos. Quanto às cessões internacionais de créditos, ver MIGUEL PESTANA de VASCONCELOS, *As cessões internacionais de créditos. O regime do regulamento Roma I.*, RFDUP, 2012, pp. 139, ss.

Há diversos instrumentos a que os bancos podem recorrer para esse efeito. Assim, o recurso à emissão de obrigações hipotecárias (*covered bonds*), de obrigações titularizadas (*securitized bonds*), a cessão fiduciária dos créditos em garantia (ou seu penhor) no quadro dos contratos de garantia financeira e, por fim, a sua venda a terceiros que ao adquiri-los fazem um investimento, retirando um lucro da diferença entre o preço pago e o valor económico dos créditos como objeto de negócios (valor esse que está ligado aos seus devedores, às garantias que lhe estão ligadas, à taxa de juro).

Passamos de seguida à sua análise, verificando se, e em que medida, são aptos a realizar a referida monetarização dos créditos.

2. Instrumentos de monetarização dos créditos hipotecários dos bancos

A) As obrigações hipotecárias (*covered bonds*)

As *covered bonds*⁽⁶⁾ (reguladas pelo Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3) caracterizam-se por estarem garantidas por um conjunto de ativos integrados num património autónomo, constituído por créditos hipotecários, destacado do património geral do banco do emitente. O que significa que, em caso de incumprimento, os seus titulares, e só eles, se podem satisfazer pelo produto da venda desses créditos e, caso não sejam suficientes, pelos restantes bens do património geral do banco. Por isso se diz que têm um duplo recurso.

Distinguem-se assim das obrigações clássicas cuja garantia é constituída exclusivamente pelo património geral do emitente. Tal como as obrigações titularizadas, têm um património afeto à sua satisfação, mas diferem delas, entre outros aspetos, por não estarem garantidas unicamente por ele.

Os ativos que compõem esse património⁽⁷⁾ são créditos pecuniários vincendos e não sujeitos a condição, que não se encontrem dados em garantia nem judicialmente

(6) Sobre estas na doutrina portuguesa, ver: M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 544, ss.; A. RIBEIRO MENDES, *Um novo instrumento financeiro: as obrigações hipotecárias*, Rev. Ban., 1990, pp. 59, ss.; J. CALVÃO DA SILVA, *Titul[ariz]ação de créditos. Securitization*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, 2005, pp. 151, ss.; A. SARAIVA MATIAS, *Obrigações hipotecárias e titularização de créditos hipotecários*, BFDUC, 2009, pp. 621, ss.; PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 148, ss.; PEDRO FERREIRA MALAQUÍAS, *O novo regime das obrigações hipotecárias em Portugal*, in Actualidad jurídica, Homenaje ao professor D. Rodrigo Uria González en el centenario de su nacimiento, 2006, pp. 99, ss. FILIPE SANTOS BARATA, *As obrigações hipotecárias*, Dissertação de Mestrado em Ciências-Jurídicas (Direito Bancário), Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2008.

Ver também: ALASTAIR HUDSON, *The law of finance*, Sweet and Maxwell, London, 2009, pp. 927, ss.; ANDREW McKNIGHT, *The law of international finance*, Oxford University Press, Oxford, 2008 pp. 629, ss.

(7) Dos bens da entidade emitente, alguns deles passam a integrar um património autónomo criado para servir de garantia às obrigações hipotecárias emitidas e, por isso, se diz que estão afetos a estas.

Para integrarem o património autónomo afeto a essa emissão de obrigações hipotecárias esses bens têm de ser destacados do património geral do emitente. Tal implica que sejam adequadamente registados em contas segregadas da entidade emitente e identificados sob forma codificada nos documentos das emissões (art. 4.^o núm. 3 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). Deste registo nas contas devem constar,

penhorados ou apreendidos e de que sejam sujeitos ativos as entidades emitentes garantidos por primeira hipoteca constituídas sobre bens imóveis destinados à habitação ou para fins comerciais e situados num Estado membro da União Europeia [art. 16.º, núm. 1, al. a) do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3].

Para além destes créditos, podem integrar ainda o património outros ativos, como os depósitos, no Banco de Portugal, de moeda ou títulos elegíveis no âmbito de operações de crédito do Eurosistema [art. 16.º, núm. 1, al. b) e art. 17.º, núm. 1, al. a) do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3], depósitos à ordem ou a prazo constituídos junto de instituições de crédito⁽⁸⁾ com notação de risco igual ou superior a «A -» ou equivalente [art. 16.º, núm. 1, al. b) e art. 17.º, núm. 1, al. b) do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3] ou outros ativos que preenchem simultaneamente requisitos de baixo risco e de elevada liquidez, a definir por aviso do Banco de Portugal [art. 16.º, núm. 1, al. b) e art. 17.º, núm. 1, al. c) do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3].

Note-se, no entanto, que a soma destes ativos não pode ultrapassar «20% do valor total dos créditos hipotecários e dos outros ativos afetos à garantia das obrigações hipotecárias» (art. 17.º núm. 3 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). O que significa que, no essencial, esse património é constituído por créditos hipotecários, isto é, eles próprios garantidos por hipoteca.

O património autónomo aqui criado implica somente que os créditos pecuniários e outros ativos que o integram não respondem «por qualquer dívida da entidade emitente até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações hipotecárias» (art. 4.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). Pelo que os outros credores do emitente não se podem satisfazer por esses bens, enquanto não se proceder ao integral pagamento das quantias referidas⁽⁹⁾. Porém, na eventualidade de os bens que compõem o património autónomo não serem suficientes para a satisfação integral dos titulares das obrigações hipotecárias, responderão os restantes bens integrados no património geral do emitente. O que significa que estamos face a um património autónomo imperfeito⁽¹⁰⁾.

A proteção dos titulares das obrigações hipotecárias não se limita, o que já não é pouco, com a constituição de um património autónomo (imperfeito, e especialmente vantajoso para estes, como se acabou de referir). Para além disso, foi reforçado o valor

para cada crédito, o montante ainda em dívida, a taxa de juro, o prazo de amortização, o Cartório notarial onde foi celebrada a respetiva escritura de hipoteca, quando aplicável, e referências relativas à inscrição definitiva das hipotecas na conservatória do registo predial (art. 4.º núm. 4 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). Por sua vez, a chave do código referido fica depositada no Banco de Portugal. As condições em que os titulares das obrigações hipotecárias, em caso de incumprimento, podem ter acesso à mesma, devem ser fixadas por Aviso do Banco de Portugal (art. 4.º núm. 5 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). Ver, ainda, a este respeito, a Instrução do Banco de Portugal núm. 13/2006.

(8) Estas instituições não podem encontrar-se em relação de domínio ou de grupo com a entidade emitente - art. 17.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3.

(9) Note-se que as obrigações hipotecárias enquanto estiverem na posse da entidade emitente não gozam deste particular regime, ou seja, da garantia que lhes é conferida, nos termos apontados, pelo património autónomo - art. 21.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3.

(10) Ver com mais detalhe, e indicações bibliográficas quanto a este ponto, M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, cit., pp. 548, ss.

económico dos créditos hipotecários e impôs-se uma sobregarantia dos bens integrados no património autónomo (que são essencialmente créditos hipotecários, como se viu) face ao valor nominal global das obrigações hipotecárias (o valor nominal global das obrigações hipotecárias em circulação não pode ultrapassar os 95% do valor nominal global dos créditos hipotecários e dos outros ativos afetos às referidas obrigações — art. 19.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3)⁽¹¹⁾. Os titulares das obrigações gozam ainda de um privilégio creditório especial sobre os créditos hipotecários e outros ativos que compõem o referido património (art. 3.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3). Por fim, os credores estão igualmente tutelados na eventualidade de insolvência do emitente, porque o património autónomo não faz parte da massa insolvente. Os bens que o integram, os créditos, os outros ativos, bem como o próprio produto dos juros e reembolsos desses créditos e dos outros ativos, são separados e geridos autonomamente, de acordo com um procedimento definido pelo Banco central^{(12) (13)}.

Os bancos têm recorrido a este instrumento como forma de obter liquidez. É particularmente útil porque não têm que alienar esses ativos, os créditos pecuniários garantidos por hipotecas, a um preço mais baixo do que o seu valor de mercado, mantendo-os em carteira (e evitando perdas). É mais seguro para os investidores do que o recurso a obrigações titularizadas, uma vez que, para além do património autónomo afeto aos titulares das obrigações, se este for insuficiente, eles poderão recorrer ainda ao restante património do banco⁽¹⁴⁾. Contudo, não tem efeitos na *ratio* de capitais, uma vez que os créditos continuam a integrar o património do banco.

De todo o modo, trata-se neste momento de um dos principais instrumentos de financiamento da banca. Em 2011 os bancos europeus emitiram 335bn de dólares em *covered bonds*⁽¹⁵⁾.

B) As obrigações titularizadas (*securitized bonds*)

A emissão de obrigações titularizadas é uma das vias para a titularização de créditos (bem como de outros bens) admitida pelos diversos ordenamentos jurídicos, sendo a outra o recurso a fundos de titularização ou a *trusts*.

(11) De acordo com o art. 19.º núm. 4 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3, o Banco de Portugal pode estabelecer por Aviso os termos para o cálculo do limite referido (assim como os outros números da mesma disposição), bem como outros limites ou condições e respetivos métodos de cálculo, nomeadamente em matéria de cobertura e gestão dos riscos. Tal veio a suceder pelo Aviso do Banco de Portugal núm. 6/2006, de 2 de Outubro.

(12) Art. 5.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 59/2006, de 20/3. O respetivo Aviso é o Aviso do Banco de Portugal núm. 8/2006, de 2 de Outubro.

(13) De forma desenvolvida quanto aos instrumentos de tutela dos titulares das obrigações hipotecárias, ver M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, cit., pp. 548, ss.

(14) Além do que tem vantagens, preenchidos que estejam determinados requisitos, em termos regulatórios. Cfr. A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 695

(15) Cfr. TRACY ALLOWAY, *Regulators turn to banks' use of secured funding*, in *Financial Times*, 4/12/2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5191d00e-1e79-11e1-a75f>).

A titularização⁽¹⁶⁾, tradução de *securitization* — que está regulada em Portugal está regulada pelo Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11⁽¹⁷⁾—, consiste, *grosso modu*, numa operação complexa que integra uma venda de créditos e conduz, subsequentemente, à emissão de valores mobiliários, obrigações titularizadas ou unidades de participação (UP), que assentam nesses direitos cedidos, cujo benefício económico, e o risco, se transfere para o adquirente desses valores mobiliários⁽¹⁸⁾.

Como o crédito não fica no património do concedente, mas se transmite a terceiro para servir de base à emissão dos valores mobiliários, fala-se aqui em *originate to distribute*.⁽¹⁹⁾

(16) Sobre esta, ver: DIOGO LEITE DE CAMPOS, *A titularização de créditos. Bases gerais*, in Titularização de créditos, Lisboa, Instituto de direito bancário, 2000, pp. 9, ss.; D. LEITE DE CAMPOS/MANUEL MONTEIRO, *Titularização de créditos, anotações ao decreto-lei núm. 453/99, de 5/11*, Almedina, Coimbra, 2001; D. LEITE DE CAMPOS/CLÁUDIA SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, Almedina, Coimbra, 2007; M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, cit., pp. 554, ss.; J. CALVÃO DA SILVA, *Titul[ariz]ação de créditos, securitization*, cit.; LUÍS MENEZES LEITÃO, *Cessão de créditos*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 540, ss.; MANUEL MONTEIRO, *O recente regime português da titularização de créditos*, in Titularização de créditos, Instituto de direito bancário, Lisboa, 2000, pp. 193, ss.; M.^a JOÃO VAZ TOMÉ, *O trust e a titularização de créditos —breves considerações—*, in Titularização de créditos, Instituto de direito bancário, Lisboa, 2000, pp. 165, ss.; PAULO CÂMARA, *A operação de titularização*, in: Titularização de créditos, Lisboa, Instituto de direito bancário, 2000, pp. 65, ss.; idem, *Manual de direito dos valores mobiliários*, cit., pp. 320, ss.; CARLOS COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 426, ss.; JOÃO FILIPE MONTEIRO PINTO/MANUEL OLIVEIRA MARQUES, *O movimento de titularização de activos em Portugal*, Cad. MVM, Abril, 2007, pp. 8, ss.

Ver ainda: BARRY DITCHER, *Securitisation in the United States: why and how?*, in: Titularização de créditos, Instituto de direito bancário, Lisboa pp. 19, ss.; MITCHELL BERLIN, *Securitization*, in The new Palgrave dictionary of money and finance, vol. III, Macmillan reference limited/Stockton press, London/New York, 1997, p. 433, ss.; PIERO SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, RDCiv., 2001, pp. 265, ss.; MICHEL GERMAIN, *La titrisation des créances en France*, in Instituto de direito bancário, Lisboa, 2000, pp. 153, ss.; JOANNA BENJAMIN, *Financial law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, pp. 402, ss.; A. HUDSON, *The law of finance*, cit., pp. 1195, ss.; A. MCKNIGHT, *The law of international finance*, cit., pp. 628, ss.; RAFAEL MINGUEZ PRIETO, *A nova regulação sobre a titularização de activos* (tradução de Ana Filipa Cordeiro), in: Titularização de créditos, Instituto de direito bancário, Lisboa, 2000, pp. 27, ss.; ENRIQUE PIÑEL LÓPEZ, *Nuevos instrumentos de financiación*, in *Tendencias actuales en torno al mercado del credito*, Juana Pulgar Ezquerro (dir.), Carlos Vargas Vassero, Marcial Pons, Madrid, Barcelona, Buenos Aires, 2010, pp. 33, ss.; M. NAMEN CHALUB, *Negócio fiduciário*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998, pp. 266, ss.

(17) Alterado pelo Dec.-Lei núm. 82/2002, de 5/4, pelo Dec.-Lei núm. 303/2003, de 5/12, pelo Dec.-Lei núm. 52/2006, de 15/3, e pelo Dec.-Lei núm. 211-A/2008, de 3/11.

(18) Na definição de A. HUDSON (*The law of finance*, cit., p. 1169): «Securitisation is the process by which a range of cash receivables or similar assets are grouped together and offered to investors in the form of a security in return for a capital payment from the investors».

(19) A titularização está ligada à crise financeira de 2007-2008. Contudo, as perdas só assumiram particular relevo quanto às obrigações titularizadas assentes em créditos hipotecários do mercado dos Estados Unidos. Naqueles assentes em créditos hipotecários do mercado europeu, as perdas foram só de 0.7%. Claro está que a perda de valor no mercado desses produtos foi muito maior.

Mas não há qualquer motivo para a colocar de lado. Desde que se tomem as devidas cautelas, que a própria estrutura da operação globalmente considerada impõe, e que são significativamente reforçadas se os bancos *originators* tiverem que manter no seu património (no seu balanço) parte dos créditos hipotecários (porque a celebração de contratos de empréstimo para simples efeitos de titularização, portanto, geran-

Sem se pretender analisar aqui o complexo regime da titularização (*securitization*), mas focar só um aspeto da estrutura de uma das suas modalidades, o recurso a obrigações titularizadas, apontamos sinteticamente o seguinte.

Elemento central desta operação é a transferência dos créditos⁽²⁰⁾ (o que não sucede, como vimos, nas obrigação hipotecárias), dotados das características legalmente impostas⁽²¹⁾, podendo ser presentes ou futuros,⁽²²⁾ por parte de um dos cedentes que em regra são bancos (embora não necessariamente, o próprio Estado pode recorrer à titularização de créditos fiscais⁽²³⁾), a um *special purpose vehicle* (que pode ser, como se começou por dizer um *trust*, uma sociedade de titularização de créditos, ou fundo de titularização de créditos —entre nós, só estes dois últimos, art. 3.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11)⁽²⁴⁾.

Para o fim que aqui visamos, como se começou por dizer, interessa-nos meramente a titularização realizada através sociedade de titularização de créditos que emite as obrigações titularizadas.

O negócio base da cessão dos créditos é a venda⁽²⁵⁾. Nos termos da lei, a cessão tem que ser «plena» (*true sale*). A sociedade de titularização de créditos adquire os referidos direitos, correndo integralmente o risco de incumprimento ou mesmo insolvência dos devedores cedidos⁽²⁶⁾. O cedente não presta qualquer garantia, em particular a da solvência do devedor (art. 4.º núm. 6 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11).

do a aquisição de créditos que os bancos não queriam, de outra forma, manter no seu património —ativos de elevado risco—, é uma das principais debilidades deste instrumento), trata-se de um importante meio de obtenção de financiamento bancário e de proteção contra o risco. Daí que se fale de um renascimento da titularização. Cfr. *Securitisation: second infancy*, in *Financial Times* de 3 de janeiro de 2010, consultado em <<http://www.ft.com/cms/s/3/a82b1e66-24f0-11e1-8bf9-00144feabd0.html#ixzz1OIHd1j>>.

(20) O regime português só admite a titularização de créditos e não de outros ativos.

(21) Cfr. art. 4.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11.

(22) Os créditos futuros para serem cedidos para efeitos de titularização, têm que obedecer ao disposto no art. 4.º núm. 3 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11, desde que resultem de relações jurídicas pré constituídas e de montante conhecido ou estimável. Sobre a cessão de créditos futuros para titularização, desenvolvimente, D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., pp. 93, ss.

(23) Art. 4.º, núm. 5, al. b) do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11.

(24) Quanto a estes veículos de titularização, ver D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., pp. 50, ss.

(25) O contrato pode ser celebrado por documento particular mesmo, tendo por objeto créditos hipotecários (art. 7.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Trata-se de um outro instrumento destinado a flexibilizar esta cessão.

(26) Há diferentes formas de estruturar a operação. O *pass through*, em que o cedente transmite os créditos à SPV que, por sua vez, os transmite aos adquirentes das obrigações, onde esses créditos estão incorporados. A SPV, nesse caso, limita-se a fazer os pagamentos aos investidores das quantias referentes à satisfação dos seus créditos, nas datas de vencimento destes e nos montantes pagos, com dedução das despesas e encargos. No *pay through*, pelo contrário, o titular dos créditos é a própria SPV. Esta emite as obrigações titularizadas, cuja garantia consiste justamente nos créditos dessa emissão. Cfr. J. CALVÃO DA SILVA, *Titul[ariz]ação de créditos. Securitization*, cit., pp. 17-18; D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., pp. 32-33. Como se vê, aquele exposto em texto é o segundo.

Os créditos saem definitivamente da sua esfera (do seu balanço, na expressão económica), sendo aí substituídos pela quantia que o cessionário paga pela sua aquisição —na verdade, o preço⁽²⁷⁾. A sociedade de titularização de créditos emite as referidas obrigações, de forma a obter recursos para pagar o preço da compra dos bens que integram o património autónomo (art. 39.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11).

Essa massa de bens está separada, tanto do património geral da sociedade, como de outros créditos afetos a outra emissão, ou emissões, de obrigações titularizadas e que compõem o outro, ou outros, património(s) autónomo(s) a ela, ou elas, afeto(s) (claro está, na eventualidade de a sociedade de titularização ter realizado mais do que uma emissão de obrigações titularizadas).

Com efeito, esses bens (incluindo-se aqui não só os créditos, mas também o produto do seu reembolso e respetivos rendimentos —art. 61.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11), e só eles, respondem pelas dívidas de reembolso do capital e pagamento dos juros dos titulares das obrigações titularizadas daquela emissão⁽²⁸⁾ (arts. 61.º e 62.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Não respondem pelas dívidas da sociedade de titularização, a não ser que (salvo na falta de disposição legal ou convenção em contrário incluída no contrato respeitante à operação de titularização de créditos correspondente) estejam integralmente satisfeitos os créditos dos titulares das obrigações titularizadas (art. 62.º, núm. 3 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Enquanto tal não suceda, os credores da sociedade poderão meramente penhorar (*rectius*, poderá ser penhorado em ação executiva interposta contra a sociedade) o crédito, eventual, a esse remanescente (art. 62.º núm. 4 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11).

Igualmente, não respondem ainda pelas obrigações de uma outra emissão. Por elas só responderá o património autónomo que lhes está afeto. A lei impõe, em homenagem ao princípio da segregação, que os bens que a cada momento integrem o património autónomo afeto a cada emissão (uma vez que este não é uma realidade estática), sem sofrer alterações, devem ser adequadamente descritos em contas segregadas da sociedade e identificados sob forma codificada nos documentos de emissão —art. 62.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11.

A sociedade de titularização consiste numa sociedade instrumental⁽²⁹⁾, um simples veículo (o *special purpose vehicle* - SPV) da operação que permite separar e os créditos adquiridos do património do cedente e emitir os referidos valores mobiliários para financiar a compra, cujo preço. Tem por isso em regra um capital social reduzido (*thinly capitalized*), não desenvolvendo qualquer outra atividade económica⁽³⁰⁾.

(27) E, nessa medida, são um instrumento de garantia para o cedente. Cfr. A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 631.

(28) Incluem-se, igualmente, as despesas e encargos relacionados com a emissão das obrigações titularizadas — arts. 61.º e 62.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11.

(29) Sobre estas, ver PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 80-81.

(30) Segundo informam D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO (*Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., p. 31), quem contratar com uma SPV deverá obrigar-se a não deduzir um pedido de declaração de insolvência dessa sociedade.

Os fluxos (*streams*) decorrentes da amortização do capital e do pagamento dos juros são transferidos para o adquirente das obrigações titularizadas. O que significa que os valores criados na relação bancária tradicional são depois transformados em produtos do mercado de capitais. É evidente que, dessa forma, se cria um novo e muito relevante o instrumento de financiamento bancário. Claro está que, para o efeito, tem que ser criados mecanismos de ligação dos fluxos decorrentes dos créditos aos pagamentos aos titulares dos valores mobiliários. O que implica que haja uma coincidência de prazos entre os pagamentos das obrigações e os dos créditos⁽³¹⁾, ou que esse desvio (*mismatch*) seja coberto, entre outros mecanismos, por via de *swaps*,⁽³²⁾ ou da concessão de crédito bancário⁽³³⁾.

Uma SPV não está limitada a emitir uma única série de obrigações. Pode emitir diferentes obrigações de séries diversas, cada uma delas constituindo um património separado composto pelos ativos titularizados, afetos às obrigações emitidas com base nele.

Ainda, e dentro de cada série, as obrigações titularizadas podem ser de diferentes categorias, quer quanto às garantias estabelecidas a favor dos seus titulares, quer quanto às taxas de remuneração (fixas ou variáveis), quer quanto ao seu grau de preferência (art. 60.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Trata-se do *tranching*.⁽³⁴⁾ Podemos distinguir três tipos de classes de obrigações: *senior*, *mezzanine* e *junior*.⁽³⁵⁾ Os titulares das obrigações seniores —que beneficiam, pela sua melhor qualidade, de um *rating* superior— serão pagos em primeiro lugar, depois os das *mezzanine* e, por fim, havendo bens, os das juniores. Como forma de compensação, uma vez que o risco destas últimas obrigações é maior, os juros a elas associados são também mais elevados. As prioridades entre as obrigações são, em regra, obtidas através de cláusulas de subordinação e a constituição de garantias⁽³⁶⁾.

Uma vez que os créditos saem da esfera do concedente, verifica-se uma melhoria no que diz respeito à adequação dos capitais, uma vez que se tivessem sido mantidos no balanço teria sido necessário afetar a eles uma percentagem do capital do banco para cobrir esses riscos⁽³⁷⁾.

Ao contrário do que sucede com as obrigações hipotecárias, e embora os créditos vendidos e afetos às obrigações titularizadas sejam, em regra, também créditos hipotecários, não existe a exigência da sobregarantia do valor do bem hipotecado relativamente ao valor nominal do crédito (garantido pela hipoteca) cedido. Efetivamente,

(31) Nos termos da lei: devem as obrigações titularizadas ter datas de vencimento «adequadas ao prazo dos créditos subjacentes» —art. 60.º do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11.

(32) J. BENJAMIN, *Financial law*, cit., p. 413.

(33) A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 689.

(34) Cfr. PHILIP WOOD, *Law and practice of international finance*, Sweet and Maxwell/Thomson Reuters, London, 2008, pp. 453-454.

(35) J. BENJAMIN, *Financial law*, cit., p. 407.

(36) J. BENJAMIN, *Financial law*, cit., p. 407.

(37) Cfr. FRANCESCA FIORENTINI, *Le garanzie immobiliari in Europa. Studio di diritto comparato*, Stämpfli Editore, Edizioni Scientifiche italiane, Bern, 2009, p. 510.

a lei recorreu aqui a um outro mecanismo de proteção dos titulares desta modalidade de obrigações. Consiste em recorrer à «melhoria ou valorização do crédito» (*credit enhancement*) externa através de uma garantia prestada por terceiro (mas não, como se viu, pelo cedente, de quem o crédito fica integralmente desligado) ou transferindo-se o risco de incumprimento para uma empresa de seguros. Em regra, porém, tal verifica-se através de *credit default swaps*⁽³⁸⁾ que transferem o risco de incumprimento para quem os vende⁽³⁹⁾. Pode também proceder-se ao estabelecimento de uma margem de diferença entre o valor nominal das obrigações e o valor dos bens, neste caso os créditos, incluídos no património autónomo. A margem poderá ser maior ou menor⁽⁴⁰⁾.

Estes aspetos são particularmente importante para a notação de risco (*rating*)⁽⁴¹⁾ ⁽⁴²⁾. Melhora, evidentemente, sempre que o risco corrido pelos investidores for, desta forma, reduzido. Repare-se que ele assenta só na qualidade dos ativos e não numa análise do cedente ou *originator*. Por isso, é de grande relevo para informação e proteção dos investidores nesta modalidade de obrigações a avaliação realizada por parte de uma sociedade de notação de risco (*rating*). Será com base nesta informação que os investidores tomarão a sua decisão de compra.

O *aspeto nuclear* da garantia dos titulares das obrigações titularizadas (tal como as hipotecárias), como se tem vindo a sublinhar, reside no património autónomo que lhes está afeto acompanhado dos instrumentos que permitem assegurar a sua consistência económica, aqui a garantia prestada por terceiro (acompanhada, ou não, por uma sobregarantia). É evidente que, associado a este aspeto está o sistema de prioridades entre as diversas obrigações dessa mesma emissão. As obrigações seniores conferem aos seus titulares um nível de proteção mais elevado. Nessa medida, como se disse, obtém um *rating* superior.

Este mecanismo, da titularização, com a estrutura da emissão assente no *tranching* das obrigações, permite criar produtos com um *rating* superior às obrigações emitidas pelo cedente/*originator*. Por isso, o recurso à titularização, com a aquisição pelo cedente/*originator* dessas obrigações, permite que elas sejam utilizadas como garantia de financiamentos que exigem garantias com esses *ratings* superiores.

(38) Sobre estes, ver: CHRISTOPHER WHITELEY/DIANE MAGE, *Loan trading considerations under a CDO*, in: Expansion and diversification in securitization. Yearbook 2007 (ed. por Jan Job de Vries Robbé e Paul Ali), Kluwer law international, 2008, pp. 13, ss.; P. WOOD, *Law and practice of international finance*, cit., pp. 433-444.

(39) Há ainda outras formas de se obter este resultado, como a concessão de um empréstimo cujo pagamento será subordinado ao das obrigações. Sobre elas, ver A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 705.

(40) Fala-se a este propósito de uma sobregarantia ou *overcollateralization*, J. BENJAMIN, *Financial law*, cit., p. 408.

(41) 6.3.1. Anexo I, art. 1.º da Orientação do Banco Central Europeu de 20 de setembro de 2011 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2011/14), in JOUE núm. L 33/1 de 14.12.2011

(42) Ponto é que essa avaliação pelas sociedades de notação de risco ou *rating* seja correta. O que não sucedeu, como bem se sabe, naquelas realizadas antes da crise financeira de 2007-2008 e que contribuiu decisivamente para ela.

A generalidade dos sistemas jurídicos adotou regimes que favorecem a titularização⁽⁴³⁾, em particular, para o que agora nos interessa, no que diz respeito à cessão de créditos. Com efeito, as regras da transmissão de créditos para titularização são configuradas para se afastar a atuação do cedente sobre o crédito cedido.

Por isso, para além de o transmitente não poder assumir qualquer garantia quanto ao crédito (como se tem vindo a sublinhar), a cessão produz efeitos face aos devedores cedidos, sempre que aquele seja um dos entes do art. 6.º núm. 4 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11, que são os mais relevantes, no momento em que se tornar eficaz entre cedente e cessionário não sendo necessário o conhecimento notificação ou aceitação destes últimos⁽⁴⁴⁾.

Acresce que os devedores só poderão invocar contra o cessionário os meios de defesa que provenham de facto anterior àquele em a cessão se torne eficaz entre cedente e cessionário (art. 6.º núm. 5 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). No que constitui uma exceção, no que toca os meios de defesa do devedor cedido, ao disposto no art. 585.º CCP.

O mesmo sucede quanto à dupla cessão do mesmo crédito. Com efeito, se a segunda cessão for a notificada em primeiro lugar, prevalece a transferência primitiva (ao contrário do que dispõe, para o regime geral, o art. 584.º CCP). A letra do art. 6.º núm. 4 do mesmo diploma não abarca este caso, mas parece claro que essa é também a sua teleologia, devendo, por isso, ser interpretada extensivamente para se incluírem aqui os segundos cessionários do mesmo crédito. Os adquirentes das obrigações titularizadas não podem ficar sujeitos ao risco de uma segunda cessão de créditos que prevaleça, como poderia acontecer por força da aplicação do regime geral (art. 584.º CCP).

Na verdade, a disciplina destas cessões para titularização visa isolar tanto quanto possível o crédito do seu anterior titular. Tal não seria conseguido se este pudesse ainda alienar o direito a terceiro que, notificando o devedor, o viesse a adquirir. Por outro lado, acabaria por se vir a obter resultados contrários aos visados pela norma ao dispensar a notificação, uma vez que os cessionários para afastarem o risco da perda posterior do direito seriam constringidos a realizá-la.

Com vista a manter a neutralidade da operação face aos devedores dos créditos cedidos, que não sabem da transferência do direito, o relacionamento com eles é mantido pelo banco/cedente⁽⁴⁵⁾⁻⁽⁴⁶⁾. Efetivamente, é à instituição de crédito, em regra⁽⁴⁷⁾, a quem cabe a gestão dos direitos transferidos e das respetivas garantias, a sua cobrança

(43) Ver sobre a titularização em Itália, França e Espanha, respetivamente: P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., pp. 265, ss.; M. GERMAIN, *La titrisation des créances em France*, cit., pp. 153, ss.; R. MINGUEZ PRIETO, *A nova regulação sobre a titularização de activos*, cit., pp. 27, ss.

(44) Ao contrário do regime geral do art. 583.º, núm. 1 CCP.

(45) Ou, tratando-se de fundos de pensões, a respetiva sociedade gestora.

(46) Trata-se de um aspeto central da cessão, cfr. E. PIÑEL LÓPEZ, *Nuevos instrumentos de financiación*, cit., p. 38.

(47) Na lei portuguesa, obrigatória quando cedente seja instituição de crédito, sociedade financeira ou empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundos de pensões (art. 5.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11).

e os serviços administrativos a eles relativos⁽⁴⁸⁾. Para o efeito, é celebrado um contrato de gestão entre a SPV e o banco cedente, recebendo ele uma comissão pelo serviço prestado (art. 5.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11).

O sistema de tutela dos titulares das obrigações titularizadas é completado com a proteção insolvencial. Este aspeto é da maior relevância na operação. O que se pretende é afastar os bens integrantes do património autónomo de todos os riscos, exceto aquele de incumprimento pelos devedores cedidos. Por isso, se usa a imagem de um «muro de fogo» («firewall») à volta dos créditos, isolando-os. Os investidores só devem correr o risco de não cumprimento (ou da insolvência) pelos devedores dos créditos⁽⁴⁹⁾.

De todo o modo, sendo o *originator* um mandatário, ele deverá separar essas quantias do seu restante património, recorrendo a uma conta bancária fiduciária⁽⁵⁰⁾, enquanto não os entregar (o que deve fazer com grande celeridade) à SPV. Mas a lei vai ainda mais longe e, em qualquer caso, expressamente protege estes fundos da insolvência do mandatário (art. 5.º núm. 7 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Por outro lado, o próprio contrato de venda dos créditos não pode ser atingido na insolvência do cedente/vendedor (art. 8.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 453/99, de 5/11). Os montantes cobrados são desta maneira efetivamente afetos à satisfação dos titulares das obrigações titularizadas, mesmo se o cedente for declarado insolvente.

Agora do prisma do banco/cedente, ele está completamente protegido do risco de insolvência desses devedores, uma vez que os transferiu e não prestou qualquer garantia do seu cumprimento ou da sua solvência.

Dada a sua estrutura e regime, a titularização⁽⁵¹⁾ constituiu um fortíssimo meio de financiamento dos bancos antes da crise financeira. No atual momento económico-financeiro, esta figura continua a ser um importante instrumento de obtenção de liquidez. Com efeito, sendo seguramente piores, ou muito piores, as condições (no que toca ao preço da venda dos direitos, ao valor das obrigações emitidas e as taxas de juros oferecidas) financeiras para a sua realização, comparada com a simples venda dos créditos é na maior parte das vezes mais favorável.

Na verdade, no atual contexto, os investidores (como um *hedge funds* ou bancos fora da zona Euro⁽⁵²⁾) pretenderam comprar esses créditos por preços muito baixos (denominados *knock-down prices*), enquanto os bancos os procuram vender a preços próximo do par, para evitarem perdas e, portanto, uma erosão do seu capital⁽⁵³⁾.

(48) Cfr. J. BENJAMIN, *Financial law*, cit., p. 406.

(49) Cfr. BARRY DITCHER, *Securitisation in the United States: why and how?*, in: Titularização de créditos, Instituto de direito bancário, Lisboa, 2000, p. 19: «a figurative «firewall» is erected around the assets to protect them from all risks except the risk of non-payment by the obligators».

(50) Cfr. P. WOOD, *Law and practice of international finance*, cit., p. 471.

(51) Cfr. A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., pp. 78-79.

(52) G. GORE, *European banks' asset sales face disastrous failure*, in: International financing review, November 26, 2011 (<http://www.ifre.com/gareth-gore/1978.bio>).

(53) G. GORE, *European banks' asset sales face disastrous failure*, in: International financing review, November 26, 2011 <<http://www.ifre.com/gareth-gore/1978.bio>>.

Ora, este instrumento, mesmo no que diz respeito a créditos relativos a empréstimos em que o devedor já está em incumprimento (os *non performing loans*), pode permitir, em princípio, a obtenção de um preço de venda superior. Com efeito, a titularização permite alcançar um número maior de investidores (aqueles que adquirem as obrigações titularizadas) em vez de um único que adquire toda a carteira de créditos. Acresce que, sendo as obrigações titularizadas valores mobiliários, elas estão dotadas de uma liquidez que a simples venda de créditos, mesmo sendo depois estas carteiras transacionadas em mercado secundário, não tem.⁽⁵⁴⁾

Refira-se ainda que no atual contexto de dificuldade de obtenção de liquidez por parte dos bancos, eles têm na maior parte das vezes de recorrer às linhas de crédito do BCE, que lhes exige a prestação de garantias (o *collateral*). Para tal, os bancos recorrem à titularização, adquirindo, os próprios cedentes, os valores mobiliários daí resultantes e utilizando aqueles com uma notação de *rating* superior como garantia da referida liquidez do BCE⁽⁵⁵⁾.⁽⁵⁶⁾

C) A cessão em garantia

Os créditos hipotecários dos bancos podem ser utilizados como garantia de financiamentos que lhes são concedidos. Para tal, são transmitidos ao financiador que se poderá satisfazer pelo valor deles em caso de incumprimento. A cessão pode ter por negócio base um contrato de garantia, ou uma venda e uma revenda simultânea mas a prazo dos créditos, isto é, através de um repo. Um resultado idêntico pode ser obtido

(54) Cfr. PEDRO CASSIANO SANTOS/HUGO MOREDO SANTOS/ANDRÉ FIGUEIREDO, *Securitization of non-performing loans*, in: Expansion and diversification in securitization. Yearbook 2007 (ed. por Jan Job de Vries Robbé e Paul Ali), Kluwer law international, 2008, p. 287.

(55) Cfr. E. PIÑEL LÓPEZ, *Nuevos instrumentos de financiación*, cit., p. 39.

(56) Os ativos geradores de fluxos financeiros subjacentes devem obedecer [nos termos do núm. 6.2.1.1. do Anexo I da Orientação do Banco Central Europeu de 20 de setembro de 2011 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2011/14), in JOUE núm. L 33/1 de 14.12.2011] aos seguintes requisitos: «a aquisição deste tipo de activos deve estar regulamentada pela lei de um Estado-Membro da EU» (a); «devem ser adquiridos a um cedente originário dos créditos (originador) ou a um intermediário, por um veículo de titularização (*special purpose vehicle*), numa modalidade que o Eurosistema considere representar uma cessão efectiva e incondicional de propriedade (*true sale*), oponível a terceiros, e ficarem fora do alcance do cedente originário e dos respectivos credores, ou do intermediário e seus credores, mesmo em caso de insolvência do cedente originário ou do intermediário» (b); «devem ser originados e vendidos ao emitente por um originador ou por um intermediário (se for o caso) constituído no EEE» (c); «não devem consistir —o todo ou em parte, efectiva ou potencialmente— em *tranches* de outros instrumentos de dívida titularizados. Além disso, não devem consistir —no todo ou em parte, efectiva ou potencialmente— em valores mobiliários condicionados por eventos de crédito (*credit-linked notes*), *swaps* ou outros instrumentos financeiros derivados» (d).

E, sempre que esses ativos sejam direitos de crédito, os devedores e os «credores devem ter sido constituídos (ou, se forem pessoas singulares, devem ser residentes) no EEE e, se aplicável, a garantia associada deve estar situada no EEE. A lei que rege os referidos direitos de crédito deve ser a lei de um país pertencente ao EEE. Tratando-se de obrigações, os seus emitentes devem estar constituídos no EEE, e estas devem ter sido emitidas num país do EEE ao abrigo da lei de um país do EEE, e qualquer garantia com elas relacionada deve estar situada no EEE».

através do recurso ao penhor financeiro, também ele uma modalidade dos contratos de garantia financeira.

A cessão de créditos em garantia é um negócio fiduciário, cuja admissibilidade, em termos gerais, não gera quaisquer dificuldades face ao Direito português⁽⁵⁷⁾. Aliás, o mesmo sucede na generalidade dos diversos ordenamentos europeus, como o francês, o italiano e, principalmente, o alemão (a *Sicherungsabtretung*)⁽⁵⁸⁾.

A Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6/6/02⁽⁵⁹⁾, veio impor o reconhecimento por todos os Estados-membros da alienação fiduciária em garantia, nos termos aí definidos⁽⁶⁰⁾. Criou igualmente para as alienações em garantia (e os penhores) que preenchessem os seus requisitos um regime especialmente protetor na insolvência do prestador da garantia.

Contudo, na sua versão inicial o elenco de créditos (denominados «numerário») que podiam ser objeto dessa garantia era bastante limitado: resumia-se a créditos a saldos de contas bancárias, ou créditos similares que confirmam o direito à restituição de dinheiro, tais como depósitos no mercado monetário» [art. 2.º, núm. 1, al. d) da Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6/6/02]. Tal não significava, como continua a não significar, que não se possam ceder em garantia outras modalidades de créditos. Simplesmente, não se lhe aplicava o regime da garantia financeira.

A Diretiva 2009/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6/5/09, que alterou a Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6/6/02, alargou o elenco de créditos que podem ser objeto de garantia, incluindo no seu seio os, assim

(57) Ver, desenvolvidamente, M. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, cit., pp. 54, ss.

(58) Onde tem um enorme relevo, ver, por todos, DIETER MEDICUS/STEPHAN LORENZ, *Schuldrecht I, Allgemeiner Teil*, 19.ª ed., C.H. Beck, München, 2010, § 63, pp. 370, ss.

(59) Sobre esta, ver M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Las directivas relativas a los acuerdos de garantías financieras: un acreedor superprivilegiado en los procedimientos de insolvencia*, RCP, 2010, pp. 405, ss. Ver ainda: FILIPPO ANNUNZIATA, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Diretiva 2002/47/CE)*, BBTC, 2003, pp. 178, ss., pp. 193, ss.; EUGENIO MASTROPAOLO, *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria (diretiva 2002/47/CE del 6 giugno 2002)*, RDCom., 2003, pp. 519, ss.; ALESSANDRA GROSSI, *La direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria*, EDP, 2004, pp. 249, ss.; ANNA GARDELLA, *Le garanzie finanziarie e le clausole di close out netting*, in: *Trattato della responsabilità contrattuale* (diretto da Giovanna Visintini), vol. II, I singoli contratti, Cedam, Milano, 2009, pp. 709, ss.; P. WOOD, *Law and practice of international finance*, cit., pp. 289, ss.

(60) Transposta em Portugal pelo Dec.-Lei núm. 105/2004, de 8/5, com as alterações introduzidas pelo Dec.-Lei núm. 85/2011, de 29/6, que transpõe a Diretiva 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 6/5/09, e ainda pelo Dec.-Lei núm. 192/2012, de 23/8. Este último diploma aplica-se aos contratos de garantia financeira celebrados antes da sua entrada em vigor (art. 3.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 192/2012, de 23/8). Sobre este diploma ver M. PESTANA DE VASCONCELOS *Os contratos de garantia financeira. O dealbar do direito europeu das garantias*, in: *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão* (coordenação dos Professores Doutores António Menezes Cordeiro, Pedro Pais de Vasconcelos e Paula Costa e Silva), vol. II, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 1273, ss.

denominados, «créditos sobre terceiros», ou seja, recorrendo à definição da alínea o) do núm. 1 do art. 2.^o(61) como: «os créditos pecuniários decorrentes de um acordo mediante o qual uma instituição de crédito na aceção do núm. 1 do art. 4.^o da Diretiva 2006/48/CE, incluindo as instituições enumeradas no art. 2.^o da mesma diretiva, concede um crédito sob a forma de empréstimo»(62) (63).

A Diretiva permite aos Estados-Membros excluírem do âmbito da sua aplicação os «créditos sobre terceiros em que o devedor seja um consumidor»(64), Contudo, *excecionam-se* os casos em que beneficiário da garantia ou o prestador da garantia seja uma das instituições previstas na alínea b) do núm. 2 do art. 1.^o da Diretiva 2002/47/CE (com a redação que lhe foi dada pela Diretiva 2009/44/CE), ou seja, os bancos centrais, o Banco Central Europeu, o Banco de pagamentos internacionais, os bancos multilaterais de desenvolvimento (na aceção da Secção 4 da parte 1 do Anexo 1 da Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao exercício à atividade das instituições de crédito e ao seu exercício), o Fundo Monetário Internacional e o Banco Europeu de Investimento. Aqui não é admitida a exclusão por parte dos Estados-Membros.

O que tem uma enorme relevância porque permite sempre incluir esses créditos no âmbito das garantias que podem ser prestadas para obter financiamento por parte do BCE, inserindo-as no quadro particularmente seguro —o que reforça o valor económico— do regime da garantia financeira.

Temos assim que os bancos passam, beneficiando, a poder recorrer a créditos pecuniários como garantia dos financiamentos que lhe são concedidos tanto por outros bancos, no âmbito do reporte, como pelo sistema do BCE, desde que preencham os critérios de elegibilidade definidos pela instituição(65). Dentre eles conta-se a necessidade de os devedores e garantes elegíveis serem sociedades não financeiras,

(61) Que foi aditado por força da Diretiva 2009/44/CE.

(62) Nos termos do art. 4.^o núm. 1 da Diretiva 2006/48/CE, instituição de crédito é: «uma empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e conceder crédito por conta própria» [al. a)] ou «uma instituição de moeda eletrónica na aceção da Diretiva 2000/46/CE». [al. b)].

O art. 2.^o da Diretiva 2006/48/CE refere-se aos bancos centrais dos Estados-Membros, os serviços de cheques postais e um conjunto de instituições referenciadas por país, assim: em Espanha, o «Instituto de Crédito Oficial», em França, a «Caisse des dépôts et consignations», em Itália, a «Cassa Depositi e Prestiti», em Portugal, as «Caixas económicas» existentes a 1 de Janeiro de 1986.

(63) Art. 5.^o, núm. 1, al. c) na transposição portuguesa.

(64) Na aceção da alínea a) do artigo 3.^o da Diretiva 2008/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de Abril de 2008 relativa a contratos de crédito aos consumidores ou uma microempresa ou pequena empresa» [na «aceção do artigo 1.^o e dos núm.s 2 e 3 do Anexo da Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de microempresas, pequenas e médias empresas...» al. c) do núm. 4 do art. 1.^o da Diretiva]. Para essa exclusão na transposição portuguesa, ver o art. 5.^o, núm. 2 do Dec.-Lei núm. 105/2004, de 8/5.

(65) Cfr. núm. 6.2.1.1. e núm. 6.2.3.1. da Orientação do Banco Central Europeu de 20 de setembro de 2011 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2011/14).

entidades do sector público e instituições internacionais ou supranacionais (n.ºm. 6.2.2.1.)^{(66) (67) (68)}.

Diga-se ainda que este regime protege de forma reforçada, relativamente ao regime geral, os credores no caso de insolvência do devedor, não sendo eles afetados por esta. Efetivamente, o administrador da insolvência não pode, em princípio, resolver estes contratos, pelos quais se concede crédito e que têm igualmente por efeito a cessão fiduciária em garantia dos créditos pecuniários do devedor, como sucede em regra com a constituição de garantias num determinado prazo antes do início do processo, e também não poderá fazer o chamado *cherry picking*, isto é, escolher aqueles contratos do insolvente que quer cumprir e aqueles que não o quer fazer. Nos termos da Diretiva, ele tem sempre que cumprir estes contratos⁽⁶⁹⁾.

Ao contrário do que sucede com as vendas de créditos, seja para efeito de titularização, seja a um financiador, este instrumento tem a vantagem de os bancos não terem de alienar por um valor reduzido esses bens.

(66) Contudo, permite-se que os BCN possam aceitar nas operações de política monetária do Eurosistema créditos que não preencham os requisitos de elegibilidade do mesmo Eurosistema (art. 4.º n.ºm. 1 da decisão do BCE de 14 de dezembro de 2011 relativa a medidas adicionais temporárias respeitantes às operações de refinanciamento do Eurosistema e da elegibilidade dos ativos de garantia (BCE/2011/25), JOUE, L 341/65 de 22/12/2011).

Cabe aos BCN fixarem as medidas de elegibilidade e de controlo do risco para aceitação dos direitos de crédito, critérios esses que no entanto têm que ser previamente aprovados pelo Conselho do BCE (art. 4.º n.ºm. 1 da decisão do BCE de 14 de dezembro de 2011 relativa a medidas adicionais temporárias respeitantes às operações de refinanciamento do Eurosistema e da elegibilidade dos ativos de garantia (BCE/2011/25), JOUE, L 341/65 de 22/12/2011).

Na reunião do Conselho do BCE realizada em 9 de Fevereiro de 2012, este aprovou um conjunto de medidas temporárias propostas pelo Banco de Portugal que visam alargar o espectro de empréstimos bancários aceites como garantia para as operações de crédito do Eurosistema. Neste quadro insere-se a aceitação de empréstimos garantidos por hipoteca concedidos a famílias; empréstimos ao consumo concedidos a famílias e empréstimos concedidos a empresas que não tenham a natureza de sociedade financeira. Ver *Comunicado do Banco de Portugal relativo à aceitação de empréstimos bancários adicionais para garantia de operações de crédito do Eurosistema* in: <<http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/comb20120209.aspx>>.

(67) O Dec-Lei 105/2004, de 8/5, foi alterado pelo Dec.-Lei n.ºm. 192/2012, de 23/8, de forma a criar, nos termos do preâmbulo do diploma, «melhores condições de eficiência e operacionalidade», para as garantias que tenham por objeto créditos sobre terceiros prestadas por instituições de crédito no âmbito de operações de cedência de liquidez ao banco central. Essas regras, muitas delas excepcionais, permitem uma mais fácil transferência desses créditos.

(68) A cessão de créditos ao BCE implica que se apliquem as regras de gestão de risco decorrentes do n.ºm. 6.4. (medidas de controlo do risco) do Anexo I, art. 1.º da Orientação do Banco Central Europeu de 20 de setembro de 2011 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2011/14), in JOUE n.ºm. L 33/1 de 14.12.2011.

(69) Sobre esta matéria, ver, com pormenor, M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Las directivas relativas a los acuerdos de garantías financieras: un acreedor superprivilegiado en los procedimientos de insolvencia*, cit., pp. 405, ss.

De todo o modo, diga-se que o repo, mesmo fora do quadro da garantia financeira,⁽⁷⁰⁾ dada a sua estrutura garantística, continua a ser um instrumento muito utilizado, em particular quando envolva uma constante renovação do seu termo.

D) A venda dos créditos a um financiador.

Resta assim a venda dos créditos no âmbito internacional, ou seja, neste caso, entre um banco português e um comprador de outro Estado. Trata-se de um *true sale*, sendo as carteiras de créditos substituídas nos patrimónios dos bancos por liquidez.

O aspeto decisivo aqui é o preço. Em termos objetivos ele está ligado ao valor de tráfego do direito. Tal depende do devedor cedido e da sua solidez patrimonial, bem como da qualidade das garantias que o tutelam os créditos, com especial incidência sobre a hipoteca. A garantia real será mais ou menos segura consoante a maior ou menor desvalorização dos imóveis sobre que incide (o que penaliza os Estados em que se verificou uma «bolha» imobiliária), porque, em última instância, não cumprindo o devedor, e se este não tiver outros bens, é o valor de mercado do imóvel que determinará o grau de satisfação do credor.

Em segundo lugar, o valor de um dado bem é condicionado ainda pela procura e pela oferta. Como neste momento há uma alienação generalizada desses ativos, e portanto um excesso de oferta, conforme temos vindo a enfatizar, o preço sofre quedas abruptas⁽⁷¹⁾.

Embora a venda de créditos possa ter várias finalidades, como limitar a exposição a um setor do mercado ou, simplesmente, o reinvestimento das quantias obtidas, para este efeito, e no contexto económico-financeiro em que nos encontramos, interessamos a simples obtenção de liquidez e a libertação de capital afeto a esses créditos⁽⁷²⁾.

O mercado para a compra de créditos⁽⁷³⁾, em especial de créditos bancários, tem uma dimensão enorme⁽⁷⁴⁾. Podemos distinguir um mercado primário, no qual as carteiras de créditos são adquiridas aos bancos, e um mercado secundário onde as referidas carteiras de créditos são depois negociadas⁽⁷⁵⁾. O negócio da primeira e da segunda

(70) Sobre o reporte, ver M. PESTANA DE VASCONCELOS, *Do reporte com função de crédito e garantia*, in: Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier (coordenação do Professor Doutor António Pinto Monteiro), vol. III, vária, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 9, ss.

(71) Que se fixa normalmente através de um desconto, p. ex., 30%, sobre o seu valor nominal.

(72) Cfr. A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 631.

(73) Pode já tratar-se de *distressed debt* quando os devedores deles já estejam em incumprimento. Cfr. A. McKNIGHT, *The law of international finance*, cit., p. 632.

(74) EDWARD I. ALTMAN/SHUBIN JHA, *Market size and investment performance of defaulted bonds and bank loans: 1987-2002*, (February 2003). NYU Working Paper No. S-CDM-03-04 (available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1295804>>).

(75) Para o mercado alemão, ver PHILIPP E. HEER, *Die Abtretung von Darlehensforderungen durch Banken zu Refinanzierungszwecken. Einer Untersuchung nach deutschen und amerikanischen Recht*, Nomos, Baden Baden, 2010, pp. 22, ss.

—e, eventualmente, subsequentes— cessões (uma cadeia de cessões) é a venda. Este mercado tem intermediários, os *brokers*. Além de aproximarem as partes eles estão igualmente envolvidos na liquidação e podem mesmo adquirir os créditos ao vendedor para depois o revenderem ao comprador.⁽⁷⁶⁾

Na Alemanha⁽⁷⁷⁾, a venda de créditos como instrumento de financiamento tem especial relevância nas relações entre as sociedades de *leasing* e os bancos. Denomina-se *Forfaitierung*. As *leasings* cedem a estes últimos os seus créditos às rendas (e ao valor residual) emergentes dos contratos de locação financeira celebrados, libertando dessa forma o balanço desses créditos que são substituídos por liquidez. Obtém assim fundos que utilizam para a prossecução da sua atividade. Trata-se pois de uma forma de refinanciamento acompanhada da cessão de ativos (que vão emergindo da sua atividade) e dos riscos a ele ligados.

Do prisma do cumprimento das *ratios* de capital, a venda de créditos é um dos mecanismos mais eficientes, porque, por um lado, permite substituir no balanço dos bancos créditos por liquidez e, por outro, permite também a libertação de capital que estava alocado a esses bens.

III. O REGIME ESPECÍFICO DA CESSÃO DE CRÉDITOS POR VENDA

1. Aspectos gerais

O mecanismo nuclear de todas estas operações, como já se viu, é a transferência, por cessão, de um crédito pecuniário.

A análise subsequente incidirá, pois, principalmente sobre ela e sobre a sua conformação negocial para se alcançarem os objetivos específicos das cessões para venda.

Nesse quadro é especialmente relevante ver que riscos correm os adquirentes dos créditos face a uma insolvência do vendedor. Este elemento de risco era de menor importância há alguns anos, mas desde a crise passou a ser um ponto central na análise da operação. Em especial porque, ao contrário do que sucede com a titularização, não há aqui um regime específico de tutela dos compradores.

2. As cláusulas de incredibilidade

O primeiro aspeto tem a ver com as cláusulas de incredibilidade do direito. Elas não serão comuns nos contratos bancários de concessão de crédito. Mas, mesmo que

(76) MARC BENNETT, *Buying and selling bank debt*, May, 2003 (www.hedgefundsnews.com).

(77) Cfr. HERBERT ZAHN, *Die refinanzierung*, in: *Der Leasingvertrag* (herausgegeben von Friedrich Graf von Westphalen), 6.^a ed., Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2008, pp. 912, ss.; MICHAEL MARTINEK, *Das Forfaitierungsgeschäft*, in: *Bankrechts-Handbuch* de SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI, *Band II*, 4.^a ed., C.H. Beck, München, 2011, § 103, pp. 1002, ss., pp. 1015, ss.; JOACHIM STOLTERHOFT, *Vollamortisation über Mobilien-Leasing*, in *Münchener Vertragshandbuch*, Band 2, *Wirtschaftsrecht I*. (herausgegeben von Rolf A. Schütze, Luz Weipert), 6.^a ed., C.H. Beck, München, 2009, pp. 191-192, ss.; BERND PETERS, *Refinanzierung beim Mobilienleasing und Insolvenz des Leasinggebers*, ZIP, 2000, pp. 1759, ss.

existam, no sistema português poucas vezes obstarão à transferência do direito, uma vez que não podem ser opostas ao adquirente do crédito a não ser que se demostre que ele as conhecia no momento da cessão (art. 577.º núm. 1 CCP). O que na aquisição em massa de créditos muito poucas vezes sucederá.

Ao ceder o crédito, incumprindo o pacto de incredibilidade, o cedente responde face ao devedor cedido. Mas mesmo que resolva o contrato constitutivo do crédito, onde se insere essa cláusula, a resolução, com este *específico fundamento*, não atingirá a aquisição pelo cessionário (art. 435.º núm. 1 CCP)⁽⁷⁸⁾.

Repare-se que, a ser de outro modo, se atingiria a teleologia do sistema luso. Aqui foi tomada uma decisão no sentido da transferibilidade do crédito e da tutela da aquisição pelo cessionário (ao contrário, p. ex., da lei civil alemã — § 399 BGB⁽⁷⁹⁾). Se ele não sabia da cláusula, e na maior parte das vezes não saberá, uma vez que decorre do contrato entre cedente e devedor cedido de que o comprador não terá conhecimento na íntegra, adquire; o crédito transfere-se —mas o cedente responde face ao devedor cedido. Se se viesse permitir que o devedor provocasse depois uma extinção do direito por via da resolução, acabaria por se chegar a um resultado que o sistema português pretendeu afastar.

3. A ausência de notificação (cessão silenciosa). Consequências

A cessão de créditos, sendo em massa, e não pretendendo criar dúvidas aos mutuários, clientes do banco, sobre a capacidade económico-financeira da instituição de crédito⁽⁸⁰⁾, será silenciosa⁽⁸¹⁾ (82). Isto é, prescinde-se de notificação. Os pagamentos

(78) É a solução expressa da convenção de Nova Iorque (sobre a cessão de créditos no comércio internacional adotada em Nova Iorque, a 12 de Dezembro de 2001 - O texto da Convenção pode ser consultado em RDU/ULR, 2002, pp. 221, ss.): art. 9.º núm. 2. Esta norma não prejudica a responsabilidade do cedente decorrente da violação dessa obrigação. Porém, a outra parte contratual não pode resolver o contrato original ou o contrato de cessão com base exclusivamente no incumprimento dessa obrigação. Também uma pessoa que não seja parte nesse contrato não pode ser responsabilizado unicamente porque tinha conhecimento dele (art. 9.º núm. 2).

Sobre esta convenção, ver: SPIROS V. BAZINAS, *UNCITRAL's contribution to the unification of receivables financing law: the united nations convention on the assignment of receivables in international trade*, RDU/ULR, 2002, pp. 49, ss.; idem, *Multi-jurisdictional receivables financing: UNCITRAL's impact on securitization and cross-border perfection*, DukeJCIL, 2002, pp. 365, ss.; idem, *The United Nations convention on the assignment of receivables in international trade: insolvency aspects*, IIR, 2004, pp. 155, ss.

(79) Embora o devedor cedo possa depois renunciar a essa proteção, consentindo na cessão, sendo ela, nesse caso, eficaz. Cfr. HANS BROX/WOLF-DIETRICH WALKER, *Allgemeines Schuldrecht*, 35.ª ed., C.H. Beck, München, 2011, § 34, p. 366. Mas no âmbito comercial a solução é já diversa: § 354.ª HGB.

(80) Poderia ainda falar-se da dificuldade em proceder a esse ato face a todos os devedores cedidos. Contudo, hoje, dada a facilidade de comunicação, também em massa, essa dificuldade terá, cremos, um relevo muito menor, de carácter subsidiário.

(81) *Stille Zession*, na terminologia alemã, onde é muito comum Cfr. KNUT WOLFGANG NÖRR/ROBERT SCHEYHING/WOLFGANG PÖGGELER, *Sukzessionen. Zession, Vertragsübernahme, Schuldübernahme, Schuldbeitritt*, 2.ª ed., Mohr Siebeck, Tübingen, 1999, p. 16.

(82) É desta forma que funciona a cessão para titularização, o *non notification factoring*, e, por vezes, as cessões em garantia.

continuam a ser realizados ao cedente e será este que irá proceder à cobrança dos créditos em caso de incumprimento. Para o efeito, celebra-se com a instituição de crédito vendedora um contrato pela qual esta mantém o relacionamento com os clientes. O contrato será, pois, de mandato sem representação.

Todavia, ao prescindir-se da notificação e não sendo esta cessão objeto de um regime particular, como sucede, como se tem referido, com a cessão para titularização, debilita-se a posição do comprador e, na mesma medida, beneficia-se a do devedor cedido.

Vejamos.

A cessão leva à transmissão do crédito (assim como, sendo um crédito hipotecário, da hipoteca — art. 582.º núm. 1 CCP⁽⁸³⁾). É o seu efeito básico. Contudo, a sua eficácia poderá ser mais ou menos limitada, até à notificação, ou aceitação, do devedor.

No sistema português (que segue de perto o italiano)^{(84) (85) (86)} a cessão produz efeitos entre as partes e terceiros (nomeadamente aos credores do cedente e do cessionário).

(83) O que implica sempre que garantia, como será a regra, tenha por objeto bens imóveis, que a cessão (se não for feita em testamento) deva constar de escritura pública ou de documento particular autenticado (art. 578.º núm. 2 CCP). A transmissão do crédito hipotecário está sujeita a registo - art. 2.º, núm. 1, al. i) e art. 101.º, núm. 1, al. b) do Código do Registo Predial Português.

(84) Quanto ao sistema italiano, ver: BRUNO FRANCESCHELLI, *Appunti in tema di cessione dei crediti*, Casa editrice Dott. Eugenio Jovene, Napoli, 1957; PIETRO PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, art. 1260.º-1267.º, *Commentario del codice civile* (a cura de Antonio Scialoja e Giuseppe Branca, *libro quarto, Delle obbligazioni*, Zanichelli editore/Foro italiano, Bologna/Roma, 1982; SERGIO STOGIA, *Cessioni dei crediti e di altri diritti (diritto civile)*, NovissDI, III, pp. 155, ss.; V. PANUCCIO, *Cessione dei crediti*, ED, VI, pp. 846, ss.; ALDO DOLMETTA, *Cessione dei crediti*, DDP, sezione civile, II, pp. 285, ss.; ALDO DOLMETTA/GIUSEPPE B. PORTALE, *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, BBTC, 1999, 1, I, pp. 76, ss. Para uma interpretação divergente destas normas, ver MASSIMO BIANCA, *Diritto civile, IV, l'obbligazione*, Giuffrè, Milano, 1992, pp. 570, ss., p. 584. Este Autor entende que o crédito se transmite de imediato mesmo face ao devedor cedido. As normas que permitem o cumprimento liberatório por parte do devedor são manifestação de tutela da sua boa fé (*ob. cit.*, p. 584).

Trata-se do regime geral. No âmbito empresarial foi gizada uma disciplina específica, excepcional muitas vezes, face ao primeiro: a *Legge 21 febbraio 1991, n. 52, Disciplina della cessione dei crediti d'impresa*.

Aliás, regulam-se aqui meramente alguns aspetos do regime da cessão de créditos de empresa, legalmente delimitados, como as cessões de créditos futuros e de créditos em massa (art. 3.º da *Legge 52/91*), a garantia da solvência (art. 4.º da *Legge 52/91*), a eficácia da cessão face a terceiros (art. 5.º da *Legge 52/91*) e questões de ordem falencial [arts. 5.º, núm. 1, al. c), 6.º e 7.º da *Legge 52/91*].

No que diz respeito à eficácia da cessão relativamente a terceiros —que é o que de momento nos interessa—, cria um novo mecanismo que, além dos fixados no *Codice Civile* (notificação ou aceitação —que, como dissemos, se mantêm), permite obter o mesmo resultado: o pagamento com data certa pelo cessionário no todo ou em parte do corresponsivo da cessão (art. 5.º núm. 1 da *Legge 52/91*).

Neste caso, a cessão é oponível não só aos que adquiriram do cedente, se a sua aquisição não se tiver tornado eficaz face a terceiros antes da data do pagamento [art. 5.º núm. 1 al. a) da *Legge 52/91*], mas também ao credor penhorante [cuja penhora seja posterior à data do pagamento —art. 5.º núm. 1 al. b) da *Legge 52/91*] e, em certos termos, à falência do cedente (declarada depois da data do pagamento) —art. 5.º núm. 1 al. c), art. 7.º da *Legge 52/91*.

Apesar da inovação introduzida, a lei preocupa-se em proteger o devedor cedido que cumpre, de acordo com as regras gerais, ao cessionário: o pagamento é liberatório (art. 5.º núm. 3 da *Legge 52/91*). Assim, se o devedor cedido cumprir face a um terceiro que o notificou da cessão, o seu cumprimento será liberatório mesmo que o cedente tenha realizado uma segunda transmissão e tenha obtido o pagamento

nário⁽⁸⁷⁾, mas não face ao devedor cedido antes da notificação ou aceitação. Pode, por isso, o devedor antes destes atos cumprir face ao cedente com efeitos liberatórios ou celebrar com ele qualquer negócio relativo ao crédito. Quer o pagamento, quer os negócios celebrados só deixarão de ser oponíveis ao cessionário se este demonstrar que o devedor cedido tinha já nessa data conhecimento da cessão (art. 583.º, núm. 2 CCP). A fonte do conhecimento será na esmagadora maioria das vezes a notificação.

desta pelo segundo cessionário com data certa anterior à da notificação. De acordo com o art. 5.º núm. 1 da *Legge* 52/91, a cessão que prevalece é esta última; porém, esse facto não afeta a eficácia liberatória do cumprimento realizado pelo devedor cedido ao outro cessionário.

Ver sobre este regime: RICARDO ALESSI, *La l. 21 febbraio 1991, n 52, sulla disciplina della cessione dei crediti d'impresa*, RDCom, 1991, pp. 379, ss.; GIAN CARLO RIVOLTA, *La disciplina della cessione dei crediti d'impresa*, RDCiv., 1991, II, p. 709, ss.; CRISTINA AMATO, *Annotazioni alla L. 21/2/1991 n. 52, sulla cessione dei crediti d'impresa*, Q., 1992, pp. 481, ss.; GIANLUCA GUERRIERI, *Cessione dei crediti d'impresa e fallimento*, Giuffrè, Milano, 2002. O texto da lei pode ser consultado em apêndice na obra de G. GUERRIERI, *Cessione dei crediti d'impresa e fallimento*, cit., pp. 320, ss.

(85) A solução mais restritiva é a do antigo *Code Civil* francês: antes da notificação ou aceitação, respetivamente *signification*, por ato de *huissier*, ou *acceptation* por ato autêntico (art. 1690.º do *Code Civil*) (embora a jurisprudência tenha «suavizado» estas regras, continuam a ser formas pesadas e caras), pelo devedor, a cessão não produz efeitos perante este ou terceiros, estando a sua eficácia limitada às partes.

Ver em geral sobre o sistema francês: PHILIPPE MALAURIE/LAURENT AYNÈS/PHILIPPE STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, 5.ª ed., Defrénois, Paris, 2011, pp. 755, ss. (e p. 761, quanto à interpretação da *Cour de Cassation* do conceito de terceiros para este efeito); JACQUES GHESTIN, *La transmission des obligations en droit positif français*, in *La transmission des obligations*, LGDJ/Bruylant, Paris/Bruxelles, 1980, pp. 20, ss.; JEAN CARBONNIER, *Droit civil*, t. 4, *Les obligations*, 22.ª ed., PUF, Paris, 2000, pp. 559, ss. Sobre o anteprojeto de reforma do Código, ver F. RANIERI, *Europäisches Obligationsrecht. Ein Handbuch mit Texten und Materialien*, cit., pp. 1201, ss.

Há, no entanto, um conjunto de regras excecionais para facilitar dentro do âmbito bancário —onde tem uma maior relevância— as cessões de créditos. É o que sucede no quadro das cessões *Dailly*. O *borderau* tem que ser entregue ao cessionário que apõe a data. É a partir dessa data que a cessão produz efeitos, quer entre as partes, quer face a terceiros (art. 4.º da lei *Dailly*; L. 313-27 do Código monetário e financeiro). Sobre ela, ver: JEAN STOUFFLET, *Cession et natissement de créances par remise d'un borderau. Loi Dailly du 2 janvier 1981*, *Juris-Classeur*, Banque-Crédit-Bourse, 2, Paris, 1997, pp. 1, ss.; PIERRE CROCQ, *Propriété et garantie*, LGDJ, Paris, 1995, pp. 26, ss.

Para além deste caso, veja-se ainda, recentemente, o regime excecional consagrado no âmbito da fiducia (*fiducie*), art. 2018-2 do *Code Civil* (Loi n.º 2008-776 du 4 août 2008): «La cession de créances réalisée dans le cadre d'une fiducie est opposable aux tiers à la date du contrat de fiducie ou de l'avenant qui la constate. Elle ne devient opposable au débiteur de la créance cédée que par la notification qui lui en est faite par le cédant ou le fiduciaire».

(86) Pelo contrário, no sistema alemão o crédito transfere-se com eficácia face ao devedor e a terceiros pela simples cessão (aqui a *Abtretung*, negócio abstrato), § 398 BGB. Porém, o § 407 (1) do BGB protege o devedor de boa fé que não tem conhecimento da cessão, considerando liberatório o cumprimento deste face ao cedente, assim como oponíveis ao cessionário os negócios que o devedor tenha celebrado com ele relativamente ao crédito. Cfr., por todos: D. MEDICUS/S. LORENZ, *Schuldrecht I, Allgemeiner Teil*, cit., § 62, p. 365, pp. 374-375; H. BROX/W.-D. WALKER, *Allgemeines Schuldrecht*, cit., § 34, p. 364, pp. 370-371.

(87) Por isso, não notificando embora o adquirente do crédito o devedor cedido, ele deverá informar os seus credores da cessão sempre que eles o inquirirem nesse sentido. Como é óbvio, estes têm um interesse relevante em conhecer a extensão do seu património.

Além disso, no caso de uma dupla cessão de créditos pelo mesmo cedente, prevalece a primeira notificada ou aceite (art. 584.º CCP). Sendo notificada em primeiro lugar uma segunda cessão do mesmo crédito, opera-se uma aquisição do direito, *a non domino*, pelo cessionário posterior.

Temos depois os meios de defesa oponíveis ao cessionário. Também aqui a notificação é da maior importância. De facto, de acordo com o art. 585.º CCP, o devedor cedido pode opor ao adquirente do direito «todos os meios de defesa que lhe seria lícito invocar contra o cedente, com ressalva dos que provenham de facto posterior ao conhecimento da cessão»⁽⁸⁸⁾. Particular relevo nesta sede tem a compensação⁽⁸⁹⁾.

Do exposto, decorrem para o adquirente do crédito/comprador quatro tipos de riscos devido à ausência de notificação.

Primeiro: a modificação das condições de pagamento do crédito, alargando-se os prazos de amortização e/ou reduzindo-se os juros, bem como a extinção do crédito por dação em pagamento. Não podendo o devedor continuar a suportar o pagamento das amortizações e dos juros, procurará chegar a acordo com o credor para reestruturar a dívida, assim como, em casos mais extemos, mas vulgares, para a extinguir, recorrendo à dação do imóvel.

Segundo: uma posterior cessão do crédito pelo mesmo cedente a um terceiro. Dada a regra do art. 584.º CCP, basta o segundo adquirente notificar que adquire o crédito que havia sido transmitido ao primeiro cessionário.

Terceiro: o recurso a um crédito adquirido pelo devedor já depois da cessão para extinguir o montante em dívida. Para o evitar, o cedente teria de acordar com os devedores a sua renúncia ao exercício dos seus eventuais meios de defesa face ao cessionário em troca de qualquer vantagem económica (como a redução da taxa de juros ou a extensão dos prazos de pagamento), como a Convenção de Nova Iorque (art. 19.º núm. 1)⁽⁹⁰⁾, e a recente alteração da Diretiva da garantia financeira⁽⁹¹⁾ no que diz respeito à compensação [art. 3.º, núm. 3, i)] expressamente prevêm.

Note-se, no entanto, que no que toca a compensação esta não poderia funcionar antes do vencimento do crédito à restituição do capital.

Com efeito, o crédito (o crédito ativo) daquele que recorre à compensação (o compensante) tem que ser exigível judicialmente e não proceder contra ele exceção, peremptória ou dilatária, de direito material [art. 847.º, núm. 1, al. a) CCP]. No que diz

(88) O momento do conhecimento da cessão será, em regra, o da notificação.

(89) Basta que o crédito do devedor sobre o cedente se tenha constituído antes do conhecimento da cessão pelo primeiro, independentemente do vencimento do referido direito se ter verificado antes, ou depois, do mesmo conhecimento.

(90) Contudo, o devedor não pode renunciar as exceções decorrentes de atos fraudulentos por parte do cessionário, ou de exceções fundadas na sua, do devedor, incapacidade [art. 19.º, núm. 2, als. a) e b)]. Cfr. S.V. BAZINAS, *Multi-jurisdictional receivables financing: uncitral's impact on securitization and cross-border perfection*, cit., p. 379.

(91) Pela Diretiva 2009/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6 de maio de 2009, in JOUE núm. 146/37 de 10.06.2009.

respeito ao outro crédito (o crédito passivo), não é necessário que este se tenha vencido, uma vez que o compensante pode sempre renunciar ao benefício do prazo, cumprindo antecipadamente⁽⁹²⁾.

Pressuposto deste regime, porém, é que o prazo seja efetivamente a favor dele. Não quando este é a favor de credor e devedor, como sucede com o mútuo. Pelo que, antes do vencimento do prazo da sua obrigação de restituição do capital, a compensação não pode atuar. A não ser, nos termos do art. 1147.º CCP, que pague os juros.

Quarto: o risco —de longe— mais relevante tem a ver com os pagamentos ao vendedor/mandatário. Sendo este que, por força da ausência de notificação e do contrato de mandato, mantém a relação com o cliente, é a ele, como se referiu, que os pagamentos são realizados.

Na realidade, embora não seja crível, a não ser em casos patológicos, que as quantias não sejam entregues ao comprador, a verdade é que tem em primeiro lugar que passar pela esfera deste, o que implica, em princípio⁽⁹³⁾, correr o primeiro o risco da insolvência da outra parte. Este risco é diretamente afastado por lei, na cessão para titularização, mas essa norma não se aplica a esta modalidade de transferência do direito, pelo que ele se mantém.⁽⁹⁴⁾

4. O objeto da cessão

A venda de crédito emergente de um empréstimo é em rigor composta por mais do que um crédito: o crédito à restituição do capital e os diferentes créditos a juros. Temos assim: créditos presentes, embora com vencimento a prazo —as amortizações do montante emprestado (obrigações com prestação fracionada)— e créditos futuros —os juros vincendos (obrigações com prestação duradoura reiteradas, periódicas)—⁽⁹⁵⁾⁽⁹⁶⁾ Cada prestação do mutuário, em regra a pagar mensalmente, tem uma natureza compósita, sendo constituída por amortização parcial do capital e juros.

A cessão do crédito ao capital (presente, mas com vencimento a prazo) é acompanhada pela cessão os créditos (futuros) aos juros vincendos, que se irão constituir

(92) Cfr. J. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, vol. II, 7.ª ed., Almedina, Coimbra, 1997, pp. 207-208; A. MENEZES CORDEIRO, *A compensação no direito civil e no direito bancário*, Almedina, Coimbra, 2003, p. 116.

(93) A questão não é líquida, mas não pode ser aqui desenvolvida.

(94) Repare-se que na venda no âmbito de uma titularização estes riscos são afastados pela conformação legal. A cessão produz os seus efeitos mesmo sem ser notificada *erga omnes*.

(95) Ver, sobre estas modalidades de prestações: J. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das obrigações*, Almedina, Coimbra, 1990, pp. 82, ss.; J. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, 10.ª ed., vol. I, Almedina, Coimbra, 2000, pp. 92, ss.; A. MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil português, II, Direito das obrigações*, tomo I, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 523, ss.

(96) Em rigor, não há uma única cessão de créditos, presentes e futuros, mas uma cessão de uma massa de créditos, uma cessão global, portanto. Para efeito de análise, focamos a nossa atenção em texto em cada conjunto de créditos (presente e futuros) decorrentes de um único contrato de mútuo com hipoteca.

ao longo do tempo. É esse o objeto, esse conjunto de créditos, articulados em diversas prestações —compósitas— unitárias a pagar pelo mutuário que é negociado como um todo (na linha da regra supletiva do art. 582.º núm. 1 CCP), correspondendo a uma unidade económica⁽⁹⁷⁾,⁽⁹⁸⁾

O montante de cada um dos créditos a juros poderá sofrer alterações ao longo do tempo se a taxa de juro, como sucede muitas vezes, for variável, com um *spread* fixo articulado com um indexante.

Vamos agora debruçar-nos sobre eles.

A) Os créditos futuros, em especial. Admissibilidade e modalidades

Não existem hoje dúvidas em qualquer ordenamento jurídico⁽⁹⁹⁾ que os créditos futuros⁽¹⁰⁰⁾ também podem ser objeto da cessão mesmo que não determinados, desde que sejam determináveis⁽¹⁰¹⁾ (o mesmo se verifica tanto na Convenção *Unidroit*, sobre o *factoring*, como na Convenção de Nova Iorque das Nações Unidas e mesmo nos Princípios de Direito Europeu dos Contratos, PECL)⁽¹⁰²⁾. Para tal é necessário que o contrato estabeleça critérios para esse efeito.

(97) Cfr. B. FRANCESCHELLI, *Appunti in tema de cessione dei crediti*, cit., p. 36; M. BIANCA, *Diritto civile IV, L'obbligazione*, cit., p. 592.

(98) Já não os juros vencidos ao tempo da cessão, a não ser por acordo nesse sentido. Cfr. A. VAZ SERRA, *Cessão de créditos ou de outros direitos*, BFDUC, vol. XXX, (1954), p. 303

(99) Cfr. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, vol. II, cit., p. 316; J. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das obrigações*, vol. II, Almedina, Coimbra, 1990, p. 522; M.J. ALMEIDA COSTA, *Direito das obrigações*, cit., pp. 745-746; CARLOS MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, Almedina, Coimbra, reimpressão de 1982, pp. 226, ss.; FERNANDO PANTALEON PRIETO, *Cesión de créditos*, ADC, 1988, p. 1094; JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUCES, *El contrato de factoring*, Tecnos, Madrid, 1990, pp. 126, ss.; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil*, cit., § 34 III, pp. 584, ss.; GÜNTER ROTH/*Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, Schuldrecht, Allgemeiner Teil*, 3.^a ed., C.H. Beck, München, 1994, § 398, pp. 1578, ss.; M. BIANCA, *Diritto civile IV, L'obbligazione*, cit., p. 589-590; UMBERTO BRECCIA, *Le obbligazioni*, in: Trattato di diritto privato (de Giovanni Iudica e Paolo Zatti), Giuffrè, Milano, 1991, p. 787; A. DOLMETTA/G. B. PORTALE, *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, cit., pp. 89-91; P. MALAURIE/L. AYNÈS/P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, cit., p. 758.

(100) A obra de referência em matéria de créditos futuros, no direito italiano, é a de STEFANO TROIANO, *La cessione di crediti futuri*, Cedam, Padova, 1999, p. 242

(101) O Dec-Lei núm. 453/99, de 5/11, que regula a titularização, prevê expressamente a cessão de créditos futuros, embora para neste âmbito lhe colocar exigências mais apertadas do que aquelas que decorrem do regime geral. Efetivamente, só são admitidos para titularização créditos decorrentes de relações jurídicas «constituídas e de montante estimável», art. 4.º núm. 2 do Dec-Lei núm. 453/99, de 5/11.

(102) A Convenção do *Unidroit* de Otava sobre o *factoring* internacional no seu art. 5.º estabelece, nesta linha, que na «relação entre as partes do contrato de *factoring*» uma cláusula desse negócio jurídico que preveja a cessão de créditos existentes ou futuros «é válida», mesmo na ausência da sua designação individual, «se no momento da conclusão do contrato ou quando nasçam possam ser identificados para o contrato» [«identified to the contract» —art. 5.º al. a) da Convenção]. A transferência do crédito verifica-se automaticamente a partir do momento do seu nascimento, sem necessidade de «um novo ato de

Os critérios a utilizar para que se possa considerar preenchido este requisito, em particular quando se trata de uma cessão global ou em bloco de créditos futuros, poderão ser objetivos, por referência a determinados bens ou serviços a serem vendidos ou prestados pelo cedente, ou por créditos a emergirem de certos contratos já celebrados; subjetivos, através da indicação de certos (futuros) devedores do alienante; ou quantitativos, por referência a uma determinada faturação prevista ou previsível deste último⁽¹⁰³⁾. Neste caso, o critério de determinação são os contratos de mútuo celebrados com certos devedores.

No âmbito desta modalidade de direitos devemos distinguir os créditos futuros em sentido amplo e os créditos futuros em sentido estrito⁽¹⁰⁴⁾. Os primeiros decorrem de relações contratuais, muitas vezes relações contratuais duradouras (como, p. ex., a locação, o mútuo), já constituídas, o que não sucede nestes últimos (p. ex., a cessão do preço de uma compra e venda ou de uma empreitada, que ainda não foi celebrada). Enquanto nos primeiros a posição do cedente antes ainda será constituída por uma expectativa jurídica⁽¹⁰⁵⁾ —como se verá, suscetível de transmissão autónoma— nos créditos futuros estamos simplesmente perante uma expectativa de facto, que não é de *per si* cedível.

Sempre que, como aqui sucede, o negócio base da cessão seja uma venda (e ainda noutras casos por força do art. 939.º CCP) aplica-se o art. 880.º CCP, nos termos do qual o vendedor —aqui o cedente— tem a obrigação de exercer «as diligências necessárias para que o comprador adquira os bens vendidos, segundo o que for estipulado

transferência» [art. 5.º al. b) da Convenção]. Em sentido semelhante, a Convenção das Nações Unidas sobre a cessão de créditos no comércio internacional (art. 8.º). Também os Princípios de Direito Europeu dos Contratos, PECL, art. 11:102 (2). Cfr. *Principles of European Contract Law, Part III*, cit., pp. 91, ss.

(103) Ver, para a formulação destes critérios: S. TROIANO, *La cessione di crediti futuri*, cit., p. 242; J. A. GARCIA-CRUCES, *El contrato de factoring*, cit., p. 126; C. W. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, Walter de Gruyter, Berlin, New York, 1975, p. 858 (no âmbito do *factoring*).

(104) Numa distinção, em parte, paralela ROLF SERICK distingue os créditos futuros em sentido amplo (*künftige Forderungen im weiteren Sinne*), em relação aos quais exista já o fundamento (*Grund*), dos créditos futuros em sentido estrito (*künftige Forderungen im engeren Sinne*), que seriam aqueles em relação aos quais não existiria, no momento da cessão, qualquer base ou *Grund*. Cfr. R. SERICK *Eigentumsvorbehalt und Sicherungsübertragung, Band IV, Verlängerungs- und Erweiterungsformen des Eigentumsvorbehaltes und der Sicherungsübertragung - Erster Teil, Verlängerungsformen und Kollisionen*, Verlagsgesellschaft Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 1976, § 47 IV 1a, p. 317, § 47 IV 4, p. 330, § 47 IV, p. 335, p. 345.

(105) Em regra é assim, ver os exemplos do mútuo, da locação. Mas nem sempre, como sucederá com as comissões —futuras— do agente no âmbito de um contrato de agência. P. ex., se A celebrar com B um contrato de agência, tendo este último (o agente) cedido a C os créditos das comissões futuras, a relação contratual duradoura entre A e B, donde deverá nascer o crédito, já existe. Porém, a existência e o montante das comissões dependem sempre das vendas, eventuais, a realizar, que agente tenha promovido (ou com clientes por ele angariados) —art. 16.º núm. 1 do Dec.-Lei núm. 178/86, de 13/4. Podem até esses créditos não chegar a nascer, pese embora os esforços do agente, por os terceiros (que não estão obrigados a comprar) não quererem celebrar os contratos. Não se pode desta forma dizer que haja aqui uma posição mínima juridicamente tutelada à aquisição desses créditos, como vimos que existia, p. ex., na locação e no mútuo, onde falta o elemento de aleatoriedade que neste caso (como, p. ex., também num contrato de comissão) existe. Nessa medida, nada há a transmitir de imediato ao cessionário, mesmo que as partes o pretendessem fazer. Sobre o contrato de agência, por todos, ver ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Contrato de agência, anotação*, 7.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010.

ou resultar das circunstâncias do contrato». São esses deveres que integram a garantia do cedente imposta pelo art. 587.º CCP, aplicada aos créditos futuros: desenvolver os esforços necessários à sua constituição. Note-se que nos contratos de mútuo oneroso, como aqui é o caso, esses deveres que integram a referida garantia têm um conteúdo essencialmente negativo: não praticar qualquer ato que possa obstar ao nascimento dos direitos futuros, aqui os juros vincendos.

B) O regime dos créditos futuros na insolvência do vendedor/cedente

Resta o último ponto, central, do regime dos créditos futuros, relativo aos efeitos da declaração de insolvência do cedente, antes de o crédito se ter constituído.

Como é sabido, há duas doutrinas desenvolvidas —desde há muito tempo, aliás— na doutrina alemã a este respeito: a da imediação (*Unmittelbarkeitstheorie*) e a da transmissão (*Durchgangstheorie*). A primeira sustenta a constituição do crédito já na esfera do cessionário e, portanto, não passando pelo património do cedente e, nessa medida, não sendo incluído na massa insolvente. A segunda, pelo contrário, defende que o crédito ainda terá que passar pela esfera do cedente e que, por isso, estando ele insolvente, se incluirá na massa⁽¹⁰⁶⁾.

O critério mais utilizado a este propósito foi proposto por Larenz⁽¹⁰⁷⁾. Segundo este Autor, o direito de crédito nasceria imediatamente na esfera do adquirente quando tivesse uma base ou fundamento (a que o autor chama *Grund*) já existente no momento da cessão, o que se verificaria quanto aos créditos suspensivamente condicionados e aos créditos a emergirem de uma já subsistente relação obrigacional duradoura (*Dauerschuldverhältnis*), uma vez que aí existiria uma perspectiva de aquisição (*bestimmte Erwerbssaussicht*) ou uma expectativa (*Anwartschaft*), que passaria logo ao cessionário⁽¹⁰⁸⁾; se o direito futuro não tivesse ainda qualquer base ou fundamento (*Grund*) no momento da cessão, não haveria qualquer posição jurídica a transmitir, e o direito, quando nascesse, teria de passar, necessariamente, pela esfera do cedente⁽¹⁰⁹⁾.

(106) Sobre elas, ver por todos: C. MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, cit., pp. 228, ss.; J. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, vol. II, cit., pp. 316, ss.; J. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das obrigações*, vol. II, cit., pp. 523, ss.; L. MENEZES LEITÃO, *Cessão de créditos*, cit., pp. 421, ss. Na Alemanha, por todos, ver, KRESSE/ECKARDTE, *Nomos Kommentar BGB, Schuldrecht*, Band 2/1, §§ 241-610, cit., § 398, p. 1473.

(107) K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil*, cit., § 34, III, pp. 584, ss.

(108) «Ist für die künftige Forderung bereits ein Grund gelegt, so wird dem Zessionar nicht nur die künftige Forderung abtreten, sondern darüber hinaus eine bereits bestehende Rechtsposition des Zedenten, nämlich eine bestimmte Erwerbssaussicht oder eine «Anwartschaft» übertragen». *ob. ult. cit.*, p. 585.

(109) A posição de LARENZ tem que ser um pouco precisada. Na verdade, este Autor (K. LARENZ/M. WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, cit., § 15, pp. 275-276) distingue a mera *Anwartschaft* da *Anwartschaftsrecht* (direito de expectativa). Na primeira figura incluir-se-iam as perspectivas de aquisição de um crédito ou de um direito real, de que já se começou a realizar a *facti-species* aquisitiva (*Erwerbstatbestand*), e cuja completude com probabilidade é de esperar; a segunda diria respeito a situações de perspectiva de aquisição que tenham ganho um tal grau de solidez que passam a ser consi-

A doutrina portuguesa divide-se entre os que defendem a tese da transmissão, como sucede com C. Mota Pinto⁽¹¹⁰⁾, Ribeiro de Faria⁽¹¹¹⁾ e Menezes Leitão⁽¹¹²⁾, e aqueles que sustentam embora com matizes diversas a tese de imediação: Antunes Varela (que adota a posição de Larenz)⁽¹¹³⁾ e Leite de Campos⁽¹¹⁴⁾.

A este propósito entendemos o seguinte⁽¹¹⁵⁾.

Situando-nos em pleno campo de atuação da autonomia privada, a decisão quanto a saber se o direito quando nascer entra diretamente na esfera do cessionário, ou se tem que passar pelo património do cedente, deverá, em princípio, ser deixada às partes, a não ser que a lei a exclua ou limite. Todavia, os contraentes só poderão recorrer à transferência imediata quando o cedente seja já titular de uma posição jurídica que seja de imediato transmissível ao cessionário, e onde depois radicará o direito a nascer. Inexistindo bem transmissível, não o podem fazer.

Dito de outra forma: só se o alienante for já titular de uma expectativa jurídica e as partes a quiserem logo negociar, transferindo-a para o cessionário. O que significa que em rigor as partes só podem transferir a expectativa em si, já não o direito futuro como tal. E este constituir-se-á na esfera do cessionário, salvo se a lei impedir, como acontece, em determinados casos, este resultado⁽¹¹⁶⁾.

Se as partes negociarem o direito futuro como tal —necessariamente se não houver ainda uma expectativa a transmitir, ou *se não* se pretender transferir a expectativa—, ele terá sempre que passar primeiro pela esfera do cedente, onde se constitui, para depois passar ao cessionário⁽¹¹⁷⁾.

deradas no tráfego como uma atual posição patrimonial, como seria o caso da transferência de um direito sob condição suspensiva.

Repare-se que a posição deste Autor conduz a que em ambos os casos se possa verificar uma transmissão imediata, nos termos referidos, da referida posição jurídica (mesmo que não seja uma verdadeira *Anwartschaftsrecht*, no sentido apontado). Contra, D. MEDICUS/S. LORENZ, *Schuldrecht I, Allgemeiner Teil*, cit. § 62, p. 355.

(110) C. MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, cit., pp. 230, ss.

(111) J. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das obrigações*, vol. II, cit., p. 525.

(112) L. MENEZES LEITÃO, *Cessão de créditos*, cit., pp. 424-425.

(113) J. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, vol. II, cit., pp. 317-319.

(114) D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., pp. 59, ss.

(115) Ver de forma detalhada, para a justificação do que de forma resumida, e só no que toca ao resultado, se diz em texto (nomeadamente os argumentos relativos aos arts. 1058.º CCP, 821.º CCP, e 115.º do Código da Insolvência e da Recuperação da Empresa Português — CIRE), M. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, cit., pp. 456, ss.

(116) Efetivamente, na consideração dos diversos interesses envolvidos e na valoração que dos mesmos faça, a lei poderá em certos casos obstar à aquisição do direito pelo cessionário. A cessão das expectativas só pode ir até esse momento (sucessão *inter vivos* na relação contratual, no art. 1058.º CCP; penhora, no art. 821.º CCP; 24 meses depois da declaração de insolvência, no art. 115.º núm. 1 CIRE).

(117) Ver, também neste sentido, D. LEITE DE CAMPOS/C. SAAVEDRA PINTO, *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*, cit., pp. 69, ss.

No mútuo, o mutuante é já titular de uma expectativa jurídica⁽¹¹⁸⁾. Com efeito, a constituição do direito ao juro é uma *facti-species* complexa de formação sucessiva integrada pela celebração do contrato e o decurso do tempo. Com a conclusão do contrato de mútuo, que implica a entrega do capital, a aquisição do direito (*rectius*, dos direitos) aos juros está unicamente dependente do decurso do tempo. Ou seja: no seio da relação obrigacional duradoura vão emergindo, periodicamente, direitos de crédito, os juros, para o mutuante.

Claro está que é necessário termos em linha de conta o —eventual— direito de reembolso antecipado do mutuário. Devemos aqui distinguir três casos: as partes afastam convencionalmente o art. 1147.º CCP, não podendo o mutuário pagar antecipadamente; rege o art. 1147.º CCP, hipótese em que o mutuário pode reembolsar a quantia antes do decurso do prazo, mas com o pagamento de juros; aplica-se um regime especial (como o do crédito à habitação, Dec.-Lei núm. 349/98, de 11/11) em que o mutuário pode antecipar o pagamento sem pagar juros (art. 3.º núm. 2 do Dec.-Lei núm. 349/98, de 11)⁽¹¹⁹⁾. A solidez da posição do mutuante, quanto aos juros, varia.

Decorre do que se acabou de dizer que a posição em si tem um valor patrimonial próprio (dependente, para além do regime específico do contrato donde emerge, do valor nominal do crédito, das garantias, da solvabilidade do cedente e do tempo a decorrer para a constituição e vencimento do direito em que desembocará) e pode ser transmitida (é suscetível, aliás, de penhora, art. 860.º-A do Código de Processo Civil Português⁽¹²⁰⁾). O que é negociado, repise-se, não é o direito futuro, mas é a expectativa⁽¹²¹⁾ em que esse direito radicará, que consiste num bem em si mesmo e que tem um valor patrimonial próprio, valor esse diverso do direito a que dará lugar^{(122) (123)}.

(118) Ver desenvolvidamente, para a justificação do que se diz em texto, M. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, cit., pp. 475, ss., nota 928.

(119) Nos casos em texto há um enfraquecimento progressivo da posição do mutuante e, nessa medida, da sua própria expectativa jurídica. Ela não tem sempre a mesma tutela, estando dependente do regime do contrato donde emerge.

(120) Ver, sobre este preceito, J. LEBRE DE FREITAS/A. RIBEIRO MENDES, *Código de processo civil anotado*, vol. 3.º, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 461, ss.

(121) Para a transmissão em garantia das expectativas, na prática comercial alemã, ver H. G. GANTER, *Sicherungsübereignung*, in: H. SCHIMANSKY/H.-J. BUNTE/H.-J. LWOWSKY, *Bankrechts-Handbuch*, Band II, 4.ª ed., C. H. Beck, München, 2011, § 95, pp. 598, ss.

(122) A expectativa é um bem patrimonial com um valor próprio e não se vê por que razão não há de poder ser negociada, como os outros bens integrantes do património de um sujeito. Claro que é um bem com especificidades, na medida em que dá lugar ao nascimento posterior de um direito que nela radica. Mas note-se que o direito, como se disse, pode ser negociado como futuro ou ser ela própria a ser transacionada. Nesse caso, mesmo do prisma concetual não se torna necessário que o direito futuro passe pelo património do cedente, e que do prisma material —o decisivo— o comprador fique privado de um bem que já adquiriu (a expectativa dá lugar depois ao direito futuro), contra o pagamento de um preço determinado em função, como se disse, do seu valor, como bem em si.

(123) Diga-se ainda, no âmbito especificamente insolvencial, que o CIRE tem disposições que nos permitem concluir pela aceitação da aquisição direta dos créditos futuros pelo cessionário, que esta limita apenas no tempo: é o que decorre do art. 115.º CIRE.

Nessa medida, o que é vendido é o crédito presente ao capital com o pagamento em diversas prestações a vencerem-se nos termos acordados ao longo do prazo do empréstimo e a expectativas de aquisição dos juros. Assim sendo, estas passam a integrar o património do cessionário. Declarada a insolvência do cedente, o bem já não está na sua esfera e, portanto, não integra a massa insolvente (art. 46.º CIRE). O insolvente já o vendeu, já dispôs dele. O que poderia ser atingido, eventualmente, seria o negócio de venda ou no âmbito do art. 121.º CIRE, resolução incondicional, ou no âmbito do regime geral da resolução dos atos do insolvente do art. 120.º CIRE que exige a má fé.

Contudo, a questão não está ainda resolvida. A cessão não é, no sistema português (como nos outros sistemas latinos), um negócio em si (como, p. ex., a *Abtretung* na Alemanha, negócio abstrato), mas o efeito de um negócio causal em que se integra. Aqui esse negócio é uma venda. Ainda, o crédito poderá estar dependente do seu negócio constitutivo (neste caso, um mútuo), pelo que, em termos insolvenciais, a cessão não pode ser tratada isoladamente, sem se atender a estes.

Por isso, com a declaração de insolvência do cedente/vendedor terá que ser determinado o destino de dois contratos de que ele é parte: o mútuo, como mutuante, e a compra e venda, como vendedor. Se o administrador puder fazer cessar o mútuo, impedindo, nessa medida, o nascimento dos créditos aos juros (cuja expectativa foram cedidas), ou, retroativamente, a compra e venda, provocando pois a retransmissão dessas expectativas, o comprador não irá adquirir esses juros.

A opção pelo cumprimento ou não cumprimento dos contratos do insolvente só é atribuída ao administrador quando decorra do regime de um dos contratos em curso na insolvência previsto nos artigos 103.º e seguintes do CIRE. Onde não se inclui o mútuo. Fora destes casos, poderia pensar-se na aplicação do art. 102.º CIRE que consagra uma regra geral quanto aos contratos em curso do insolvente.

Porém, pressuposto da sua aplicação é que estejamos perante um contrato bilateral sinalagmático em que não tenha havido cumprimento total por qualquer uma das

Com efeito, dispõe o núm. 1 desse artigo que a cessão de determinados créditos futuros (especialmente relevantes: trabalho, subsídios de desemprego, pensões de reforma) está limitada aos «rendimentos respeitantes ao período anterior à declaração de insolvência, ao resto do mês em curso a essa data e aos 24 meses subsequentes».

Por sua vez, dispõe o núm. 2 do art. 115.º CIRE que a cessão e rendas os alugueres que tenha por objeto rendas ou alugueres decorrentes de um contrato de locação que o administrador não pode denunciar ou resolver (a locação-venda —art. 104.º núm. 2— e a locação simples —art. 109.º CIRE) ficam limitadas ao resto do mês em curso à data da declaração de insolvência e ao mês subsequente.

Ambas estas normas exigem que os créditos se constituam na esfera do cessionário. Caso contrário, seriam dispensáveis. Eles, ao emergirem, integrariam sempre a massa insolvente.

L. MENEZES LEITÃO (*Cessão de créditos*, cit., p. 435), sustentando a aquisição pela massa do crédito futuro, entende que a «limitação» que estas normas consagram à «eficácia da cessão é muito pouco esclarecedora sobre os efeitos da declaração de insolvência do cedente sobre a cessão de créditos futuros, uma vez que se limita aos casos de cessão de prestações periódicas emergentes de relações e penas refere dois tipos contratuais dessa categoria dando soluções diferentes para cada um deles...».

O que nos parece é que ela é clara num aspeto, decisivo, nesta matéria: a lei admite, introduzindo apenas limitações, a aquisição pelo cessionário dos créditos futuros, mesmo depois da insolvência do cedente, o que afasta necessariamente a tese da transmissão que não admite este resultado.

partes. Não é o que aqui sucede: o contrato é unilateral e não há qualquer prestação a realizar pelo insolvente⁽¹²⁴⁾. O administrador não o pode fazer cessar, pelo que, mantendo-se eficaz, os créditos continuarão a constituir-se.

Relativamente à compra e venda, tendo sido pago o preço, não se pode aplicar o art. 102.º CIRE⁽¹²⁵⁾, que exige que o contrato não tenha sido integralmente cumprido por ambas as partes, o que aqui não sucede. Nessa medida, o administrador não poderá optar pelo seu não cumprimento. E, ainda que o pudesse, tal não teria efeitos retroativos, conduzindo à retransmissão das expectativas⁽¹²⁶⁾. Daqui decorre que os créditos aos juros se iriam constituindo já na esfera do comprador sem que passem pela esfera do vendedor e, portanto, sem serem integrados na massa insolvente.⁽¹²⁷⁾

Mas, ainda assim, tem que se ir mais fundo. A questão tem, por último, que ser, percorrido todo este caminho, colocada em pleno sistema insolvencial: teremos que determinar se este admite, aceita, uma transmissão de riqueza futura nestes termos. Isso implica expor os traços valorativos que estruturam este subsistema, em especial no que diz respeito à disciplina dos créditos e, mais particular ainda, como se vê dos negócios em curso. Dada a economia deste trabalho, e necessária extensão e profundidade que uma tal análise exigiria, termos que a deixar para outra altura⁽¹²⁸⁾.

5. A articulação da posição do cedente com a do cessionário

A cessão de créditos implica que se tenha presente o relacionamento entre dois contratos. O primeiro, aquele donde os créditos emergem, aqui o contrato de mútuo, o segundo, o negócio de venda que gera a transferência dos direitos.

(124) Mas mesmo admitindo-se o mútuo (consensual) como contrato bilateral, passando a entrega da quantia a ser em cumprimento de uma obrigação nascida da celebração desse contrato, ela já teria sido cumprida, pelo que o resultado seria o mesmo.

(125) Também não o art. 105.º, núm. 1, al. a) CIRE, porque ele pressupõe o art. 102.º CIRE, além de que não se pode falar aqui, tendo em conta o bem em jogo, em entrega. Mas mesmo que pudesse, a consequência era igualmente a inexistência da faculdade de recusa do contrato pelo administrador.

(126) Sobre esta matéria, ver M. PESTANA DE VASCONCELOS, *El nuevo régimen concursal de la compraventa*, RcP, n.º 7, 2007, pp. 255, ss.

(127) Diga-se só, de passagem, que a adoção aqui da teoria da transmissão levaria a que os créditos aos juros se integrassem na massa, no caso de declaração de insolvência do vendedor/cedente. O risco que o comprador de créditos viria a correr seria assim muito elevado. O que se traduziria de imediato no preço de compra, empurrando-o, mais ainda, para baixo. Seria um rude golpe no financiamento dos bancos.

(128) A questão dos créditos futuros é particularmente complexa, implicando uma análise que tem que abordar em todos os seus aspetos, não deixando nenhum ponto por explorar. Em grande parte a sua dificuldade resulta da sua interseção entre o Direito das obrigações, o Direito comercial e o Direito insolvencial. Todas estas vertentes têm que ser devidamente analisadas. Todas as questões têm que ser resolvidas. Prova da sua exigência e dessa especial dificuldade é a divisão da doutrina alemã no que toca a esta matéria. E num sistema no qual as cessões globais de créditos futuros têm um enorme relevo. Como se diz em texto, o caminho que percorremos, os resultados que alcançamos, são absolutamente necessários nesta tarefa, mas em rigor, não são ainda suficientes. Falta o elemento final e decisivo. Esse passo daremos em estudo próprio.

Efetivamente, transmitindo-se embora o crédito, o titular da posição contratual, do negócio donde esse direito emerge, continua a ser o cedente⁽¹²⁹⁾. Por isso, embora o cessionário possa executar o crédito (e as garantias reais) e transformar a mora em incumprimento definitivo (art. 808.º CCP⁽¹³⁰⁾), não pode resolver o contrato (por falta de pagamento dos juros e sem necessidade —excecionalmente— de recorrer à interpelação cominatória —art. 1150.º CCP). Todavia, cremos⁽¹³¹⁾, também o cedente não pode resolver o contrato com o devedor cedido sem consentimento do cessionário. Mas, mesmo que pudesse, não decorriam daí reflexos sobre a posição do cessionário no que toca aos créditos transmitidos por força do art. 435.º núm. 1 CCP.

6. As garantias prestadas pelo cedente

O cedente garante ao cessionário a existência (*nomem verum*) e a exigibilidade do crédito cedido (art. 587.º núm. 1 CCP), mas não, a não ser que tenha sido convencionalmente acordado, a solvência do devedor, assim, como não, evidentemente salvo acordo em contrário, o seu cumprimento (art. 587.º núm. 2 CCP). O conteúdo preciso dessas garantias⁽¹³²⁾ determina-se de acordo com o negócio base da cessão de créditos. Aqui estamos perante uma venda, pelo que se aplica o regime deste contrato.

De acordo com a primeira, o alienante garante a sua qualidade de credor (*nomem verum*) no momento da conclusão desse negócio, salvo se o crédito for negociado como futuro. Isso implica que seja titular do crédito ou lhe tenha sido atribuída legitimidade para o alienar. Se tal não acontecer, estamos perante um crédito inexistente, sendo a cessão nula (art. 280.º), ou um crédito alheio, caso em que o cedente terá que o adquirir (a venda será nula, se civil, ou válida, se comercial, art. 467.º núm. 2 do Código Comercial Português, portanto, se o crédito for comprado para revenda, art. 463.º do Código Comercial Português; em qualquer dos casos há um dever de adquirir o bem⁽¹³³⁾). Em ambos as hipóteses haverá o dever de indemnizar o credor⁽¹³⁴⁾.

A indemnização deverá sempre que possível revestir a forma de reparação natural o que significa a transmissão de um crédito equivalente (economicamente, ou seja no que toca ao valor do crédito —*rectius*, crédito e expectativas— enquanto objeto de comércio) ao cessionário, eventualmente acompanhada por uma indemnização pecuniária, se ele tiver sofrido outros danos.

(129) C. MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, cit., pp. 247, ss.; J. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das obrigações*, vol. II, cit., pp. 533-534.

(130) C. MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, cit., pp. 245; J. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, vol. II, cit., p. 326.

(131) Ver, desenvolvidamente, sobre a resolução do contrato constitutivo do crédito, M. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, cit., pp. 497, ss.

(132) *Undertakings by assignor* (art. 11:204 PECL).

(133) Obrigação de convalidação, no caso de venda civil, art. 897.º CCP,

(134) Para a venda civil, art. 898.º CCP e art. 900.º CCP.

Quanto aos créditos a juros, que são, como se viu, créditos futuros, a garantia da existência do crédito terá por conteúdo, como também acima foi observado, a obrigação do cedente de desenvolver as diligências necessárias para que adquira esse direito (arts. 880.º núm. 1 e 587.º núm. 1 CCP), aqui essencialmente negativas, como também já foi referido.

A garantia da exigibilidade, quando autonomizada da garantia da existência, como sucede no art. 587.º núm. 1 CCP, está relacionada com o recurso pelo devedor cedido a meios de defesa que impeçam o cessionário de obter o cumprimento do crédito⁽¹³⁵⁾ (o crédito quando cedido existia na titularidade do cedente e foi transferido para o cessionário). Se eles decorrerem de atos do cedente, ele responde e a solução deverá revestir as linhas daquela acima exposta.

O cedente só garante a solvência⁽¹³⁶⁾ do devedor cedido se a tanto se tiver obrigado (art. 587.º núm. 2 CCP)⁽¹³⁷⁾. Há regimes específicos, como a cessão de créditos de empresa em Itália, que consagram a regra oposta, ou seja, a da garantia, no limite do correspondente acordado (art. 4.º da *Legge* 52/91)⁽¹³⁸⁾. Caso o faça, verificando-se a insolvência do devedor cedido, o cedente responde pelo dano total causado por esse facto⁽¹³⁹⁾.

É ainda possível, simplesmente, garantir o cumprimento do devedor. A indemnização, também neste caso, deve revestir a forma de restauração natural.

Importa por isso em todos esses casos que se fixem mecanismos céleres para os créditos serem rapidamente retransmitidos ao cedente e ele transmita outros em substituição com valor económico idêntico. O que nos contratos de venda de créditos bancários, num ponto tão sensível como este, quase sempre sucederá.

(135) Na mesma linha, a Convenção de Nova Iorque. Nos termos do art. 12.º (garantias do cedente), este garante que pode ceder o crédito, que não o cedeu a outrem e que o devedor «não pode nem poderá opor exceções ou direitos de compensação»

(136) Quanto à garantia da solvência, em geral, ver M. JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Assunção fidejussória de dívida. Sobre o sentido e o âmbito da vinculação como fiador*, Almedina, Coimbra, 2000, pp. 54-55.

(137) Também: art. 1267.º *Codice Civile*; art. 12.º núm. 2 da Convenção de Nova Iorque.

(138) Cfr. G. C. RIVOLTA, *La disciplina della cessione dei crediti d'impresa*, cit., p. 718; C. AMATO, *Annotazioni alla L. 21/2/1991 n. 52, sulla cessione dei crediti d'impresa*, cit., p. 492.

(139) E não só nos limites do que recebeu da outra parte.

SIGLAS

ADC	Anuario de Derecho Civil.
BBTC	Banca Borsa e Titoli di Credito.
BFDUC	Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
Cad. MVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários.
CCP	Código Civil Português.
CPCP	Código de Processo Civil Português.
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação da Empresa Português.
DDP	Digesto delle discipline privatistiche.
DukeJCIL	Duke Journal of Comparative and International Law.
ED	Enciclopedia del Diritto.
EDP	Europa e Diritto Privato.
IIR	International Insolvency Review.
NovissDI	Novissimo Digesto italiano.
Q.	Quadrimestre.
PECL	Princípios de Direito Europeu dos Contratos.
RcP	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal.
RDCiv.	Rivista di Diritto Civile.
RDCom	Rivista di Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni.
RDU/ULR	Revue de Droit Uniform/Uniform Law Review.
Rev. Ban.	Revista da Banca
RFDUP	Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto.
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht.

CRÓNICA

INSTRUMENTOS DE COORDINACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA EN MATERIA DE RESCATE Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS^(*)

JUAN ANTONIO PÉREZ RIVARÉS

Doctor en Derecho, Universidad de Barcelona
Abogado

RESUMEN

Tras enmarcar en el contexto internacional y comparado las iniciativas de la UE en materia de rescate y resolución de entidades financieras, el trabajo analiza algunos de los instrumentos de coordinación (en el sentido amplio del término) o integración positiva empleados en el seno de la UE en este ámbito, que encauzan y condicionan fuertemente la actuación de las autoridades nacionales. Se trata, en unos casos, de instrumentos tradicionales y contemplados en el Tratado desde su redacción original y, en otros casos, de instrumentos de nuevo cuño (de suerte que han exigido la reciente modificación del Derecho originario), que interaccionan además con instrumentos ajenos al propio Derecho de la UE, como la suscripción de tratados internacionales por los Estados de la zona del euro. Este análisis conduce al autor a apreciar entre tales instrumentos de coordinación la existencia de cierta interrelación y complementariedad, pese a que, coherentemente con el método de integración comunitario, no parezcan obedecer en origen a un plan omnicomprensivo preconcebido. El Memorandum de Entendimiento español es ejemplo paradigmático de esta interacción y complementariedad.

ABSTRACT

After putting EU initiatives on the recovery and resolution of financial entities in an international context, this paper analyses some of the coordination (in the broadest sense of the term) and positive integration tools used within the EU on this matter, which channel and strongly condition the actions of national authorities. Some of them are traditional tools that have been reflected in the Treaty since its original version. Others are newly created tools for which amendments have had to be made to the Treaty. They also interact with tools alien to EU law, such as the signing of international treaties by the Eurozone States. This analysis leads the author to conclude that there is a certain interrelationship and complementarity between these tools, even if (in line with the European integration method) they do not seem to follow a preconceived, all-encompassing plan. The Spanish Memorandum of Understanding is a paradigmatic example of this interaction and complementarity.

(*) Este trabajo se enmarca en el Proyecto de Investigación y Desarrollo titulado *El ejercicio de las competencias comunitarias entre la UE y sus Estados miembros: técnicas jurídicas de coordinación*, financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad (DER2011-23492), cuyo investigador principal es el profesor ANDREU OLESTI RAYO.

Palabras clave: Unión Europea, coordinación, rescate, ayudas estatales, Comisión Europea, Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, Mecanismo Europeo de Estabilización, condicionalidad, directiva, resolución, entidades financieras, Memorandum de Entendimiento.

Keywords: European Union, coordination, recovery, State aid, European Commission, European Financial Stability Facility, European Stability Mechanism, conditionality, directive, resolution, financial entities, Memorandum of Understanding.

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
 - II. EL CONTROL POR LA UE DE LAS AYUDAS ESTATALES AL SECTOR FINANCIERO.
 - III. CONDICIONALIDAD DERIVADA DE LA AYUDA AL SECTOR FINANCIERO PROCEDENTE DE FONDOS DE RESCATE EUROPEOS.
 - IV. PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE RESCATE Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO.
 - V. EL MOU ESPAÑOL Y LA INTERRELACIÓN ENTRE LOS DIFERENTES MECANISMOS DE COORDINACIÓN.
 - VI. CONSIDERACIONES FINALES.
-

I. PLANTEAMIENTO

En ausencia de instituciones internacionales que dicten y exijan el cumplimiento de soluciones regulatorias en los diferentes Estados para abordar un fenómeno, como el de la crisis financiera, que (por afectar a mercados globales) traspasa fronteras (como las contenidas en los Acuerdos de Basilea adoptados el 12 de septiembre de 2010, conocidos como Basilea III⁽¹⁾), la actuación de la Unión Europea («UE») se ha visto constreñida por un marco normativo en que los Estados miembros mantienen la competencia para aprobar medidas de ayuda a las empresas y, en general, para dictar sus propias políticas económicas, que —eso sí— deben contribuir a la realización de los objetivos de la Unión según se definen en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea, «TUE» (art. 120 Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, «TFUE») y se hallan sujetas a un régimen de coordinación (art. 121 TFUE) y a determinadas prohibiciones, tanto de índole financiera (tendientes a buscar la igualdad y la exclu-

(1) La versión actual de los Acuerdos de Basilea adoptada el 12 de septiembre de 2010, conocida como Basilea III (que habrá de implementarse a lo largo de esta década), incorpora como principal novedad la elevación del capital mínimo del 2% al 4,5%, añadiendo un colchón de conservación de capital del 2,5%, de manera que los requerimientos totales de capital ordinario se sitúa en el 7%, que triplica los anteriores (restringiendo, así, la posibilidad de distribuir dividendos). El texto de los acuerdos alcanzados está disponible en <<http://www.bis.org/bcbs/base13.htm>>.

sión de privilegios en el comportamiento de los actores económicos⁽²⁾ como de índole presupuestaria (tendientes a evitar un déficit excesivo⁽³⁾), y sin perjuicio de la posible intervención directa de la Unión en materia de política económica en supuestos excepcionales (así, el artículo 122.1 TFUE faculta al Consejo, a propuesta de la Comisión y con un espíritu de solidaridad entre los Estados miembros, a adoptar medidas coyunturales o «medidas adecuadas a la situación económica»).

Estas restricciones competenciales no han impedido, sin embargo, que el papel de Europa, frente a una crisis que inicialmente le resultó ajena en su origen, no haya sido despreciable⁽⁴⁾. Las instituciones de la UE han asumido las deficiencias en la gobernanza de los mercados financieros y se han replanteado el modelo existente⁽⁵⁾. En este contexto, se constata que la reordenación del sector financiero en la UE y en Estados Unidos muestran importantes paralelismos en aspectos tales como los relativos a (a) los análisis de los ratios de capital de las entidades financieras⁽⁶⁾ (a lo que obedece que la banca europea fuera sometida a las famosas «pruebas de estrés» coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea⁽⁷⁾, del mismo modo que la *Federal Reserve* analizara las necesidades de capital de la mayoría de bancos estadounidenses en el marco del llamado *Supervisory Capital Assessment Program*⁽⁸⁾); (b) las medidas tendientes a mantener la confianza en el sistema financiero adoptadas por las instituciones y Estados miembros de la UE tras algunos titubeos iniciales (como la revisión de la Directiva reguladora de los fondos de garantía de depósitos⁽⁹⁾ o el aumento en nuestro país

(2) Artículos 123.1, 124 y 125.1 del TFUE.

(3) Artículo 126 del TFUE.

(4) FERNANDO PABLO, M.M., «Nuevo marco europeo de supervisión financiera: una visión desde España», en *IX Congreso Hispano-Luso de Derecho Administrativo*, Córdoba, 26 y 27 de noviembre de 2010, disponible en <<http://www.uco.es/congresos/HispanoLuso/documentos/Comunicaciones/fernando%20pablo.pdf>>, p. 7.

(5) ZAMORA ROSELLÓ, M.R., «La gobernanza de la crisis: políticas comunitarias y sector financiero», en BLANCO ESTEVE, A., *Actas del VI Congreso de la Asociación Española de Derecho Administrativo*, Instituto Nacional de Administración Pública, Madrid, 2011, pp. 475-482.

(6) El reforzamiento de los requisitos de capital que establece el acuerdo de Basilea III tuvo lugar mediante modificaciones de la Directiva sobre requisitos de capital (Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, *por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración*, DOUE de 14.12.2010, L 329, pp. 3 y ss.), al que se ha añadido el acuerdo alcanzado en el seno de la Cumbre del Eurogrupo de 26 de octubre de 2011 relativo a una segunda recapitalización de los grandes bancos de la UE (que tendrían hasta el 30 de junio de 2012 para recapitalizarse y lograr un ratio de capital de calidad del 9% tras valorar a precio de mercado su exposición a la deuda pública).

(7) Sobre el particular, *vid.* CALVO VÉRGEZ, J., «Las llamadas pruebas de estrés a la banca europea y su proceso de recapitalización diseñado por el Eurogrupo», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 127, 2012, pp. 163-190.

(8) MARTÍNEZ ROSADO, J., «Reforma del sistema financiero en EE.UU.», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 125, 2012, p. 17.

(9) Sobre la armonización a nivel comunitario de los fondos de garantía de depósitos, *vid.* ILLESCAS ORTIZ, R., RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALELL, T. y FELIÚ REY, J., «La armonización del Derecho bancario en la Unión Europea, *Perspectivas del Sistema Financiero*», núm. 94, 2008, pp. 18-20.

de la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos⁽¹⁰⁾, a semejanza de lo acaecido con el *Federal Deposit Insurance Corporation*⁽¹¹⁾ estadounidense); (c) la creación de instituciones cuya finalidad es detectar y, en la medida de lo posible, evitar cualquier amenaza que afecte a la estabilidad financiera, como la Junta Europea de Riesgo Sistémico⁽¹²⁾ o su homólogo estadounidense, el *Financial Stability Oversight Council*⁽¹³⁾, o (d) la Propuesta de Directiva para el establecimiento de un marco armonizado para el rescate y resolución de las entidades de crédito planteada por la Comisión Europea («Comisión»)⁽¹⁴⁾ —actualmente en curso de negociación por el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo— («Propuesta de Directiva»), cuya filosofía inspiradora no parece ajena a la evolución experimentada en Estados Unidos mediante la promulgación de la mencionada *Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que pretende erradicar el principio *too big to fail* (tras las medidas inicialmente adoptadas en ese país para paliar los efectos de la crisis consistentes en ayudas o planes de rescate a entidades de gran tamaño, con el consiguiente coste para el contribuyente)⁽¹⁵⁾.

El papel de la Comisión ante la crisis financiera en el seno de la UE ha sido clave⁽¹⁶⁾, en la medida en que ha encauzado la política regulatoria de los Estados ante una situación de crisis financiera que hubiera podido conducir a una ruptura de mercado y un efecto de contagio a otros sectores y que requería una coordinación de políticas a nivel de la Unión para evitar respuestas nacionales fragmentarias o contradictorias⁽¹⁷⁾, al

(10) El aumento de la cobertura de 20.000 a 100.000 euros fue operado en nuestro país mediante el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (BOE de 15 de octubre de 2011).

(11) El aumento de la cobertura de los depósitos en Estados Unidos de 100.000 a 250.000 dólares fue consagrado por la *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008.

(12) La Junta Europea de Riesgo Sistémico fue creada por el Reglamento (UE) núm. 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, *relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico* (DOUE de 15.12.2010, L 331, p. 1).

(13) Creado por la reciente *Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Para mayores detalles, *vid.* MARTÍNEZ ROSADO, J., *op. cit.*, p. 14.

(14) Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo *por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y de empresas de inversión, y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/37/CE, 2011/35/CE y el Reglamento (UE) núm. 1093/2010*, Bruselas, 06.06.2012, COM (2012) 280 final, 20120159 (COD).

(15) No solo mediante el establecimiento de un procedimiento específico para liquidación de las grandes entidades financieras con el objetivo de evitar nuevos planes de rescate —permitiendo, así, la caída de entidades de grandes dimensiones—, sino además por encomendar expresamente al *Financial Stability Oversight Council* la eliminación de la cultura del *too big to fail*. Para mayores detalles, *vid.* MARTÍNEZ ROSADO, J., *op. cit.*, pp. 23-28.

(16) Sobre las competencias de la Comisión en el ámbito económico y, en particular, por lo que se refiere al papel por ella desempeñado en la crisis financiera, *vid.* ORTEGA GÓMEZ, M., *La Comisión Europea y el gobierno de la Unión*, Marcial Pons, Madrid, 2012, pp. 90-93.

(17) LÓPEZ GARCÍA, M.I., «La Comisión Europea y su papel ante la crisis económica-financiera», en *IX Congreso Hispano-Luso de Derecho Administrativo*, Córdoba, 26 y 27 de noviembre de 2010, disponible en <<<http://www.uco.es/congresos/HispanoLuso/documentos/Comunicaciones/lopez%20garcia.pdf>>>, p. 11. Para una visión panorámica de las diferentes medidas mitigantes y preventivas adopta-

tiempo que ha propiciado que los rescates bancarios con cargo al erario público (y, en última instancia, a cargo del contribuyente) se hayan desarrollado ordenadamente, según la doctrina del *too big to fail*. En la actualidad la discusión se centra en la UE en la solución que deba darse a las entidades que no puedan sobrevivir a la crisis⁽¹⁸⁾. En paralelo, se trabaja hacia la Unión Bancaria Europea, idea de carácter político que incluye, como primera medida, el establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión Bancaria («MUS») mediante la atribución al Banco Central Europeo de responsabilidad directa sobre el acceso al mercado y supervisión prudencial de los principales bancos de la zona del euro (propuesta del Consejo de la Unión Europea publicada el 14 de diciembre de 2012) que se prevé devenga efectiva en torno a marzo de 2014, y que puede incluir en el futuro el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos único y de un fondo de resolución a nivel de la UE.

¿Cómo está siendo esta ingente labor posible, partiendo de las restricciones competenciales a que se hallan sujetas las instituciones de la UE en los términos a que nos hemos referido, en que la coordinación de políticas económicas aparece limitada a la coordinación que se convenga en el seno del Consejo conforme al artículo 121 TFUE? En aras de la necesaria coordinación a que nos hemos referido, la UE (y, cuando ello no ha sido posible, los propios Estados miembros) ha recurrido a la puesta en marcha de diferentes instrumentos de integración positiva o de coordinación *lato sensu* (y no en el sentido estricto de este término acogido por el Tribunal de Justicia de la UE —«TJUE»— en su sentencia *Pringle*⁽¹⁹⁾, conforme a la cual la coordinación se limitaría a la fundamentada en el artículo 121 TFUE): se trata en algunos casos de instrumentos tradicionales y contemplados en el Tratado desde su redacción original, como el control de ayudas estatales por la UE *ex arts.* 107 a 109 TFUE o la armonización normativa mediante directivas; en otros, se trata de instrumentos de nuevo cuño, de suerte que han exigido la modificación del Derecho originario (nuevo art. 122.2 TFUE) y la interacción con instrumentos ajenos al Derecho de la UE, tales como la suscripción de acuerdos internacionales por los Estados miembros de la zona del euro⁽²⁰⁾.

Pretender abarcar y analizar en un trabajo de estas características todos los instrumentos de coordinación (insistimos, en sentido amplio) empleados por la UE en

das por la Comisión, *vid.* URÍA, F., «Las reformas legales europeas para la mejora de la gestión de crisis bancarias con elementos transfronterizos», en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, 2010, pp. 191-213.

(18) FERNANDO PABLO, M.M., *op. cit.*, p. 7.

(19) Sentencia del TJUE, asunto C-370/12 (*Thomas Pringle / Government of Ireland, Ireland, The Attorney General*), 27 de noviembre de 2012.

(20) Así, por ejemplo, 25 de los 27 Estados de la Unión han firmado el 2 de marzo de 2012 el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG), que ha sido objeto de análisis por la doctrina (MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J.: «El nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria: reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los Tratados constitutivos», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 2012, núm. 42, pp. 397-432, y DE GREGORIO MERINO, A.: «El Derecho de la Unión y el Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza en la Unión Económica y Monetaria», *Civitas. Revista Española de Derecho Europeo*, 2013, núm. 45, pp. 27-60).

este ámbito sería tarea inabarcable. Siendo esto así, este trabajo se limita a analizar sucintamente algunos de esos instrumentos: (a) las peculiaridades de la aplicación por la Comisión del régimen de control de ayudas estatales en el sector financiero (cuya aplicación —inicialmente flexible— por la Comisión en consideración del contexto económico y de la gravedad de una crisis, como la financiera, que podría devenir sistémica, ha resultado decisiva); (b) la concesión de ayuda pública a las entidades financieras, con cargo a fondos europeos (sobre la base del art. 122.2 TFUE o de tratados internacionales), con cierta condicionalidad establecida como requisito para poder acceder a ellos (que ha dado lugar, en el caso español, al rescate de la banca por las autoridades nacionales con fondos públicos parcialmente procedentes de un mecanismo europeo de carácter temporal, mediante el establecimiento de una estricta condicionalidad determinante de la reestructuración en marcha de nuestro sector financiero), hallándose actualmente a debate la recapitalización directa de la banca por tales fondos de rescate europeos; y (c) la proyectada armonización normativa en materia de rescate y resolución de entidades financieras *ex* artículo 114 TFUE, mediante la atribución de determinadas competencias a las autoridades nacionales y el establecimiento en las legislaciones nacionales de un mecanismo de resolución de entidades financieras que sea de aplicación en lugar de los procedimientos de insolvencia ordinarios y que tenga por efecto que las ayudas públicas (con el consiguiente coste para el contribuyente) sean un remedio excepcional, de manera que el coste de la resolución de las entidades se cargue principalmente a las propias entidades y a sus accionistas e inversores.

Este análisis conducirá a apreciar la existencia de cierta interrelación y complementariedad entre tales instrumentos de coordinación *lato sensu*, pese a que, conforme al método de integración comunitario, no parezcan obedecer en origen a un plan preconcebido y omnicompreensivo. Como tendremos ocasión de comprobar, el conocido *Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality* firmado el 20 de julio de 2012 por el Gobierno español, la Comisión y el Banco Central Europeo, con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional⁽²¹⁾ («**MoU español**»), es ejemplo paradigmático de esta interacción y complementariedad.

II. EL CONTROL POR LA UE DE LAS AYUDAS ESTATALES AL SECTOR FINANCIERO

Como es sabido, los Estados miembros de la UE son competentes para adoptar medidas de ayuda pública o rescate del sector financiero, si bien (conforme al peculiar sistema instituido por los arts. 107 a 109 TFUE, que proceden de la redacción originaria del Tratado) la ejecución de tales medidas se halla, como norma, sujeta a su previa aprobación por la Comisión Europea, que ha venido dictando diferentes comunicaciones o *soft law* (que, en sus sucesivas versiones, ha impuesto condiciones progresivamente más estrictas) mediante las que ha fijado los términos en los que los Estados miembros deben configurar sus proyectos de ayuda para poder ser merecedores de dicha aprobación.

(21) El texto del MoU español se encuentra disponible, entre otras, en la página web del Ministerio de Economía y Competitividad <<http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/>>.

El control de ayudas estatales, contemplado inicialmente por los redactores del Tratado (como, en general, el Derecho europeo de la competencia) como una de las áreas propias de la integración negativa tendentes a preservar la libre competencia y el mercado único⁽²²⁾, ha devenido en la práctica, mediante el impulso de la Comisión, en un instrumento de integración positiva o de coordinación de políticas económicas nacionales en materia de ayudas públicas. Como es evidente, la Comisión no puede obligar a los Estados miembros a aprobar ayudas con determinadas finalidades: sobre el papel, la decisión sobre la aprobación de ayudas nacionales sigue siendo competencia de los Estados miembros⁽²³⁾. Sin embargo, si las autoridades nacionales deciden aprobar medidas de ayuda, estas deben acomodarse necesariamente a los (más o menos) estrechos márgenes definidos en cada caso por el *hard law* y *soft law* de la UE aplicable en cada caso⁽²⁴⁾.

En contexto de crisis, surgen tensiones proteccionistas y los Estados miembros pueden caer en la tentación de actuar de forma individual y entrar en una carrera de subsidios para apoyar a sus respectivas empresas, en perjuicio del funcionamiento del mercado interior y de la UE en su conjunto, con agravamiento de la crisis, en última instancia. La respuesta de la Comisión parte de que las ayudas públicas que se decidan a nivel nacional deben atender a un marco coordinado sobre la base de principios comunes de la UE. Así, la política de la Comisión en materia de ayudas públicas al sector financiero ha garantizado la coherencia de las políticas nacionales en materia de ayudas públicas mediante la profusión de directrices y decisiones dictadas —en aplicación de los arts. 107 a 109 del TFUE— con relación a la adopción de auténticos regímenes generales de ayudas de aplicación a la totalidad (o a buena parte) del sector financiero por la inmensa mayoría de los Estados miembros, que en algunos casos (como el español) incluyen el reforzamiento de los recursos propios de las entidades financieras mediante fondos europeos.

La consideración del control comunitario de las ayudas estatales como mecanismo de coordinación de políticas nacionales (a que nos hemos referido) ha alcanzado su máximo exponente en tiempos recientes, dado que si —como hemos dicho— compete a las autoridades nacionales decidir sobre la aprobación de medidas de ayuda (debiendo quedar

(22) WALLACE, H., *Policy-Making in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2005, p. 80.

(23) Aunque la política económica puede requerir la intervención directa de la UE, la política económica sigue consistiendo básicamente en medidas de los Estados miembros, que deben coordinarse, respecto a sus políticas económicas, en el seno del Consejo (art. 121.1 TFUE). En este contexto, el Consejo ha adoptado varias «orientaciones generales» de conformidad con el procedimiento según el cual el Consejo, actuando por recomendación de la Comisión, propone un borrador al Consejo Europeo y, posteriormente, sobre la base de las conclusiones del Consejo Europeo, el Consejo adopta una recomendación por la que se establecen esas orientaciones generales (art. 121.2 TFUE). *Vid. BUZELAY, A., «De la coordination des politiques économiques nationales au sein de l'Union Européenne», Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne, 2004, núm. 467, pp. 235-241.*

(24) BLAUBERGER, M., *From Negative to Positive Integration? European State Aid Control Through Soft and Hard Law*, MPIfG Discussion Paper 08/4, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Colonia, 2008, p. 22.

configuradas las medidas, en tal caso, conforme a los márgenes definidos en cada caso por el *hard law* y *soft law* de la UE), en la práctica el margen de decisión de los Estados sobre la aprobación de ayudas en favor del sector financiero es estrecho, ya que incluso los Estados miembros más restrictivos a la concesión de ayudas públicas (como el Reino Unido), que descartan otras ayudas de las que algunos Estados miembros son partidarios (como las correctoras de mercado o de carácter redistributivo), consideran que las ayudas tendentes a evitar una ruptura de mercado se hallan generalmente justificadas⁽²⁵⁾.

El *soft law* dictado por la Comisión con relación a ayudas sectoriales (aplicable a los diferentes sectores económicos) se había fundamentado tradicionalmente en el art. 107.3.c) del TFUE, que se refiere a «ayudas destinadas a facilitar el desarrollo de determinadas actividades económicas», que —conforme reza el propio Tratado— pueden ser declaradas compatibles con el mercado interior «siempre que no alteren las condiciones de los intercambios de forma contraria al interés común». Sin embargo, la Comisión ha recurrido a la excepción contenida en el art. 107.3.b) del TFUE, relativa a «ayudas destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro» (llamada operar como «cláusula de escape» del sistema en situaciones de crisis para dar amparo a las decisiones de los Estados miembros ante circunstancias muy excepcionales de inestabilidad de los mercados o de crisis sistémica⁽²⁶⁾ y, por tanto, aplicada restrictivamente con anterioridad), para fundamentar las sucesivas comunicaciones y directrices en las que ha ido sistematizando los criterios que emplea para valorar la compatibilidad con el Tratado de los distintos instrumentos de ayuda al sector financiero. Debido a su carácter excepcional, el artículo 107.3.b) TFUE no solo es de interpretación restrictiva, sino que además únicamente puede aplicarse mientras la situación de crisis justifique su utilización. En consecuencia, los instrumentos publicados sobre esta base deben ser revisados regularmente y dejar de ser de aplicación tan pronto como la situación económica del Estado miembro en cuestión lo permita. La utilización del artículo 107.3.b) TFUE permite aplicar temporalmente medidas excepcionales que se ven justificadas por la gravedad de la perturbación económica⁽²⁷⁾.

(25) *UK Response to Commission Roadmap for State Aid Reform*, Bruselas, Comisión, Dirección General de Competencia, 2005, <http://ec.europa.eu/comm/competition/state_aid/reform/comments_saap/37379.pdf>.

(26) MARCOS, F., «Una lección de política de la competencia para tiempos de crisis: el control de ayudas de Estado por la Comisión Europea», *Crisis económica y política de la competencia*, III Jornadas nacionales de defensa de la competencia, Valencia, 18-19 de junio de 2009, p. 264.

(27) Así, mientras que la concesión de ayudas en aplicación del artículo 107.3.c) TFUE exige que las empresas en dificultades que reciben apoyo financiero presenten un plan de reestructuración que incluya una contribución sustancial del beneficiario a los costes de la reestructuración y la imposición de contrapartidas para prevenir falseamientos indebidos de la competencia, el empleo del artículo 107.3.b) TFUE como fundamento jurídico posibilita temporalmente que empresas que han entrado en dificultades debido a la crisis (pero que son fundamentalmente solventes) reciban apoyo financiero sin que tengan que cumplir los citados requisitos. Por otro lado, la utilización del artículo 107.3.b) TFUE debería permitir la vuelta a la aplicación normal de los instrumentos habituales adoptados en virtud del artículo 107.3.c) una vez se haya superado la grave perturbación económica. En este sentido, *vid.* URRACA CAVIEDES, C., «El marco temporal de ayudas estatales compatibles durante la crisis económica y financiera», *Unión Europea*, núm. 60, 2012, pp. 36-45, disponible en <http://www.revistadeloitnews.com/INC/abrir_pdf.asp?cod=1201/2012_60_a_036.pdf>.

El más relevante de estos textos es la Comunicación de la Comisión *sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales*⁽²⁸⁾, que se fundamenta (a) en el restablecimiento de la viabilidad de las instituciones financieras a largo plazo sin apoyarse en la ayuda estatal para llevar a cabo su función crediticia sobre una base más sólida, (b) en el principio de reparto equitativo de las cargas (o *burden sharing*), de manera que los beneficiarios de la ayuda (el banco y sus accionistas) deben asumir parte del coste de la reestructuración, para evitar que el ingente coste de las medidas de ayuda deba ser soportado exclusivamente por el erario público, y (c) en el objetivo de reducir el falseamiento de la competencia mediante la adopción de medidas compensatorias adecuadas, que suelen consistir en la cesión de filiales y sucursales, de carteras de clientes o de unidades de negocio, y deben diseñarse de modo que favorezcan la entrada de competidores y la actividad transfronteriza⁽²⁹⁾.

Sin duda, la Comisión ha escogido el fundamento jurídico adecuado para abordar una crisis sistémica que requería la adopción de medidas estatales excepcionales para proteger la estabilidad del sistema financiero, que (dada la necesidad de proteger, no solo los intereses de depositantes e inversores, sino la estabilidad del propio sistema) no podían limitarse a la estabilización de bancos individuales, sino que debían consistir en la adopción de auténticos regímenes generales de aplicación a la totalidad (o a buena parte) del sector financiero de cada Estado miembro⁽³⁰⁾. No podía ignorar la Comisión que, a diferencia de otros sectores también afectados por dificultades económicas (como el aéreo o el automovilístico), la crisis en el mercado bancario y crediticio traslada sus efectos a otros mercados, por lo que urgía favorecer intervenciones específicas para reactivar ese sector⁽³¹⁾.

Lejos de decretar la inaplicabilidad del régimen de control de ayudas estatales (por la que abogaban algunas voces partidarias de una permisividad generalizada de las autoridades hacia todo tipo de intervenciones estatales ante el riesgo de ruptura de mercado que planteaba la situación excepcional que afrontaba el sector financiero europeo, en línea con la política inicialmente adoptada por las autoridades estadounidenses), la Comisión optó por una tolerancia limitada, controlada y circunscrita al sector financiero⁽³²⁾ al aprobar sucesivas comunicaciones y directrices (*soft law*) que, mediante una flexibilidad inicial que ha evolucionado hacia un endurecimiento progresivo de las condiciones para la autorización de las ayudas⁽³³⁾, han devenido en la prác-

(28) *DOUE* de 19.09.2009, C 195, p. 9.

(29) Para mayores detalles, *vid.* NAVARRO, E. y MOSCOSO DEL PRADO GONZÁLEZ, L., «Ayudas públicas al sector financiero», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Extraordinario-2012, pp. 19-22.

(30) NAVARRO, E. y MOSCOSO DEL PRADO GONZÁLEZ, L., *op. cit.*, p. 19.

(31) MARCOS, F., *op. cit.*, p. 269.

(32) FINGLETON, J., «Competition policy in troubled times», 20.01.09, disponible en <http://www.ofi.gov.uk/shared_ofi/speeches/2009/spe0109.pdf>.

(33) GALAND, C., «The Application of State Aid Rules to the Financial Services Sector in the Current Crisis», en KOCZOR, M. y TOKARSKI, P. (eds.), *The EU Economy. Response to the Crisis and Prospects for the New Decade*, The Polish Institute for International Affairs, Varsovia, 2011, pp. 19-23.

tica (junto a las concretas condiciones de autorización de los diferentes regímenes de ayuda al sector financiero impuestas por la Comisión en sus múltiples decisiones), en un instrumento de coordinación de las políticas nacionales de ayuda y han permitido evitar respuestas divergentes, fragmentarias o discriminatorias a un reto de dimensión europea, tendente a asegurar la coherencia entre los distintos regímenes nacionales de ayuda, con la intención de preservar la integridad del mercado interior y, así, evitar su fragmentación.

Las ayudas estatales al sector financiero constituyen un claro ejemplo de cómo⁽³⁴⁾ el control por la Comisión de las ayudas estatales se ha convertido en un útil instrumento de coordinación de políticas económicas en manos de la UE para la adopción de políticas nacionales coherentes en materia de ayudas públicas en situaciones excepcionales (como, en el caso analizado, la necesidad de dotar de estabilidad al propio sistema financiero y, así, evitar un fallo del mercado generalizado), máxime cuando —como ha acaecido en el caso español y veremos en el apartado III— esas ayudas públicas son a cargo, al menos parcialmente, de ayuda financiera procedente de fondos de rescate europeos.

III. CONDICIONALIDAD DERIVADA DE LA AYUDA AL SECTOR FINANCIERO PROCEDENTE DE FONDOS DE RESCATE EUROPEOS

La coordinación de políticas económicas nacionales que, en la práctica, propicia la aplicación del referido régimen de control de ayudas públicas a las entidades financieras se complementa con otros instrumentos de integración positiva en el contexto de la UE (y de coordinación en sentido amplio, no en el sentido estricto de término recientemente acogido por la sentencia *Pringle*⁽³⁵⁾) y se interrelaciona con ellos, entre los que se cuenta la condicionalidad impuesta en el contexto de la concesión de ayuda financiera procedente de fondos de rescate europeos, ya sea sobre la base del artículo 122.2 TFUE o de tratados internacionales. Nos referiremos a tales fondos de rescate europeo a continuación, especialmente para incidir en dicha condicionalidad.

Las ayudas públicas al sector financiero consisten, entre otras medidas, en inyecciones de capital del sector público en las entidades que no cumplan con los niveles de capitalización exigidos por el legislador, en el caso español mediante la suscripción

(34) Esto ocurre en un contexto normativo en que la política económica sigue consistiendo básicamente en medidas adoptadas por los Estados miembros (sin perjuicio de la intervención directa de la UE en supuestos excepcionales), si bien sujetas a un régimen de coordinación y a determinadas prohibiciones, y en que la esperada armonización de legislaciones nacionales proyectada por la Comisión mediante su propuesta de directiva en materia de rescate y resolución de entidades financieras *ex* artículo 114 TFUE (a que nos referiremos en el apartado IV) todavía no ha sido todavía aprobada por el Consejo ni publicada como tal directiva.

(35) LOUIS, J. V., «La Sentencia Pringle», *Revista General de Derecho Europeo*, núm. 29, 2013, y ORDÓÑEZ SOLÍS, D., «De cómo enfrentarse a la crisis financiera superando obstáculos constitucionales europeos: La Sentencia Pringle», *Revista General de Derecho Europeo*, núm. 29, 2013.

por el *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*⁽³⁶⁾ («**FROB**») de acciones o de bonos convertibles de tales entidades, parcialmente con cargo a fondos procedentes de la denominada *Facilidad Europea de Estabilización Financiera* («**FEEF**»), mecanismo de rescate de vocación temporal creado al amparo de un precepto de nuevo cuño, el artículo 122.2 TFUE, introducido mediante una reforma limitada del Tratado con intención de no contradecir el artículo 125 TFUE (y la famosa cláusula de *no bail-out* o principio de «no corresponsabilidad financiera», algo imprescindible para que la reforma del Tratado encajara en la Constitución alemana)⁽³⁷⁾.

El nuevo artículo 122.2 TFUE faculta al Consejo para, siguiendo determinado procedimiento, conceder ayuda financiera de la UE a un Estado miembro en caso de serio riesgo de dificultades graves en el Estado en cuestión ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pueda controlar. Dicho precepto ha sido el fundamento para la creación del *Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera*⁽³⁸⁾ («**MEEF**»), mecanismo temporal de rescate de algunos países, pese a que en principio dicho precepto no parece pensado para amparar una regulación de carácter general (sino en ayudas a Estados concretos), aun cuando esta se conciba como temporalmente limitada⁽³⁹⁾. El MEEF supuso la creación de la mencionada FEEF, entidad instrumental constituida como sociedad anónima de Derecho luxemburgués (de la que son socios los Estados miembros de la zona del euro) con capacidad para conceder préstamos a los Estados con determinadas finalidades, que incluyen la concesión de ayuda pública a la banca y financiarse a tal efecto en el mercado internacional de capitales con el aval de determinados Estados hasta cierto importe, a lo que se añaden aportaciones directas de tales Estados. La disponibilidad de dicha asistencia financiera se halla sujeta a la firma de un Memorándum de Entendimiento que imponga cierta condicionalidad al Estado en cuestión y a su efectivo cumplimiento, todo ello en los términos contenidos en el denominado *EFSS Framework Agreement* suscrito por los Estados miembros de la zona del euro y la FEEF («**Acuerdo Marco FEEF**»).

Conforme a los acuerdos alcanzados en el Consejo Europeo de 16 y 17 de diciembre de 2010, el MEEF y la FEEF están llamados a ser sustituidos, a su extinción por el Mecanismo Europeo de Estabilización («**MEDE**»), mecanismo europeo de estabilidad permanente, que se utilizaría (renunciando al uso del art. 122.2 del TFUE) cuando se trate de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

(36) Creado mediante el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio (*BOE* de 27 de junio de 2009), sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, y actualmente regulado por el capítulo VIII de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (*BOE* de 15 de noviembre de 2012), ejerce facultades de naturaleza mercantil y administrativa (VICENT CHULIÁ, F., «La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 18, 2013, p. 38).

(37) GARMENDIA IBÁÑEZ, J., «La crisis de la deuda pública en la Unión Monetaria Europea», *Revista de Dirección y Administración de Empresas*, núm. 17, 2010, p. 111.

(38) Reglamento del Consejo núm. 407/2010, de 11 de mayo de 2010, por el que se establece un mecanismo de europeo estabilización financiera, *DOUE* de 12.05.2010, L 118, p. 1.

(39) EMBRID IRUJO, A., *op. cit.*, p. 85.

El MEDE, institución financiera internacional nacida el 9 de octubre de 2012⁽⁴⁰⁾ para gestionar un fondo de rescate permanente de 700.000 millones de euros con el que respaldar a los Estados miembros de la zona del euro que experimenten graves problemas de financiación, no ha sido creado sobre la base del artículo 122.2 TFUE (que no constituye fundamento jurídico apropiado para el establecimiento de un mecanismo de estabilidad permanente), sino mediante la firma en Bruselas, el 2 de febrero de 2012, de un acuerdo internacional por los Estados miembros de la zona del euro denominado *Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad*⁽⁴¹⁾ («**Tratado MEDE**»). Conforme al nuevo instrumento, el Consejo de Gobernadores del MEDE podrá decidir, si ello fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro, la concesión de asistencia financiera mediante préstamos a un Estado miembro del MEDE con la finalidad específica de recapitalizar sus entidades financieras (arts. 12 y 15.1 Tratado MEDE), de manera que la condicionalidad asociada a dicha asistencia financiera deberá especificarse en el Memorándum de Entendimiento que se firme con el Estado en cuestión (art. 15.2 Tratado MEDE).

Desde un punto de vista jurídico, la FEEF fue creada por el Consejo en 2010 mediante la aprobación de un reglamento comunitario⁽⁴²⁾ (sobre la base del referido art. 122.2 TFUE), mientras que el MEDE se constituyó mediante la firma de un tratado internacional, extramuros del Derecho de la UE⁽⁴³⁾. Ello no es óbice, sin embargo, para que existan entre el Derecho de la UE y el Tratado MEDE una serie de pasarelas tendientes a asegurar la coherencia del sistema, tales como (a) la modificación del artículo 136 del TFUE operada para introducir en dicho precepto un apartado 3 habilitante del establecimiento de un mecanismo de rescate permanente por los Estados miembros de la zona del euro⁽⁴⁴⁾; (b) la participación del miembro de la Comisión responsable de asuntos económicos y del presidente del Banco Central Europeo («**BCE**»), mediante el nombramiento de observadores, en el Consejo de Administración del MEDE⁽⁴⁵⁾; (c) la necesaria compatibilidad de los Memorandos de Entendimiento que se firmen en el contexto del MEDE con cualquier acto del Derecho de la UE, incluidas las medidas adoptadas por la UE en el marco de la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros *stricto sensu* (art. 13.3 Tratado MEDE); (d) la firma por la Comisión de los Memorandos de Entendimiento en nombre del MEDE (art. 13.4 Tratado

(40) Se crea mediante el *Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad*, firmado en Bruselas el 2 de febrero de 2012, ratificado por España una vez concedida por las Cortes Generales la autorización prevista en el artículo 94.1 de la Constitución (BOE de 4 de octubre de 2012).

(41) La competencia de los Estados para celebrar este acuerdo se fundamenta en los artículos 4.1 y 5.2 del TUE.

(42) Reglamento (UE) 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, *por el que se establece un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera*, DOUE de 12.05.2010, L 118, p. 1.

(43) Ambos mecanismos fueron acogidos con satisfacción en las Conclusiones del Consejo Europeo de 28 y 29 de junio de 2012, *vid.* <http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/131399.pdf>, ap. IV.a), p. 4.

(44) Operada por el artículo 1 de la Decisión 2011/199/UE del Consejo Europeo, de 25 de marzo de 2011 (DOUE de 06.04.2011, L 91, p. 1).

(45) BCE, «El Mecanismo Europeo de Estabilidad», *Boletín Mensual*, julio 2011.

MEDE); (e) el deber de la Comisión de velar por el cumplimiento de la condicionalidad asociada al instrumento de asistencia financiera en cuestión (art. 18.7 Tratado MEDE); (f) la sucesión por el MEDE en los derechos y obligaciones de la FEEF con relación a los préstamos en vigor (art. 40 Tratado MEDE); o (g) la sumisión al TJUE de las controversias que puedan surgir con relación al Tratado MEDE, aspecto al que nos referiremos a continuación.

El Acuerdo Marco FEEF a que nos hemos referido se halla sujeto a Derecho inglés (conforme a una práctica extendida en contratos de financiación internacionales entre particulares) y contiene una peculiar cláusula de jurisdicción, conforme a la cual las discrepancias que puedan surgir entre los Estados miembros de la zona del euro serán dirimidas por el TJUE, mientras que las disputas que surjan entre uno o varios de tales Estados y la FEEF quedan sujetas a la jurisdicción exclusiva los tribunales del Gran Ducado de Luxemburgo. Ello plantea una interesante cuestión jurídica (que excede del objeto de este trabajo) resultante de la renuncia a la inmunidad de jurisdicción, atributo que el Derecho internacional anuda a la soberanía estatal. El Tratado MEDE, por su parte, coherentemente con la naturaleza jurídico-internacional de institución que crea, no somete las discrepancias que puedan surgir (entre un miembro del MEDE y el propio MEDE, o entre miembros del MEDE) con relación a su interpretación o aplicación a jurisdicción estatal alguna, sino a la decisión del Consejo de Gobernadores del MEDE, que será recurrible ante el TJUE —de conformidad con el artículo 273 del TFUE—, cuya sentencia será vinculante para las partes en el procedimiento (art. 37 Tratado MEDE).

Pese a que el TJUE ha afirmado en su sentencia *Pringle* (refiriéndose específicamente al MEDE) que no se trata de un instrumento de coordinación de políticas económicas de los Estados miembros, sino que constituye un mero mecanismo de financiación (apartado 110), lo cierto es que (como reconoce la propia sentencia en su apartado 111) la asistencia financiera a un Estado miembro del MEDE (o, en su caso, de la FEEF) está sujeta al cumplimiento de una estricta condicionalidad adaptada al instrumento de asistencia en cuestión, que podrá adoptar la forma de un programa de ajuste macroeconómico.

Sin entrar valorar la gran cuestión relativa a la capacidad de los Estados beneficiarios para devolver la ayuda junto a los intereses pactados, conviene destacar que, en este contexto, el Consejo Europeo de diciembre de 2012 contempló por primera vez la posibilidad de proceder a la recapitalización directa de los bancos por el MEDE (en lugar de a través de las autoridades nacionales, o como ha acaecido en el caso español), si bien los términos del tenor literal de sus Conclusiones⁽⁴⁶⁾ no permitían aventu-

(46) «Es obligado romper el círculo vicioso entre los bancos y los Estados. Tras la declaración de la Cumbre del Euro de junio de 2012 y las conclusiones del Consejo Europeo de octubre de 2012, se deberá acordar un marco operativo, que incluya la definición de activos heredados, lo antes posible durante el primer semestre de 2013, a fin de que cuando esté efectivamente establecido un mecanismo único de supervisión, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, siguiendo sus procedimientos normales de decisión, tenga la posibilidad de recapitalizar los bancos directamente, lo que se hará en pleno acuerdo con el Mercado Único».

rar que esta fuera una opción definitivamente cerrada. A ello parece obedecer el *joint statement* emitido por los ministros de finanzas de Alemania, Holanda y Finlandia a resultas de la reunión que mantuvieron el 25 de septiembre de 2012 en el Königstedt Manor (a las afueras de Helsinki), mediante el que expresaron su posición común, conforme a la cual la recapitalización directa por el MEDE solo podría tener lugar cuando fuera efectivo el MUS. El instrumento de recapitalización directa debería articularse conforme a los siguientes principios: (a) las decisiones de recapitalización directa deberían adoptarse por decisión del MUS acompañado de la firma de un Memorandum de Entendimiento con el Estado en cuestión; (b) el MUS podría asumir responsabilidad directa de los problemas que surgieran bajo la nueva supervisión, pero los activos heredados serían responsabilidad de las autoridades nacionales; (c) la recapitalización debería tener lugar en todo caso a valores reales; y (d) la recapitalización directa por el MEDE debería acomodarse al principio según el cual la recapitalización de las entidades bancarias debería estructurarse, en primer lugar, con cargo al capital privado y, subsidiariamente, con cargo a capital público nacional, de manera que solo cabría recurrir a la recapitalización directa como último recurso.

El Consejo Europeo de marzo de 2013, en el punto 13 de sus Conclusiones, ha ratificado la posibilidad de que el MEDE recapitalice los bancos directamente, mediante la adopción de la correspondiente decisión al respecto, si bien anudándola a la efectividad del MUS y a la definición de los activos heredados, y mencionando la propuesta legislativa que la Comisión tiene previsto presentar sobre el mecanismo único de resolución para los países que participan en el MUS, que debería instaurar un marco eficaz para la resolución de entidades financieras, al tiempo que protegiera a los contribuyentes en el contexto de las crisis bancarias, basándose en las contribuciones del propio sector bancario y estando dotada de mecanismos de protección eficaces.

En la actualidad la discusión se centra en la solución que deba darse a las entidades que no puedan sobrevivir a la crisis⁽⁴⁷⁾. Existen diferentes iniciativas a debate, como la recapitalización directa de los bancos europeos por el MEDE —por la que ha abogado España en el Consejo Europeo de 14 y 15 de marzo de 2013 y a la que, sin embargo, se ha mostrado reticente el presidente del Eurogrupo Dijsselbloem, que contempla esta posibilidad como último recurso, en línea con la posición común expresada por Alemania, Holanda y Finlandia— o la Propuesta de Directiva para el establecimiento de un marco armonizado para el rescate y resolución de las entidades de crédito y empresas de inversión planteada por la Comisión⁽⁴⁸⁾ —actualmente en curso de negociación por el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo— («**Propuesta de Directiva**»), que contempla diferentes instrumentos de recapitalización de los bancos europeos sin gravar al contribuyente (entre los que la depreciación y conversión de los

(47) FERNANDO PABLO, M.M., *op. cit.*, p. 7.

(48) Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo *por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y de empresas de inversión, y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/37/CE, 2011/35/CE y el Reglamento (UE) núm. 1093/2010*, Bruselas, 06.06.2012, COM (2012) 280 final, 20120159 (COD).

depósitos se excluye solamente respecto a aquellos que se hallan garantizados en el marco de la Directiva 94/19/CE⁽⁴⁹⁾, «**Directiva sobre Garantía de Depósitos**»), y que podría configurar el recurso al MEDE para sanear los bancos europeos como último recurso. A ella nos referiremos a continuación.

IV. PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE RESCATE Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Los instrumentos de coordinación *lato sensu* a que nos hemos referido en apartados anteriores (la aplicación por la Comisión del régimen de control de ayudas públicas a las entidades financieras y la condicionalidad asociada a la concesión de ayuda financiera por fondos de rescate europeos) se complementan con otros instrumentos tradicionales, como la armonización de legislaciones nacionales mediante la técnica de las directivas, entre las que destaca en este contexto la referida Propuesta de Directiva, primer paso hacia la proyectada Unión Bancaria Europea, elaborada por la Comisión para su adopción sobre la base del artículo 114 TFUE, que permite adoptar medidas para la aproximación de las disposiciones nacionales que tengan por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior.

La Propuesta de Directiva, la mayoría de cuyas disposiciones deberán ser objeto de transposición no más tarde del 1 de enero de 2015 (si bien las disposiciones relativas a la recapitalización o depreciación de pasivos deberían aplicarse desde el 1 de enero de 2018), parte de la iniciativa de los líderes del G-20 de abogar por una «*revisión de los regímenes de resolución y de la legislación sobre quiebras que permitan una liquidación ordenada de las entidades transfronterizas*»⁽⁵⁰⁾ y del apoyo que tales líderes brindaron en noviembre de 2011, en su reunión de Cannes, al documento del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*) relativo a las características esenciales para unos mecanismos eficaces de resolución de entidades financieras (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*)⁽⁵¹⁾. Dicha propuesta pretende armonizar las legislaciones nacionales en materia de rescate y resolución de entidades de crédito y empresas de inversión en la medida necesaria para garantizar que los Estados miembros dispongan de los mismos instrumentos y procedimientos para abordar quiebras sistémicas (E. de M., ap. 4.1).

La Propuesta de Directiva, cuyo análisis en profundidad excede del objeto de este trabajo, es aplicable tanto a las entidades de crédito como a las entidades de inversión

(49) Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, *relativa a los sistemas de garantía de depósitos* (DOCE de 31.05.1994, L 135, p. 5), modificada por la Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, *por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos*, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago (DOUE de 13.03.2009, L 68, p. 3).

(50) Declaración de los líderes del G-20 realizada en la Cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial, abril de 2009.

(51) Disponible en <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf>.

(«*dado que, como ha demostrado el caso Lehman Brothers, su quiebra puede tener graves consecuencias sistémicas*», E. de M., ap. 4.4.1), otorga a los Estados miembros libertad para designar las autoridades competentes (art. 3) y parte de la base de que, a causa del riesgo sistémico y de la importancia que reviste la función económica que desempeñan estas entidades, «*los procedimientos de insolvencia ordinarios pueden no resultar adecuados en algunos casos*» y de que «*la ausencia de instrumentos eficaces para gestionar las entidades en crisis ha requerido demasiadas veces la utilización de fondos públicos para restablecer la confianza*» (E. de M., ap. 3). Por ello, la Comisión considera necesario establecer un marco estratégico efectivo para gestionar las quiebras bancarias de manera ordenada y evitar el contagio de otras entidades. El objetivo de este marco sería dotar a las autoridades pertinentes de unos instrumentos y competencias comunes y eficaces con el fin de abordar las crisis bancarias de forma preventiva, salvaguardando así la estabilidad financiera y reduciendo al mínimo la exposición a pérdidas de los contribuyentes.

A tal efecto, la Propuesta de Directiva prevé que las competencias de que dispongan las autoridades competentes cuenten con tres elementos: (a) unas medidas preparatorias y planes de rescate que deberá elaborar y mantener cada entidad para minimizar problemas potenciales (preparación y prevención, con identificación de las contrapartes principales o más críticas de la entidad, así como un análisis del impacto de la quiebra de las principales contrapartes en la situación financiera de la entidad, que tienen por objeto aumentar la preparación de los supervisores y bancos ante situaciones de crisis) (arts. 5 a 8); (b) la elaboración por las autoridades de resolución de un plan de resolución para cada entidad (arts. 9 a 12) y, en caso de aparición de problemas, la atribución al supervisor de unas competencias que permitan detener el deterioro de la situación del banco en una fase temprana con el fin de evitar su insolvencia, pudiendo incluso designar a un administrador especial para sustituir a la dirección de la entidad (intervención temprana) (arts. 23 a 25); y (c) si la insolvencia de una entidad es motivo de preocupación para la defensa del interés público general, un medio eficaz para reorganizar o liquidar el banco de forma ordenada, manteniendo al mismo tiempo sus funciones esenciales y limitando al máximo la exposición de los contribuyentes a pérdidas por insolvencia (arts. 26 y ss.)⁽⁵²⁾.

En este contexto, la Propuesta de Directiva establece la resolución como un régimen de insolvencia especial para las entidades, superando así los procedimientos de insolvencia ordinarios que actualmente se aplican en la mayoría de países a sus entidades⁽⁵³⁾. La resolución se instituye, por tanto, como una alternativa a los proce-

(52) Estas competencias, conjuntamente consideradas, deberían constituir un marco eficaz para el rescate y, en su caso, la resolución de las entidades. Dado que el riesgo que presenta un determinado banco para la estabilidad financiera no puede ser previsto de antemano, se prevé que tales competencias estuvieran a disposición de las autoridades competentes frente a cualquier banco, con independencia de su tamaño o ámbito de actividades.

(53) La experiencia adquirida de diferentes crisis bancarias indica que la normativa de insolvencia no siempre es idónea para hacer frente eficazmente a la quiebra de entidades financieras, ya que no se tiene debidamente en cuenta la necesidad de evitar perturbaciones en la estabilidad financiera, de mantener los servicios esenciales o de proteger a los depositantes. Además, los procedimientos de insolvencia son muy

dimientos de insolvencia ordinarios y un medio para reestructurar o liquidar un banco cuya quiebra podría plantear problemas para el interés público general (a saber, trastornar la estabilidad financiera, la continuidad de las funciones esenciales de un banco o la seguridad de sus depósitos, los activos de los clientes y los fondos públicos). Por consiguiente, la resolución pretende alcanzar, respecto a las entidades, unos resultados similares a los de los procedimientos de insolvencia ordinarios, y tener en cuenta la normativa en materia de ayudas estatales de la Unión en términos de asignación de pérdidas entre accionistas y acreedores, salvaguardando al mismo tiempo la estabilidad financiera y limitando la exposición del contribuyente a pérdidas derivadas del respaldo prestado en caso de insolvencia⁽⁵⁴⁾.

Según entiende la Comisión en su Propuesta de Directiva, para salvaguardar los derechos de propiedad existentes, un banco debe entrar en el proceso de resolución en un punto muy próximo a la insolvencia, es decir, cuando esté al borde de la quiebra (E. de M., ap. 3). En efecto, las autoridades de resolución solo deberán emprender acciones de resolución respecto a una entidad determinada cuando (a) la autoridad determine que la entidad se encuentra en graves dificultades o en peligro de quiebra⁽⁵⁵⁾, (b) teniendo en cuenta el calendario y otras circunstancias pertinentes, no existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado o de supervisión puedan impedir la quiebra de la entidad en un plazo razonable, y (c) la acción de resolución sea necesaria para el interés público (art. 27.1). A estos efectos, se considerará que una entidad «*se encuentra en graves dificultades o en peligro de quiebra*» si se produce una o varias de las circunstancias que se enumeran en el art. 27.2, relativas a (i) infracción actual o potencial de los requerimientos de capital y pérdidas actuales o potenciales que agoten o mermen sustancialmente sus fondos propios, (ii) situación (actual o en un futuro próximo) de activo inferior al pasivo, (iii) imposibilidad (actual o en un futuro próximo) de hacer frente al pago de sus deudas a su vencimiento y/o (iv) necesidad de ayuda financiera pública extraordinaria, salvo que concurren determinadas circunstancias excepcionales⁽⁵⁶⁾.

Por último, para que las resoluciones concluyan con éxito, son necesarios fondos suficientes, por ejemplo, para emitir garantías o facilitar préstamos a corto plazo a las partes críticas a fin de que una entidad objeto de resolución recobre la viabilidad. Es-

largos y, en el caso de la reorganización, requieren acuerdos y negociaciones complejos con los acreedores, con el perjuicio potencial que ello supone para los deudores y los acreedores en términos de retrasos, costes y resultados (E. de M., ap. 3).

(54) Lógicamente, en este proceso deberán garantizarse la seguridad jurídica, la transparencia y la predictibilidad en cuanto al trato recibido por los accionistas y los acreedores del banco, y debe preservarse el valor, que, en caso de quiebra, podría perderse totalmente. Por otro lado, al desaparecer la seguridad implícita de rescate público de las entidades, la posibilidad de resolución empujaría a los acreedores no asegurados a evaluar mejor los riesgos que acarrear sus inversiones (E. de M., ap. 3).

(55) Conviene destacar que la autoridad de resolución goza de cierto margen de discrecionalidad para apreciar la concurrencia de tales circunstancias.

(56) Esta configuración ha sido criticada en el Dictamen del BCE, de 29 de noviembre de 2012, sobre una propuesta de directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión (CON/2012/99), *DOUE* de 12.02.2013, C 39, p. 1.

tos fondos deben, como una cuestión de principio, proceder del sector bancario con arreglo a métodos equitativos y proporcionados y, en la medida de lo posible (teniendo en cuenta el coste económico), aportados por anticipado. En concreto, la acción de resolución debe ajustarse a los principios siguientes: (a) que los accionistas de la entidad asuman las primeras pérdidas; (b) que los acreedores de la entidad asuman pérdidas después de los accionistas; (c) que sean sustituidos los altos directivos; (d) que esos altos directivos soporten, de acuerdo con el Derecho civil o penal, pérdidas en consonancia con la responsabilidad en que incurran por la quiebra de la entidad; (e) que, como norma, los acreedores de la misma categoría sean tratados de forma justa y equitativa; y (f) que los acreedores no sufran más pérdidas que las que hubieran sufrido si la entidad hubiera sido liquidada conforme a los procedimientos de insolvencia ordinarios (art. 29.1).

Las autoridades de resolución deberán poder aplicar los siguientes instrumentos de resolución, regulados en los artículos 31 a 40 de la Propuesta de Directiva: (a) la venta de negocios (incluida la venta de acciones, activos, derechos o pasivos), (b) la constitución de una entidad puente (a la que se transmitan activos, derechos o pasivos, sin necesidad de obtener el consentimiento de los accionistas de la entidad, y sin tener que cumplir los requisitos de procedimiento exigidos por el Derecho de sociedades o por la normativa en materia de valores inmobiliarios que, en condiciones normales, habría que cumplir), (c) la segregación o transmisión de activos en favor de una entidad de gestión de activos o «banco malo» (determinando las autoridades de resolución el contravalor de los activos transmitidos) y (d) la recapitalización (*bail-in*), que las autoridades de resolución podrán aplicar a todos los pasivos de la entidad, salvo aquellos que estén excluidos por el artículo 38.2 de la Propuesta de Directiva. Entre tales pasivos excluidos se cuentan, entre otros, los depósitos garantizados conforme a la Directiva sobre Garantía de Depósitos⁽⁵⁷⁾, los pasivos garantizados, pasivos resultantes de la posesión por la entidad de activos o dinero de clientes, pasivos con un plazo de vencimiento inicial inferior a un mes y pasivos contraídos con empleados y acreedores comerciales⁽⁵⁸⁾. Por otra parte, se impone a los Estados miembros el deber de exigir que las autoridades, antes de emprender una acción de resolución, ejerzan sin demora

(57) El BCE discrepa abiertamente con la Propuesta de Directiva sobre un tema clave: que los depositantes no garantizados conforme a la Directiva sobre Garantía de Depósitos deban contribuir al rescate de una entidad fallida. Así lo ha manifestado en el Dictamen referido en la nota 56 anterior: «El BCE considera que la base de depositantes de las entidades de crédito es una fuente de financiación que debe ser reforzada. A este fin, el objetivo de resolución del artículo 26, apartado 2, letra e) debería extenderse a todos los depositantes según se definen en el artículo 1 de la Directiva 94/19/CE, sin el límite de 100 000 EUR». En este sentido se ha pronunciado el presidente Rajoy al oponerse rotundamente a cualquier directiva que disponga que el MEDE solo pueda entrar a rescatar una entidad una vez que los depositantes con más de 100.000 euros hayan sufrido quitas (*Expansión*, 1 de abril de 2013, p. 17).

(58) Existen planteamientos en favor de suprimir los bonos garantizados (como las cédulas hipotecarias) de la lista de pasivos excluidos. Según apunta Bowles, presidenta del Comité de Asuntos Económicos del Parlamento Europeo (Econ), organismo que negocia la Propuesta de Directiva con el Consejo en nombre del Parlamento Europeo, «cuantos más bonos garantizados estés vendiendo, más estás deteriorando la posición de los depósitos [...]. Así que existe un interés por parte de los depositantes en saber si van a ser castigados antes que los bonos garantizados» (*Expansión*, 4 de abril de 2013, p. 24).

la competencia de depreciación respecto a determinados instrumentos de capital, cuando concurren determinadas circunstancias (arts. 51 y 52). La Propuesta de Directiva pretende, en definitiva, que el coste de las concretas acciones de resolución emprendidas corra fundamentalmente a cargo de las propias entidades y de sus propietarios e inversores (E. de M., ap. 3).

V. EL MOU ESPAÑOL Y LA INTERRELACIÓN ENTRE LOS DIFERENTES MECANISMOS DE COORDINACIÓN

En apartados anteriores hemos analizado diferentes instrumentos de coordinación *lato sensu* de políticas económicas nacionales utilizados en el seno de la UE en materia de rescate y resolución de las entidades financieras, y hemos centrado nuestro análisis en (a) la aplicación del régimen de control de ayudas públicas a las entidades financieras, (b) la condicionalidad asociada a la concesión de ayuda financiera procedente de fondos de rescate europeos (ya sea sobre la base del artículo 122.2 TFUE o de tratados internacionales), y (c) la proyectada armonización normativa en materia de rescate y resolución de entidades financieras.

Decíamos en el apartado I que la interrelación y complementariedad que se aprecia entre tales instrumentos no parecen obedecer en origen a un plan preconcebido y omnicompreensivo, coherentemente con el método de integración comunitaria. El MoU español —peculiar instrumento de Derecho internacional, aunque estrechamente relacionado con una decisión del Consejo⁽⁵⁹⁾, cuyas condiciones detalla—, sobre el que pivota la gestión del sector financiero español (mediante la realización por Oliver Wyman de pruebas de esfuerzo para identificar las necesidades de capital de los diferentes bancos, la reestructuración, recapitalización y resolución de las entidades débiles sobre la base de planes tendentes a cubrir los déficits de capital detectados y la segregación de activos de los bancos beneficiarios de ayuda en su recapitalización y su transmisión a la Sareb⁽⁶⁰⁾) como fórmula alternativa a la recapitalización directa por el MEDE, es ejemplo paradigmático de la interacción y complementariedad a que nos referimos.

No nos centraremos en las cuestiones de Derecho constitucional que plantea el MoU español al no tratarse de un acto de Derecho de la UE —sino meramente relacionado con él— suscrito por el Gobierno de España y con contenido obligacional (atendiendo a sus términos) que implica obligaciones financieras para la Hacienda Pública y exige medidas legislativas para su ejecución⁽⁶¹⁾, alguna de las cuales nos limitaremos

(59) En efecto, el MoU español detalla las condiciones plasmadas en la decisión del Consejo de 20 de julio de 2012 (Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. Oficina de Interpretación de Lenguas, 210/12.CON).

(60) La Sociedad Anónima Bancaria de Gestión de Activos procedentes de la reestructuración bancaria, también denominada «banco malo», a la que el FROB podrá obligar a la entidad de crédito a transmitir determinadas categorías de activos especialmente dañados o cuya permanencia en su balance se considere perjudicial para su viabilidad, se halla regulada por el capítulo VI de la Ley 9/2012.

(61) Así, por ejemplo, en virtud del MoU español, el Gobierno de España se ha comprometido a adoptar cuantas medidas sean necesarias para garantizar el éxito del programa mientras dure la asisten-

a dejar apuntada aquí: conforme a nuestro Derecho, debe reservarse siempre la forma del tratado internacional *stricto sensu* para todos aquellos acuerdos internacionales que se refieran a materias que exigirían la previa autorización parlamentaria para su celebración, de lo que *a sensu contrario* se infiere que no pueden celebrarse memorandos de entendimiento que afecten a materias contempladas en los artículos 93 y 94.1 de la Constitución española, reserva que afecta de modo muy especial a la asunción de obligaciones financieras para la Hacienda Pública o la adopción de medidas legislativas para su ejecución, materias que en ningún caso deberían ser objeto de un memorando de entendimiento⁽⁶²⁾. En este sentido, no han faltado voces críticas a la ausencia de autorización parlamentaria previa a la firma del MoU español y a la posterior aprobación de una ley ordinaria, la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito⁽⁶³⁾ («Ley 9/2012»), en «cumplimiento de [...] medidas que el Memorando de Entendimiento prevé» (Preámbulo III)⁽⁶⁴⁾.

Dejando al margen esta interesante cuestión y el análisis del contenido del MoU español (que exceden del objeto de este trabajo), centramos nuestra atención en él a los solos efectos de destacar la interrelación que este instrumento demuestra entre los diferentes mecanismos de coordinación *lato sensu* que han sido objeto de análisis:

(a) Por un lado, la condicionalidad relativa a la reestructuración del sector financiero contenida en el MoU español (con una precisa hoja de ruta y calendario, sujetos al control *ex ante* y *ex post* de las autoridades europeas) fue asumida por el Gobierno de España, mediante la firma de dicho instrumento, quedando sometida la concesión al Gobierno español de la posibilidad de acogerse a la ayuda solicitada y la efectiva disponibilidad de dicha ayuda al efectivo cumplimiento de las concretas condiciones contenidas en el MoU español, de conformidad con lo estipulado en el Acuerdo Marco FEEF.

(b) Por otro lado, en materia de control de ayudas estatales, la Comisión, mediante Decisión de 25 de julio de 2012⁽⁶⁵⁾, autorizó un régimen de recapitalización de entidades financieras españolas estableciendo las condiciones bajo las cuales el FROB

cia financiera de la FEEF y a consultar *ex ante* con la Comisión y con el Banco Central Europeo sobre la adopción de políticas relativas al sector financiero que no estén incluidas en el MoU español, pero que pudieran tener un impacto material en la consecución de los objetivos del programa.

(62) Con relación a este tipo de cuestiones que plantea la práctica consistente en la celebración de memorandos de entendimiento por las Comunidades Autónomas, *vid.* ESCOBAR HERNÁNDEZ, C., «IV. Los memorandos de entendimiento: consideraciones prácticas a la luz del Derecho de los Tratados», disponible en <[http://www.maec.es/es/MenuPpal/Ministerio/EscuelaDiplomatica/MasterenDiplomaciayRelacionesInternacionales/Documents/TRATADOS%20Anexo%20II%20\(2\)%20MOUS%20Consideraciones%20pr%C3%A1cticas%20a%20la%20luz%20Dcho%20Tratados.pdf](http://www.maec.es/es/MenuPpal/Ministerio/EscuelaDiplomatica/MasterenDiplomaciayRelacionesInternacionales/Documents/TRATADOS%20Anexo%20II%20(2)%20MOUS%20Consideraciones%20pr%C3%A1cticas%20a%20la%20luz%20Dcho%20Tratados.pdf)>, pp. 608-609.

(63) BOE de 15 de noviembre de 2012. Desarrollada por el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre (BOE de 16 de noviembre de 2012), que establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

(64) YÁÑEZ ANDRÉS, A., «El rescate a la banca —el dinero de los demás— y su legalidad», *Diario La Ley*, núm. 8004, 2013, pp. 1-2.

(65) Expediente SA.35069 (2012/N) — Spain, disponible en <http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/245494/245494_1361927_90_1.pdf>.

podría reforzar (con fondos provenientes, al menos en parte, de la FEEF) los recursos propios de las entidades financieras españolas que mostraran (a la vista del resultado de las pruebas de estrés a las que deberían someterse de conformidad con el MoU español) un déficit de capital que no pudiera ser cubierto mediante financiación privada⁽⁶⁶⁾, todo ello precisamente de conformidad con los criterios contenidos en el propio MoU español, incluida la determinación de los beneficiarios de los diferentes tipos de ayuda autorizados en función de la clasificación de entidades financieras españolas (Grupos 0, 1, 2, 3.a y 3.b) contenida en el MoU español⁽⁶⁷⁾.

(c) Por último, y pese a que al cierre de este trabajo no se ha aprobado la Directiva sobre rescate y resolución de entidades financieras a que nos hemos referido, el legislador español, anticipándose a la Directiva, ha acogido en la Ley 9/2012 —último hito del sistema paraconcursal bancario español—, el régimen de reestructuración y resolución de entidades de crédito con reforzamiento de los poderes de intervención del FROB, en cumplimiento de los compromisos asumidos en virtud del MoU español, precisamente para poder acogerse eventualmente al rescate del sector bancario español con cargo a la FEEF. En efecto, una de las condiciones «horizontales» (en la terminología del propio MoU español) acordadas era mejorar el marco de resolución bancario español, con el refuerzo de las facultades resolutorias del FROB y la clarificación de las responsabilidades financieras tanto de este como del Fondo de Garantía de Depósitos⁽⁶⁸⁾.

En efecto, la recientemente promulgada Ley 9/2012 establece, en su artículo 1, tres procedimientos preventivos o solutorios de la insolvencia de las entidades de crédito, que pretenden anticiparse y, en su caso, sustituir al concurso: el de actuación temprana, el de reestructuración (cuya introducción constituye una peculiaridad respecto al esquema previsto en la Propuesta de Directiva) y el de resolución, que es aplicable a las «entidades inviables», entendiéndose que *«es inviable la entidad que incumple los requerimientos de solvencia, sus pasivos exigibles superan a sus activos o es razonablemente previsible que los superen, y que no pueda cumplir en un futuro próximo»*.

(66) El régimen autorizado regula, en particular, los beneficiarios del régimen y los instrumentos disponibles, el procedimiento de aprobación de las ayudas urgentes y determinados compromisos asumidos por el Reino de España. Regula, además, las medidas de apoyo financiero urgente que deban ser otorgadas antes de la realización de las mencionadas pruebas de estrés, de las que pueden ser beneficiarias entidades financieras que tengan necesidades urgentes de capital y que podrían perder su licencia para operar en el mercado o que puedan suponer una amenaza para la estabilidad del sistema bancario español. A los efectos de este trabajo, no procede extenderse en el contenido del régimen autorizado por esta Decisión de la Comisión.

(67) Así, por ejemplo, los planes de reestructuración de los bancos españoles que precisen fondos públicos deberán demostrar que es posible garantizar su viabilidad sin recurrir a la ayuda estatal continuada e incluirán las concretas operaciones que se indican en el punto 15 del MoU español; y, por otra parte, las autoridades españolas deberán adoptar medidas anticipadas y oportunas en relación con los planes de resolución, sometiéndolas a la Comisión para su valoración conforme a la normativa sobre ayudas estatales (como establece el propio MoU español).

(68) Para una exposición del sistema paraconcursal instituido en España por la Ley 9/2012 y sus antecedentes, *vid.* ALBUERNE GONZÁLEZ, C., «La reestructuración de entidades de crédito», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Extraordinario-2012, pp. 7-17.

mo» (art. 20 Ley 9/2012), en lo que constituye una formulación más amplia, flexible y anticipatoria de la «insolvencia» definida en el art. 2.1 de la Ley Concursal⁽⁶⁹⁾. De este modo, se da prioridad a la protección del sistema financiero, sustituyendo el sistema de garantías y de intervención de los acreedores en el procedimiento judicial del concurso. Lógicamente, cuando se apruebe la Directiva, la normativa española deberá adaptarse a su texto definitivo⁽⁷⁰⁾.

Como hemos tenido ocasión de constatar, los tres instrumentos de coordinación *lato sensu* objeto de análisis en este trabajo (tanto la condicionalidad en el marco de la ayuda financiera de fondos europeos como la aplicación del Derecho de la UE en materia de ayudas estatales y la armonización de legislaciones nacionales) se hallan interrelacionados entre sí y, a su vez, por lo que se refiere a nuestro sistema financiero, pivotan sobre el MoU español, peculiar instrumento de Derecho internacional, aunque relacionado con el Derecho de la UE.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

El análisis precedente permite concluir que la singularidad de la integración europea en su actual estadio de evolución (en que los Estados miembros conservan la competencia para aprobar medidas de ayuda a las empresas y, en general, dictar sus propias políticas económicas, aunque con sujeción a un régimen de coordinación y a ciertas limitaciones y prohibiciones contenidas en el TFUE) ha determinado que la actuación de las instituciones de la UE (y de los Estados de la zona del euro), por lo que se refiere al rescate y resolución de las entidades financieras europeas (que, en la práctica, constriñe y modela la actuación de las autoridades nacionales en este ámbito), se haya canalizado mediante la combinación de diferentes instrumentos de integración positiva o de coordinación de políticas nacionales (entendiendo el concepto de coordinación en sentido amplio, y no en el sentido estricto recientemente acogido por el TJUE en su sentencia *Pringle*).

Algunos de esos instrumentos son tradicionales en el Derecho de la UE (como el control de las ayudas estatales *ex* artículos 107 a 109 TFUE, o la armonización normativa mediante la técnica de las directivas), mientras que otros son de nuevo cuño y plantean interesantes conexiones entre el Derecho e instituciones de la UE y el Derecho internacional, como la condicionalidad asociada a la disponibilidad de asistencia financiera destinada a las entidades financieras procedente de fondos de rescate europeos (ya sea fundamentada en recientes modificaciones del TFUE o en instrumentos jurídico-internacionales suscritos entre los Estados de la zona del euro).

Pese a que, como es propio del método de integración comunitaria, tales instrumentos de coordinación *lato sensu* no parecen obedecer en origen a un plan precon-

(69) VICENT CHULIÁ, F., *op. cit.*, p. 29, y SERRANO GIL DE ALBORNOZ, F., «Banca y concurso», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., QUINTANA CARLO, I. y BONET NAVARRO, A. (dirs.), *Las claves de la Ley Concursal*, Aranzadi, Cizur Menor, 2005, pp. 581-605.

(70) VICENT CHULIÁ, F., *op. cit.*, p. 27.

cebido y omnicompreensivo, se trata de mecanismos complementarios que se hallan claramente interrelacionados entre sí, como hemos tenido ocasión de comprobar en líneas precedentes, en particular al hilo del análisis del MoU español, peculiar instrumento de Derecho internacional que es ejemplo paradigmático de dicha interrelación y complementariedad.

Cerramos estas líneas parafraseando al comisario Almunia para constatar que este complejo entramado ha convertido a la Comisión, *de facto*, en una autoridad de gestión y resolución de la crisis financiera a nivel de la UE, al lidiar con un buen número de problemas estructurales que afectaban a los bancos antes de la crisis⁽⁷¹⁾. Y ello con permiso de la canciller alemana Merkel, cuyo discurso de inauguración del sesenta y un curso académico en el Colegio de Europa de Brujas⁽⁷²⁾ afirmó su deseo de que la Comisión «*sea una fuente fértil de ideas que retenga el monopolio de la legislación*», sin que quepa descartar la hipótesis de que la Comisión se quede solamente en una fuente fértil de ideas, trastocando así el procedimiento legislativo tradicional en la UE que garantiza la igualdad de los Estados miembros⁽⁷³⁾.

(71) Comunicado de prensa de la Comisión de 24/01/2012, *Joaquín Almunia Vice President of the European Commission responsible for Competition Policy Banking sector and State aid Economist Conferences: «The third Future of Banking Summit»*.

(72) MERKEL, A., *Europakolleg Brugge Mitschrift*, 2 de noviembre de 2010, disponible en <<http://www.coleurope.eu/events/mrs-angela-merkel-delivered-opening-address-opening-ceremony>>.

(73) ORTEGA GÓMEZ, M., *op. cit.*, pp. 36-38.

UN NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO: EL DERECHO DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO A LA ATMÓSFERA (*)

SARA GONZÁLEZ SÁNCHEZ

*Doctora en Derecho. Profesora de Derecho Mercantil
Universidad C.E.U. Cardenal Herrera*

RESUMEN

La ratificación de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y el Protocolo de Kioto obliga a España a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera. Los agentes económicos han desarrollado distintos usos o formas de transmisión y negociación de derechos de emisión de gases de efecto invernadero y de instrumentos financieros derivados sobre los mismos. En este trabajo se realiza un análisis jurídico-mercantil de la conveniencia de la regulación de dichos derechos de emisión como instrumentos financieros.

Palabras clave: *derecho de emisión, instrumento financiero, Derecho del mercado de valores.*

ABSTRACT

The ratification of the United Nations Framework Convention on Climate Change and the Kyoto Protocol obliges Spain to reduce atmospheric greenhouse gas emissions. Operators have developed different ways to transmit and trade allowances and their derivative financial instruments. In this study we analyze, from the point of view of Company Law, the desirability of regulating such allowances as financial instruments.

Keywords: *allowance, financial instrument, Stock Market Law.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. RELACIÓN ENTRE LOS CONCEPTOS JURÍDICOS DE INSTRUMENTO FINANCIERO Y VALOR NEGOCIABLE.

(*) El presente trabajo se ha desarrollado en el seno de los Proyectos de Investigación nacionales, de la Generalitat Valenciana e internos, DER2011-26623, GV/2011/080 y PRCEU-UCH 12/10, respectivamente. La autora es miembro investigador de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros de la Universidad CEU San Pablo así como del Instituto de Disciplinas y Estudios Ambientales de la Universidad CEU Cardenal Herrera.

III. CARACTERES DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO OBJETO DE NEGOCIACIÓN.

1. **El contenido patrimonial.**
2. **La representación por anotaciones en cuenta.**
3. **La agrupación en emisiones.**
4. **La negociabilidad.**

IV. CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO.

V. POSIBLE CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO VALOR NEGOCIABLE EN CUANTO QUE TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO.

VI. CONCLUSIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

Compartimos la opinión de quienes manifiestan que el mundo del Derecho tiene la obligación de responder a un fenomenal reto histórico que abarca el nacimiento de «nuevos derechos», tanto como consecuencia de las nuevas realidades y sensibilidades como del impresionante avance científico y tecnológico en todas las áreas y, entre ellas y muy especialmente, en el campo de la ecología⁽¹⁾.

La novedad que ha supuesto el establecimiento, en el Protocolo de Kioto de 1997, de un sistema de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera (en adelante, GEI) es un ejemplo del reto histórico referido⁽²⁾.

En el sistema de comercio de emisiones, se parte del otorgamiento a cada uno de los Estados miembros del Protocolo de Kioto de un número total de derechos de emisión que supone el límite máximo de las emisiones de GEI que pueden realizar a la atmósfera, según el compromiso cuantificado de limitación o reducción de las emisiones que han asumido. De acuerdo con ese límite máximo, los Estados partes que cuenten con un excedente de derechos de emisión por cualquier causa —*v. gr.* por haber reducido sus emisiones de GEI a la atmósfera mediante la inversión en tecnologías limpias— podrán transmitir dichos derechos a otros Estados partes que cuenten con un déficit de dichos derechos de emisión por cualesquiera razones —*v. gr.* por no haber llevado a

(1) *Cfr.* GARRIGUES WALKER, A., «Presentación de la colección jurídica Garrigues & Andersen», en AA.VV. (coord. ESTEBAN VELASCO, G.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pp. 7-8.

(2) Para el análisis de un estudio de la regulación internacional, comunitaria y nacional del sistema de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera, *vid.* GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «Los sistemas de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 18, 2010, pp. 105-136.

cabo políticas de reducción de emisiones de GEI a la atmósfera o, habiendo realizado dichas políticas, por ser éstas insuficientes—.

Se establece por tanto un sistema de límite y comercio o *cap and trade*⁽³⁾, en el que se fija un tope o máximo global de emisiones de GEI a la atmósfera que no se puede sobrepasar y que se representa en unidades o derechos de emisión. Los Estados actores del sistema pueden comerciar con los derechos que reflejan las emisiones de GEI que pueden realizar, tal y como se desprende del artículo 17 del Protocolo de Kioto, si bien ello no altera el nivel máximo admitido de contaminación del aire.

A nivel comunitario, la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre (en adelante, Directiva 2003/87/CE), es la norma por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Unión.

Hemos señalado que en el Protocolo de Kioto se prevé el comercio de derechos de emisión entre Estados, si bien la Decisión 18 de la séptima Conferencia de las Partes —Acuerdos de Marrakech de 2001—, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de los derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto, ha permitido que los Estados partes autoricen a terceros para realizar transacciones de derechos de emisión. En virtud de la referida autorización, la Directiva 2003/87/CE obliga a las instalaciones pertenecientes a distintos sectores económicos, y a los operadores aéreos desde el 1 de enero de 2012, a reducir sus emisiones de GEI a la atmósfera, por lo que delega el esfuerzo de reducción de emisiones contaminantes en sujetos privados. Adicionalmente, el legislador comunitario permite que cualquier persona física o jurídica, aunque carezca de la condición de instalación u operador aéreo obligado a la reducción de emisiones anteriormente señalada, pueda intervenir válidamente como adquirente o transmitente de derechos de emisión. En consecuencia, la Directiva 2003/87/CE prevé un sistema de comercio de derechos de emisión *inter privatos* y no entre Estados.

Tanto el Protocolo de Kioto como la Directiva 2003/87/CE han marcado únicamente el esquema administrativo del sistema de comercio de derechos de emisión, sentando las bases de un mercado —entendido como punto de encuentro o confluencia de

(3) El sistema de límite y comercio o *cap and trade* es opuesto al de punto de referencia y crédito o *baseline and credit*. Mientras que en el primero se fija un tope o máximo global de emisiones de GEI a la atmósfera que se representa en unidades asignadas y transmisibles con carácter previo a la comprobación de las emisiones; en el segundo se comprueba antes el nivel de emisiones y, sólo en el supuesto de que dicho nivel sea inferior al permitido, la instalación puede comerciar con el crédito de reducción de emisiones. En el primer caso los derechos de emisión son asignados *ex ante*, es decir, con carácter previo a la verificación del cumplimiento de los niveles de emisiones, y el tope o máximo global de emisiones es inalterable. En el segundo supuesto los créditos de reducción de emisiones se reconocen *ex post*, es decir, una vez verificado el nivel de emisiones, y el nivel global de contaminación aumentará en tanto en cuanto existan nuevos entrantes. Cfr. LEFEVERE, J., «Greenhouse Gas Emissions Trading: A Background», en AA.VV. (ed. BOTHE, M. y REHBINDER, E.), *Climate Change Policy*, Utrecht, 2005, pp. 116-117.

ofertas y demandas de contratación⁽⁴⁾— que tiene por objeto derechos de emisión. Han sido los agentes económicos quienes han desarrollado usos generalizados para la transmisión de derechos de emisión y han creado plataformas informáticas y telemáticas para la negociación de los mismos de forma generalizada e impersonal. Se ha generado así un mercado de nueva creación que carece de cualquier regulación específica como ámbito de las transmisiones derivativas de dichos derechos.

El Protocolo de Kioto y las regulaciones comunitarias del sistema de comercio de emisiones y de los mercados de instrumentos financieros han evitado hasta el momento someter la negociación de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera a la supervisión de las entidades de control de los mercados de valores. Sólo muy recientemente, el legislador comunitario se ha hecho eco de la conveniencia práctica de la supervisión de los mercados de emisiones, encontrándose en la actualidad en tramitación una propuesta de reforma de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID) que, entre otras actuaciones, pretende paliar la actual inseguridad jurídica que afecta a la actividad financiera de las plataformas europeas de negociación de derechos de emisión mediante la consideración del derecho de emisión como instrumento financiero.

Previendo la transposición a nuestro sistema legal nacional de la reforma comunitaria referida —aproximadamente en el año 2015—, a continuación estableceremos la argumentación jurídica que ampararía la condición de instrumento financiero del derecho de emisión en el Ordenamiento español. Además, dando un paso más allá de lo expuesto en la propuesta comunitaria, analizaremos la posible condición de valores negociables de los derechos de emisión como tipo específico de instrumento financiero. Ello no se configura como una discusión doctrinal estéril puesto que determinaría que a los derechos de emisión les resultase de aplicación el régimen previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) sin adaptaciones, *ex artículo 2 in fine* de la referida Ley.

II. RELACIÓN ENTRE LOS CONCEPTOS JURÍDICOS DE INSTRUMENTO FINANCIERO Y VALOR NEGOCIABLE

Entre las nociones de instrumento financiero y valor negociable existe una relación de dependencia consistente en que el primero es el género o concepto amplio en el que se puede incluir el valor negociable como clase o tipo especial de instrumento financiero. Utilizando la tradicional clasificación linneana, el instrumento financiero sería el *genus* mientras que el valor negociable sería la *species*.

(4) *Cf.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Los mercados de valores y de crédito. Introducción», en AA.VV. (coord. URÍA MENÉNDEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, p. 351.

El legislador, con la reforma de la LMV realizada por la Ley 47/2007, ha manifestado claramente su opción por configurar la noción de instrumento financiero como categoría amplia en la que se incluye al valor negociable⁽⁵⁾, tal y como ha venido mantenido parte de la doctrina⁽⁶⁾. Además, con el fin de aclarar expresamente la clasificación referida, se acuñó con la reforma de 2007 el término «instrumento financiero derivado», para hacer referencia a aquellos instrumentos financieros distintos de los valores negociables, a los que se les aplica el régimen jurídico de estos últimos «con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas», según lo previsto en el párrafo segundo del apartado 8 del artículo 2 de la LMV.

Es objeto de nuestro estudio establecer si el derecho de emisión se puede calificar como instrumento financiero —*genus*—, y más concretamente como valor negociable —*species*—, quedando comprendido en el ámbito de aplicación de la LMV.

A tal fin es muy relevante la cuestión de la necesaria amplitud de los conceptos instrumento financiero y valor negociable. La doctrina señala que estas nociones abarcan todo tipo de objeto de inversión, en respuesta a la necesidad de extender la aplicación del Derecho del mercado de valores⁽⁷⁾. La función del concepto instrumento financiero sería la de establecer el ámbito de aplicación de la LMV, incluyendo cualquier objeto, sea de naturaleza contractual o no, susceptible de captar el ahorro público y de ser susceptible de negociación en un mercado y, por tanto, de ser objeto de tutela por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV)⁽⁸⁾. Los instru-

(5) La idea del instrumento financiero como concepto amplio se puede encontrar también en el Real Decreto 1310/2005, que 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, concretamente en su artículo tercero.

(6) Nos estamos refiriendo principalmente a CACHÓN BLANCO, DE CARLOS BERTRÁN, DÍAZ RUIZ, GALLEGU SÁNCHEZ, RECALDE CASTELLS y ZUNZUNEGUI PASTOR. Por todos, destacando las posiciones doctrinales contradictorias, *cfr.* ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 2000, p. 153, para quien:

«Los valores negociables son una categoría de los instrumentos financieros. La redacción del art. 2 de la LMV crea ambigüedad sobre esta circunstancia. (...) Lo cual puede interpretarse, como hace algún autor, que los valores negociables no son instrumentos financieros. Pero esta opinión no debe ser compartida».

(7) *Vid.* RECALDE CASTELLS, A.J., ««Los valores negociables» ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 74, 1999, pp. 107-109, para quien:

«En el fondo, la necesidad de extender la aplicación del Derecho del mercado de valores a todo tipo de inversión, con independencia de la forma de representación utilizada, es también apreciable en el Derecho comunitario, el cual, atado en ocasiones por la visión clásica de “valor mobiliario”, se ve obligado a utilizar nuevos conceptos y términos (instrumento financiero, preferentemente) con vistas a ampliar el ámbito de aplicación de sus normas».

(8) Para CACHÓN BLANCO el instrumento financiero es una realidad de facto o concepto económico y no jurídico, de forma que a todo elemento negociado en un mercado organizado se le aplicarán las normas de la LMV. *Cfr.* CACHÓN BLANCO, J.E., «Valores negociables e instrumentos financieros», en AA.VV. (coord. TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.), *La*

mentos financieros serían los objetos de negociación en el sistema financiero⁽⁹⁾. En la misma línea, la doctrina mercantilista no es pacífica al respecto de la noción unitaria de valor negociable, atendiendo a los distintos fines del Derecho del mercado de valores en los diferentes sectores a los que atiende⁽¹⁰⁾.

Si bien estas reflexiones incluirían *a priori* al derecho de emisión en tales categorías, consideramos necesario analizar los conceptos de instrumento financiero y valor negociable, estableciendo sus características y diferencias y comparándolos con los rasgos y naturaleza jurídica del derecho de emisión, para entender al derecho como subsumible en tal condición. Por ello en este trabajo prestamos atención a la norma dada para, tras un análisis del derecho subjetivo, considerar o no al derecho de emisión como amparable por la exégesis y teleología de la LMV.

La redacción originaria de la LMV no contenía un concepto de valor negociable, que sí fue previsto con posterioridad en el artículo 2 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre Emisiones y Ofertas Públicas de Venta de Valores (en adelante, el Real Decreto 291/1992), vigente hasta el 17 de noviembre de 2005, y por tanto hoy derogado. En el referido precepto del Real Decreto, tras una enumeración *numerus apertus* de los que se consideraban como valores negociables, se incluía una cláusula de cierre de redacción muy semejante a la actualmente prevista en el vigente apartado 1 del artículo 2 de la LMV. De ello se deriva que, siguiendo el concepto legal, se considera valores a los «derechos de contenido patrimonial» que sean «negociables», para lo cual se exige que concurren dos requisitos: que sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal, concretamente en un mercado de índole financiera⁽¹¹⁾.

Además, parte de la doctrina señala que se trata de derechos patrimoniales caracterizados por su homogeneidad y negociabilidad⁽¹²⁾. En una línea similar otros autores

reforma del Mercado de Valores, Madrid, 1996, p. 32. CUÑAT EDO se inclina por considerar al valor negociable como mero concepto de «acotación» del ámbito de una determinada regulación, sin notas sustantivas que lo identifiquen. Cfr: CUÑAT EDO, V., «Los mercados de productos derivados tras la reforma de la Ley del mercado de valores», en AA.VV. (dir. ADELL RAMÓN, R. y CUÑAT EDO, V.), *Los mercados de productos derivados en el nuevo escenario europeo*, Valladolid, 2000, p. 51, nota al pie 5.

(9) SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE definen los instrumentos financieros «de forma inexpressiva» (en palabras de los autores) como «los objetos de negociación en el sistema financiero». Cfr: SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2010, p. 301.

(10) A favor de establecer una noción unitaria del valor negociable se encuentran, entre otros, CACHÓN BLANCO y SALINAS ADELANTADO. Cfr: CACHÓN BLANCO, J. E., «Análisis jurídico de los conceptos de valor negociable e instrumento financiero», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 221, 1996, p. 779; y SALINAS ADELANTADO, C., *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996, p. 75. Por el contrario, RECALDE CASTELLS no contempla tal noción unitaria. Cfr: RECALDE CASTELLS, A. J., «Los «valores...», *op. cit.*, p. 156.

(11) Cfr: DE CARLOS BERTRÁN, L. y FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., *El Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 1992, p. 434.

(12) Cfr: ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho...*, *op. cit.*, p. 151.

destacan como caracteres de los valores negociables el ser derechos de contenido patrimonial y financiero⁽¹³⁾, negociables y agrupados en emisiones⁽¹⁴⁾.

Si bien la LMV facilita un concepto de valor negociable, nuestro Ordenamiento jurídico no hace lo propio con la noción de instrumento financiero, fijándose únicamente una enumeración de supuestos a incluir en tal categoría en el referido artículo 2 de la LMV⁽¹⁵⁾.

(13) *Vid.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Los mercados...», *op. cit.*, p. 369, para quien:

«(Los valores negociables) se atribuyen a quienes previa o simultáneamente han entregado o prestado los recursos financieros. Se trata de derechos de contenido variable que tienen en común, desde luego, todas las notas que la teoría general asigna a los derechos de contenido patrimonial, y que además tienen la peculiaridad de que la causa de su constitución es una operación estrictamente financiera».

Con el PNA español 2008-2012, el derecho de emisión no ha respondido a una entrega o prestación de recursos financieros, a favor de la Administración que realizó la asignación de derechos, por parte de su primer adquirente originario —en todo caso, sujeto-instalación—. La Ley 1/2005 estableció la asignación 100% gratuita de derechos de emisión en el período 2005-2007, permitiendo que el PNA 2008-2012 determinase el método de asignación de un 10% de los derechos de emisión del período, si bien la asignación del 90% restante debía ser necesariamente a título gratuito. El PNA 2008-2012, al igual que su predecesor el PNA 2005-2007, estableció la asignación gratuita de la totalidad de los derechos de emisión. De tal forma que en el período correspondiente al PNA 2008-2012 sólo se previó la asignación onerosa mediante el procedimiento de subasta de derechos —denominada sistema de *auktioning*— para aquellos derechos incluidos en la reserva de nuevos entrantes que no se hubiesen asignado antes del 30 de junio del último año del período correspondiente al PNA. En consecuencia, la asignación de derechos de emisión por el Estado español en el período anterior al vigente era una asignación gratuita, no mediando una entrega de recursos financieros por el sujeto-instalación al que se asignaban los derechos de emisión.

Ahora bien, en virtud de lo establecido en la reciente Directiva 2009/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, en el periodo de comercio de derechos de emisión 2013-2020, la asignación de derechos de emisión se realizará como norma general por el método de subasta, siendo la asignación gratuita progresivamente residual. El artículo 10 de la referida Directiva establece como norma general la subasta de la totalidad de los derechos de emisión a partir de 2013, con la excepción de las previsiones de los artículos 10 *bis*, sobre normas comunitarias de carácter transitorio para la armonización de la asignación gratuita de derechos de emisión, y 10 *quater*, sobre asignación transitoria gratuita de derechos de emisión para la modernización de instalaciones de generación de electricidad. A tal fin, la Comisión Europea ha adoptado muy recientemente el Reglamento núm. 1031/2010, de 12 de noviembre, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad, siendo la Comisión el órgano de control del mercado europeo de GEI en general y de las subastas en particular, debiendo presentar un informe anual al Parlamento Europeo y al Consejo.

Como consecuencia de lo expuesto, tras la implantación del nuevo régimen de subasta como método de asignación de derechos, el derecho de emisión responderá a una entrega de recursos financieros por parte de sus titulares originarios, respondiendo con mayor precisión al concepto de derecho de contenido patrimonial constituido en una operación financiera.

(14) *Cfr. Ibid.*, pp. 369-370.

(15) La enumeración de los valores negociables se recoge en el apartado 1 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Por su parte, los instrumentos financieros distintos de los valores negociables se listan en los apartados 2 a 8, ambos inclusive, del mismo artículo. En tal redacción no se incluye el derecho de emisión como instrumento financiero, si bien sí como subyacente de otros instrumentos financieros derivados, concretamente en el apartado 8 del referido artículo 2, que establece:

El Derecho comunitario también carece de una definición legal del instrumento financiero. La Directiva MIFID hace una aproximación meramente casuística a tal concepto, al establecer en su listado de definiciones —concretamente en la definición 17 del apartado 1 del artículo 4— que, a los efectos de dicha Directiva, se entiende por instrumento financiero los instrumentos especificados en la Sección C del Anexo I. Tal redacción se mantiene en la reciente Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 656 final], concretamente en la definición 14 del apartado 2 de su artículo 4. Por su parte, la Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre, por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero (en adelante, Directiva 2007/44/CE), si bien hace referencia en su articulado a la denominación instrumento financiero, no indica un concepto del mismo, lo que ha sido criticado por la doctrina⁽¹⁶⁾.

«8. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro supuesto que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados del presente artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía».

Sobre la inadecuada redacción del precepto citado en referencia a los que el legislador califica de «instrumentos financieros derivados relacionados con autorizaciones de emisión», *vid.* GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «Propuesta de modificación del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores a propósito de los instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 125, 2012, pp. 263-288.

(16) *Vid.* NIGRO, A., «La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo della direttiva e del regolamento MIFID», *Diritto della banca e del mercato finanziario*, núm. 1, 2008, p. 10, para quien:

«La normativa comunitaria tocca in più occasioni il profilo della tipologia degli strumenti finanziari, includenell'oggettodellaregolamentazione —come già detto— i derivati ma non prevede (né parrebbe consistere) meccanismi obbligatori di *classificazione, tipizzazione e selezione*. Essa si limita a prescrivere —al solito— obblighi procedurali a carico dell'intermediario (...). A mio modo di vedere, la mancata previsione di meccanismi in questione concreta una lacuna non facilmente giustificabile: in un sistema che contempla (opportunamente) la classificazione dei clienti non si comprende perché non si sia contemplata anche, quanto meno, una classificazione degli strumenti finanziari. Si tratta comunque di una lacuna, sempre a mio modo di vedere, assai grave. A mio avviso, infatti, le esigenze di tutela, in generale, degli investitori richiedono o mai interventi regolatori proprio sull'oggetto dei servizi di investimento, sia in termini, appunto, di tipizzazione e classificazione di titoli e degli strumenti finanziari, sia anche in termini di selezione e degli strumenti che possano essere oggetto di rapporti con gli investitori. Confesso di non esser mai riuscito a comprendere perché, anche a livello comunitario, non si possano immettere sul mercato, per esempio, automobili che non siano di un tipo omologato e si possano invece liberamente vendere e comprare, oltre-

En consecuencia, no se aporta por el legislador comunitario una noción de instrumento financiero, sino que se limita a indicar un listado *numerus apertus* de realidades que ostentan tal condición.

Ante la inexistencia de una definición legal, la tarea de la definición del instrumento financiero ha sido resuelta por algunos autores que han dedicado sus esfuerzos a tal fin. Para parte de la doctrina, el instrumento financiero se puede conceptualizar como «todo objeto o realidad contractual de contenido patrimonial susceptible de negociación organizada en un mercado de valores, es decir, un derecho o conjunto de derechos, incorporado a una forma representativa (títulos o anotaciones) o no (posiciones contractuales), susceptible de negociación en un mercado de valores»⁽¹⁷⁾. Otros autores se refieren a los instrumentos financieros de una forma más sencilla, definiéndolos como «derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero»⁽¹⁸⁾. De los enunciados anteriores podemos inferir las siguientes características del instrumento financiero: (i) es un contrato o derecho o conjunto de derechos derivados de un contrato, (ii) tiene contenido patrimonial y (iii) es negociable. Además de los rasgos anteriores, cabe señalar que la representación del instrumento financiero es diversa, puesto que puede estar representado por títulos o por anotaciones en cuenta.

En conclusión, de lo anteriormente expuesto se desprende que la noción de valor negociable es aportada por vía legal, a diferencia de la de instrumento financiero que se establece exclusivamente por vía doctrinal. Si bien la similitud entre ambos conceptos hace difícil su diferenciación, en la actual regulación se observa claramente que el instrumento financiero es la supracategoría en la que se enmarca el valor negociable. Este último, a diferencia de otros instrumentos financieros como son los derivados, se agrupa en emisiones y carece de carácter contractual así como de activos subyacentes.

En cualquier caso, resulta esencial para este trabajo señalar que tanto el concepto de instrumento financiero como el de valor negociable se encuentran sometidos a un proceso de progresiva ampliación, debido a la necesidad de extender la aplicación del Derecho del mercado de valores a nuevos tipos de inversión que surgen en la praxis de los mercados. Analizaremos a continuación si el derecho de emisión podría consi-

aglistrumentifinaziaritipici, anche strumentifinanziariatipicquali che nesiano la strutturaed i rischi. Glistrumentifinanziarisonoprodottipericolosi e come talineandrebbe disciplinata la circolazione: così come avviene per le armi, per i farmaci, ecc».

(17) Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., «Valores...», *op. cit.*, p. 32.

(18) Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «Adaptación a la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión», *Derecho de los negocios*, núm. 56, 1995, p. 2. El indicado sería el concepto estricto de instrumento financiero, como derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero, ya sean monetarios, como los certificados de depósito, valores negociables, las acciones y las obligaciones, o derivados, como los futuros y las opciones. En un sentido amplio este autor considera instrumento financiero todo medio o acuerdo a través del cual se realiza una inversión (depósitos bancarios, valores mobiliarios), se gestiona un riesgo financiero (derivados), se obtiene un crédito (préstamo bancario) o se dispone de un medio de pago (cheque o tarjeta bancaria). Con esta noción, extraída de los informes de modernización financiera de los ordenamientos anglosajones, el autor trata de delimitar la materia financiera con el fin de reorganizar su control público en un mercado mundial integrado. *Cf.*: ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 149-150.

derarse como uno de esos nuevos objetos de inversión por resultar encuadrable en las nociones de instrumento financiero y, en su caso, de valor negociable.

III. CARACTERES DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO OBJETO DE NEGOCIACIÓN

El derecho subjetivo de emisión se analiza en este trabajo como objeto de transmisión o negociación, es decir, como objeto de mercado, y desde la óptica del Derecho patrimonial privado español. Es por ello que a continuación estudiaremos aquellos rasgos o características de tal derecho que lo hacen asimilable a las categorías del instrumento financiero y el valor negociable, como son el contenido patrimonial, la representación por anotaciones en cuenta, la agrupación en emisiones y la negociabilidad⁽¹⁹⁾.

1. El contenido patrimonial

La distinción entre el derecho de contenido patrimonial o derecho patrimonial y el derecho extrapatrimonial o no patrimonial es clásica en nuestra doctrina⁽²⁰⁾. Se habla de derecho patrimonial cuando el derecho subjetivo otorga a su titular un ámbito de poder valorable o evaluable en dinero. Por lo general, los derechos subjetivos de carácter patrimonial encuentran fundamento en las propias necesidades de índole material del individuo y, por tanto, reflejan su situación económica. Frente a ellos, los derechos extrapatrimoniales representan ámbitos de poder de la persona que son reconocidos o atribuidos por el Ordenamiento en atención a razones distintas a las puramente económicas⁽²¹⁾.

En otras palabras, los derechos patrimoniales tienen contenido económico y persiguen la consecución y realización de intereses materiales del titular del derecho, mientras que los derechos extrapatrimoniales amparan bienes e intereses de la persona en cuanto tal o como miembro de la comunidad familiar a la que pertenece y no son susceptibles de valorar en dinero⁽²²⁾. Por su parte, la doctrina mercantilista se ha referido al contenido patrimonial como rasgo de los valores negociables⁽²³⁾.

(19) Vid. GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «La transmisión de derechos de emisión y sus derivados», *CEF Legal — Revista Práctica de Derecho*, núm. 117, 2010, p. 37.

(20) Vid. *infra* notas al pie 22 y 23.

(21) Cfr. LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho civil I, Parte General y Derecho de la Persona*, Madrid, 2006, p. 124.

(22) Cfr. AA.VV. (coord. SÁNCHEZ CALERO, F.J.), *Curso de Derecho Civil I, Parte General y Derecho de la Persona*, Valencia, 2010, p. 244. Otros autores también contemplan esta distinción, cfr. ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho Civil I, Introducción y Parte General*, Madrid, 2009, pp. 422-423; DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil, I*, Madrid, 2003, p. 419; y LACRUZ BERDEJO, J.L. *et alii*, *Elementos de Derecho Civil, I Parte General, Derecho subjetivo. Negocio jurídico*, III, Madrid, 2005, p. 78.

(23) Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta. Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico*, Elcano, 1997, p. 125, para quien:

El interés del sujeto titular del derecho de emisión es realizar sus propios fines económicos. Según el tipo de sujeto titular, el fin económico tiene una vertiente distinta consistente en emitir una tonelada equivalente de CO₂ a la atmósfera en un proceso industrial o de prestación de servicios y/o en transmitir el derecho obteniendo un lucro en la venta. Ambos fines económicos podrán ser obtenidos por el sujeto-instalación y el operador aéreo, mientras que el sujeto-no-instalación sólo podrá lucrarse en la venta de derechos de emisión pero no emitir GEI a la atmósfera amparado por el derecho.

Debido a que el ámbito de poder que otorga el derecho es valorable o evaluable en dinero, ya que satisface intereses económicos, el derecho de emisión tiene un precio en el mercado⁽²⁴⁾. Este valor de mercado del derecho es fácilmente determinable puesto que los derechos de emisión son negociados en plataformas electrónicas que facilitan el precio de cotización diario del derecho de emisión. Por todo lo brevemente expuesto, hemos mantenido en anteriores trabajos que los derechos de emisión son derechos subjetivos patrimoniales⁽²⁵⁾.

2. La representación por anotaciones en cuenta

Si bien el legislador no determina expresamente la incorporación tabular o contable como rasgo o característica del derecho de emisión, la misma es inherente a la función que desempeña el derecho en el sistema de comercio como mecanismo de flexibilidad. Para la más ágil transmisión del derecho de emisión se ha representado el mismo por anotación en cuenta, y no por medio de títulos.

En el Derecho español coexisten dos formas de representación de los instrumentos financieros: la anotación en cuenta y el título valor. El legislador exige únicamente la unidad en la forma de representación, es decir, la modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en la misma emisión, en virtud de lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 5 de la LMV.

«El titular del valor lo es en tanto en cuanto que ha realizado una previa inversión; el valor representa el derecho que ha nacido a su favor en virtud de ese acto. El sujeto obligado a contraprestar al titular será la entidad emisora de valores. El contenido patrimonial del derecho puede ser simple —como son las pretensiones pecuniarias representadas por los pagarés, obligaciones, bonos, etc.— o complejo —como es el caso de las acciones—».

En el mismo sentido, *cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al artículo 2 del Real Decreto 291/1992», en AA.VV. (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), *Régimen Jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 35.

(24) A principios de 2011, cada derecho de emisión contaba con un valor de mercado de aproximadamente quince euros, habiendo descendido progresivamente su precio hasta alcanzar un valor aproximado de siete euros a la finalización del mismo año. Este valor ha descendido a cuatro euros a principios de 2013, como consecuencia del exceso de oferta producido por la crisis económica global. *Vid.* Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el Estado del mercado europeo del carbono en 2012, de 14 de noviembre de 2012 [COM(2012) 652 final].

(25) *Vid.* GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «Propuesta...», *op. cit.*, p. 284.

Ahora bien, debemos señalar que el legislador prima o beneficia la utilización de la primera forma comentada en detrimento de la segunda, a través de dos técnicas o medidas. En primer lugar, establece la irreversibilidad de la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, mientras que la representación por medio de títulos es reversible, en virtud de lo dispuesto en los párrafos segundo y tercero del artículo 5 de la LMV. En segundo lugar, se permite al Gobierno establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que la representación de los mismos por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para su admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores, en virtud de lo dispuesto en el párrafo cuarto del artículo 5 de la LMV. Esta tendencia a la representación de los instrumentos financieros mediante la anotación en cuenta es, como no podría ser de otra forma, común en toda Europa.

El Ordenamiento jurídico español no nos proporciona un concepto de anotación en cuenta como modo de representación de un derecho, ni en los artículos 5 a 12 de la LMV que recogen el régimen vigente de los instrumentos financieros representados por anotaciones en cuenta, ni en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles.

La anotación en cuenta se conceptúa por algún autor como el medio de representación de los derechos que se caracteriza por la inmaterialidad del soporte, tratándose de asientos contables alfanuméricos que identifican el derecho por titularidades en las cuentas correspondientes⁽²⁶⁾. Sin embargo, la inmaterialidad del soporte carece de relevancia jurídica, resultando fundamental la forma registral de representación del derecho que determina un régimen jurídico de corte marcadamente registral⁽²⁷⁾.

Ha sido la doctrina más autorizada la que ha proporcionado la noción de representación en cuenta o, más concretamente, la noción de valor anotado en cuenta, señalando como tal al «valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer los derechos que del valor se deriven, así como constituir derechos reales limitados o gravámenes sobre éste»⁽²⁸⁾.

La Ley 1/2005 no establece expresamente la forma de representación del derecho de emisión. El legislador sólo señalaba, concretamente en la redacción anterior del apartado 6 del artículo 25 de la Ley, la existencia de «derechos inscritos en cuenta» al establecer que el volumen de los mismos se consideraría para establecer las tarifas que se percibiesen por la gestión del registro de derechos de emisión. Sin embargo, en la vigente regulación de los Registros de unidades de emisión —Capí-

(26) Cfr. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*, Valencia, 2006, pp. 53 y 48.

(27) Cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Los Registros Contables de Valores», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 2, 1999, p. 58.

(28) *Vid. Ibid.*, pp. 141-142.

tulo VII de la Ley 1/2005— no se hace ninguna referencia a la representación de los derechos de emisión⁽²⁹⁾.

Ahora bien, de una interpretación no meramente exegética de norma, y más concretamente de los Capítulos V y VII de la misma, así como del Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, que regulaba la Organización y Funcionamiento del Registro Nacional de Derechos de Emisión (en adelante, Real Decreto 1264/2005) y del Reglamento de la Comisión núm. 920/2010, de 7 de octubre, por el que se establece el Registro de la Unión para los períodos del régimen de comercio de derechos de emisión de la Unión que terminan el 31 de diciembre de 2012 de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Decisión núm. 280/2004/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (en adelante, Reglamento 920/2010), se puede concluir que el legislador ha optado por esta forma de representación.

Si bien no se incluye en precepto legal alguno la expresión «anotación en cuenta», se infiere tal tipo de representación de la estructura del Registro Nacional de Derechos de Emisión (en adelante, RENADE) y del Registro de la Unión, establecida en cuentas separadas donde se inscriben los derechos de emisión y las operaciones de expedición, transferencia, entrega, retirada y cancelación de los mismos, *ex* apartado 1 del artículo 4 del Real Decreto 1264/2005 y apartado 1 del artículo 8 y Anexo I del Reglamento 920/2010.

La doctrina, si bien con algunas excepciones⁽³⁰⁾, ha sido tajante y acertada al determinar que el RENADE, como registro de titularidades sobre derechos de emisión, se ha articulado a través de anotaciones en cuenta⁽³¹⁾. Los derechos de emisión están codificados informáticamente resultado de la combinación de una serie compleja de dígitos alfanuméricos cuya principal función es identificar las distintas circunstancias que los acompañan —unidad, cuenta, permiso, instalación, titular de cuenta, etc.—, también en el Registro de la Unión. Los derechos de emisión se representan por anotaciones en cuenta, lo que conduce a la articulación de su régimen sobre la base de los principios del Derecho registral⁽³²⁾.

(29) Sobre la supranacionalización del sistema de comercio de emisiones y el registro de los derechos de emisión en el Registro de la Unión en detrimento del RENADE, *vid.* GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «El tercer período de comercio de derechos de emisión: novedades en el sistema jurídico español a partir de 2013», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 21, 2012, pp. 264-265.

(30) Algunos autores hablan de «títulos» negociables, expresión que no resulta acertada por ser opuesta a la forma de representación por anotaciones en cuenta del derecho de emisión. *Cfr.* BASCONES ILUNDÁIN, P., «El mercado de carbono: contaminar ¿a qué precio?», *MEDA: Medio ambiente, biodiversidad y desarrollo sostenible*, núm. 30, 2004, pp. 29, 32 y 33; y YÁBAR STERLING, A., «La extraterritorialidad en el control de emisiones de CO₂ y el Plan Nacional de Asignaciones de España (2005-2007)», *Observatorio medioambiental*, núm. 7, 2004, p. 223; y «Diseño del Post-Kioto: opciones, principios, objetivos y políticas sobre el cambio climático en la UE, frente al segundo período de compromiso», *Observatorio medioambiental*, núm. 8, 2005, pp. 283 y 285.

(31) *Cfr.* RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «El registro...», *op. cit.*, pp. 48-49.

(32) *Cfr.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Los Registros...», *op. cit.*, p. 55.

Y ello no podría ser de otra forma, ya que como se ha indicado los derechos de emisión son derechos subjetivos de reciente creación destinados a la negociación generalizada e impersonal. Resulta lógico por tanto que no se utilice para su representación la técnica del título, ya superada, y que se opte por su representación mediante anotaciones en cuenta.

La finalidad del comercio de emisiones y, por tanto, el ámbito teleológico de la Ley 1/2005 consiste en la reducción de emisiones de una forma económicamente eficiente mediante la posibilidad de transmisión de los derechos. Si el propósito de la creación de derechos de emisión es permitir su negociación generalizada, su forma de representación no puede ser otra distinta de la anotación en cuenta ya que es la que en mayor medida facilita la agilidad y eficacia en la transmisión. Por lo tanto, la anotación contable en el Registro no sólo es una forma de representación del derecho de emisión, sino que proporciona la agilidad necesaria para que dicho derecho sea compensado y liquidado en las operaciones que se llevan a cabo en las plataformas de negociación⁽³³⁾.

3. La agrupación en emisiones

La cualidad de la agrupación en emisiones, al igual que la representación por anotaciones en cuenta, no se determina expresamente por el legislador como rasgo o característica del derecho de emisión.

Para aproximarnos al concepto de agrupación en emisiones⁽³⁴⁾ deberemos prestar atención a la legislación del mercado de instrumentos financieros. La Exposición de

(33) *Vid. Ibid.*, p. 48, para quien:

«La función de la anotación en cuenta de los derechos de emisión, por tanto, no es la de su representación, que, por otro lado, no es la única. Su aspecto funcional más novedoso, frente al título-valor, radica, por un lado, en ser un instrumento que facilita el tratamiento de los valores por ella representados, en orden a la realización y agilización de las operaciones de compensación y liquidación (art. 8 in fine de la LMV) y, por otro, no restringir su utilidad a la de servir única y exclusivamente como medio de representación y transmisión de valores».

(34) Sobre la agrupación en emisiones, entre otros, *vid.* ABELLA AMIGO, S., «Ocho artículos del Real Decreto sobre emisiones. Comentario breve», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 15, 1994, pp. 73-74; ALONSO ESPINOSA, F.J., *El mercado primario de valores. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, pp. 156-163; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 175-178; DOMINGO GONZÁLEZ, V., «El concepto de valor en la Ley de reforma del mercado de valores. Ámbito de aplicación de la misma», en AA.VV. (dir. GIL DEL MORAL, F., MOREU SERRANO, G. y PASQUAL DE MIGUEL, A.), *Contratos sobre acciones*, Madrid, 1994, pp. 9-11; ESPINA PÉREZ, D., *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pp. 206-213; GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, pp. 214-217; LÓPEZ SANTANA, N., «El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto «valor negociable» tras la introducción del concepto «instrumento financiero» y aproximación a este último», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 88, 2002, pp. 98-101; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, pp. 125-127; SALINAS ADELANTADO, C., «El concepto de valor negociable», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 63, 1996, pp. 634-636; y SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al artículo 2 del Real Decreto 291/1992», en AA.VV. (dir. SÁN-

Motivos de la LMV se refiere a la agrupación en emisiones en contraposición a la emisión en serie de valores, indicando que este último concepto se ha abandonado tanto por la difícil concreción legal del mismo como «por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una emisión, de conformidad con las prácticas actuales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (v. gr., plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley»⁽³⁵⁾.

De forma más concreta que la prevista en la norma financiera básica, encontrábamos un concepto de agrupación en emisiones en el derogado Real Decreto 291/1992, al establecer el apartado 2 de su artículo 4 que «se entenderá a estos efectos por emisión cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones». La agrupación en emisiones es por tanto el conjunto de valores que presentan carácter homogéneo y proceden de un mismo emisor, según la previsión normativa referida.

Hacemos referencia a legislación que no se encuentra en vigor para aproximarnos a la noción de agrupación en emisiones, toda vez que el actual Real Decreto 1310/2005, que 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 (en adelante, Real Decreto 1310/2005) ha derogado el referido Real Decreto 291/1992, sin definir en su articulado tal concepto. Sólo el apartado 1 de su artículo 3 establece como requisito para los valores negociables su agrupación en emisiones, ahora bien, no define en qué consiste tal agrupación.

Señala la doctrina que la agrupación en emisiones no implica que los valores tengan idénticas características, sino que basta con que exista una cierta homogeneidad, es decir, la coincidencia en sus notas esenciales⁽³⁶⁾. Para que los valores se puedan considerar homogéneos o esencialmente coincidentes es necesario (i) que formen parte de una misma operación financiera o respondan a una unidad de propósito, (ii) que tengan la misma naturaleza y el mismo régimen de transmisión, y (iii) que atribuyan a su titular un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones, *ex* artículo 4 del referido Real Decreto 291/1992.

CHEZ CALERO, F.), *Régimen Jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, pp. 43-44.

(35) *Vid.* el apartado 2 de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(36) *Cfr.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios: Valores mobiliarios híbridos», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 605, 1991, p. 1855; LÓPEZ SANTANA, N., *op. cit.*, p. 98; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, p. 126; y SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario...», *op. cit.*, pp. 16 y 37.

Junto a los requisitos de homogeneidad indicados, el Real Decreto señalaba también elementos que, por entenderse accesorios, podían diferir sin que los valores dejaran de considerarse homogéneos. De esta forma se contemplan como agrupados en una misma emisión a los valores que difieren en el importe; la fecha de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; el procedimiento de colocación; los bloques destinados a categorías específicas de inversores; el fraccionamiento de la emisión en partes sucesivas o la previsión de ampliaciones. Pese a las diferencias en los aspectos señalados, se considera que los valores son sustancialmente homogéneos y por tanto agrupados en emisiones siempre que provengan de un mismo emisor⁽³⁷⁾.

Los derechos de emisión, como objeto de negociación, se agrupan efectivamente en emisiones, si bien no existe una previsión legal expresa en tal sentido. Justificamos tal afirmación en que los derechos de emisión cuentan con las dos características necesarias para afirmar que se trata de valores agrupados en emisiones, conforme a lo expuesto anteriormente, ya que proceden de un mismo emisor, el Estado español, y son derechos homogéneos entre sí.

Con respecto a la procedencia de un mismo emisor, la Ley 1/2005 establece, concretamente en el apartado 2 de su artículo 20, que la titularidad originaria del derecho de emisión corresponde a la Administración General del Estado. Tal previsión resulta común para los distintos períodos de aplicación del régimen de comercio, es decir, los correspondientes a los Planes Nacionales de Asignación (en adelante, PNA) 2005-2007 y 2008-2012, así como en el actual período de comercio 2013-2020. Por lo tanto, el emisor de los derechos es, en el régimen jurídico vigente, el Estado español.

Con respecto a la homogeneidad de los derechos de emisión, podemos indicar que tal rasgo se puede predicar de los mismos porque responden a una unidad de propósito, tienen igual naturaleza y régimen de transmisión, y atribuyen a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones. Como se ha reiterado, los derechos de emisión se crean para la reducción de emisiones de GEI al coste más bajo posible para las instalaciones y los operadores aéreos afectados por la Ley 1/2005, por lo que responden a una unidad de propósito. Además, los derechos de emisión tienen igual naturaleza y régimen de transmisión, ya que todos ellos son derechos subjetivos, *ex* apartado 1 del artículo 20 de la Ley 1/2005, y libremente transmisibles, *ex* apartado 3 del artículo 20 de la Ley 1/2005.

En tercer lugar, los derechos de emisión atribuyen a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones, si bien la similitud del contenido de facultades dependerá del tipo de titular —sujeto-instalación o sujeto-no-instalación—, por lo que estaríamos ante una homogeneidad de contenido del derecho para titulares de igual condición. También es necesario precisar el rasgo de la homogeneidad en los derechos de emisión asignados a los operadores aéreos, a raíz de la modifi-

(37) Cfr. LÓPEZ SANTANA, N., *op. cit.*, p. 99; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, pp. 126-127; SALINAS ADELANTADO, C., «El concepto...», *op. cit.*, p. 635; y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 99, 2005, p. 30.

cación realizada por la Directiva 2009/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril (en adelante, Directiva 2009/29/CE). Tras su incorporación al sistema de comercio en el 2012, los derechos de emisión que se asignan a los operadores aéreos son exclusivamente utilizables a efectos de cumplimiento de la obligación de entrega por parte de estos operadores, pero no por parte de los titulares de instalaciones fijas⁽³⁸⁾.

Esta distinción entre derechos utilizables por una u otra clase de sujetos podría, *a priori*, alterar la homogeneidad del derecho de emisión en cuanto que requisito para poder predicar de los derechos de emisión su agrupación en emisiones. Sin embargo, debemos poner de manifiesto que la agrupación en emisiones no exige la identidad absoluta de todos los objetos de emisión.

Como indica CORTÉS DOMÍNGUEZ, la homogeneidad permite la existencia de diferencias en aspectos de naturaleza accesoria de los instrumentos financieros, *v. gr.*: importe nominal de los valores, fecha de puesta en circulación, procedimientos de colocación, etc.⁽³⁹⁾. En el mismo sentido, CENTENO HUERTA destaca la sustitución en nuestro Ordenamiento de la característica tradicional de valores emitidos «en serie» por el rasgo de la «agrupación en emisiones» de los valores negociables, considerando que mientras que la emisión en serie requiere una identidad absoluta, entre los valores que integran una emisión basta una cierta homogeneidad⁽⁴⁰⁾. Por lo tanto, se puede predicar la homogeneidad de los derechos de emisión pese a que desde enero de 2012 existen diferencias entre los derechos asignados a los sujetos-instalación y a los operadores aéreos.

El rasgo de la homogeneidad se encuentra en íntima conexión con otros caracteres como son las notas de fungibilidad y negociabilidad, que se predicán tanto del derecho de emisión como de los instrumentos financieros.

La homogeneidad implica el carácter de los valores como cosa fungible en el sentido de ser sustituibles unos por otros⁽⁴¹⁾, rasgo que también aparece en el derecho

(38) Sobre la ampliación del ámbito subjetivo del sistema de comercio de derechos de emisión por la inclusión de los operadores aéreos como sujetos obligados a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera, *cfr.*: GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «El tercer ...», *op. cit.*, pp. 246-249.

(39) *Vid.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Los mercados...», *op. cit.*, p. 370; y «El Mercado de valores (II): Operaciones y contratos», en AA.VV. (dir. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Lecciones de Derecho mercantil*, Cizur Menor, 2009, p. 780, para quien:

«(...) la homogeneidad que no exige una absoluta igualdad, ni tampoco está reñida con la existencia de diferencias en aspectos de naturaleza accesoria (importe nominal de los valores, fecha de puesta en circulación, procedimientos de colocación, etc.) ni con el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o con la previsión de emisiones continuadas o abiertas determina, en fin, en unión de la negociabilidad, la accesibilidad de los valores a un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice, como señala la Exposición de Motivos de la Ley, por el predominio de los términos económicos en que se producen las transacciones, sobre las circunstancias personales y subjetivas de los contratantes («*mercabilidad*») (art. 3.1 RD 1310/2005)».

(40) *Cfr.*: CENTENO HUERTA, L., «Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros», en AA.VV. (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2007, p. 468.

(41) *Cfr.*: SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario...», *op. cit.*, p. 44.

de emisión. La homogeneidad permite que los valores sean tratados como bienes fungibles, lo que resulta fundamental para el régimen de transmisibilidad de los mismos cuando se encuentran representados por medio de anotaciones en cuenta⁽⁴²⁾.

Los valores, en tanto que bienes genéricos y fungibles, son susceptibles de ser negociados por simples factores económicos —precio y cantidad— por su disposición a ser objeto de un mercado servido por un tipo de comerciantes profesionales y especializados en su compleja contratación⁽⁴³⁾. Es decir, la homogeneidad de los valores asegura la objetivación del bien posibilitando un intercambio masivo⁽⁴⁴⁾. Dicho intercambio masivo también se produce en las plataformas de negociación de derechos de emisión, como veremos en el epígrafe inmediatamente siguiente.

4. La negociabilidad

La cualidad de la negociabilidad, al igual que la representación por anotaciones en cuenta y la agrupación en emisiones, no se determina expresamente por el legislador como rasgo o característica del derecho de emisión.

La Exposición de Motivos de la LMV indica que la negociabilidad⁽⁴⁵⁾ se produce en el mercado en el que predominan los términos económicos de la transmisión sobre las características personales de los contratantes, añadiendo que con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad —propia de la mayoría de los derechos—⁽⁴⁶⁾. El apartado 1 del artículo 3 del Real Decreto 1310/2005 considera valor negociable a cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea «susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera». No obstante, ni las previsiones de la Exposición de Motivos de la LMV ni

(42) Cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, p. 127.

(43) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Valores negociables...», *op. cit.*, p. 30.

(44) Cfr. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho...*, *op. cit.*, p. 131.

(45) Sobre la negociabilidad, entre otros, *vid.* ABELLA AMIGO, S., *op. cit.*, p. 72; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Intereses del inversor y Derecho del mercado de valores», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 208, 1993, pp. 435-436, y *El mercado...*, *op. cit.*, pp. 164-165; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *op. cit.*, pp. 173-176; DÍAZ MORENO, A., «La prenda en anotaciones en cuenta», *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 603, 1991, p. 360; DOMINGO GONZÁLEZ, V., *op. cit.*, pp. 8-9; ESPINA PÉREZ, D., *op. cit.*, pp. 200-206; LÓPEZ SANTANA, N., *op. cit.*, pp. 80-97; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, pp. 127-129; SALINAS ADELANTADO, C., «El concepto...», *op. cit.*, pp. 630-633; SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario...», *op. cit.*, p. 44; y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho...*, *op. cit.*, p. 132.

(46) *Vid.* el punto 2 de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores:

«(...) con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia prácticamente de todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes».

del Real Decreto 1310/2005 precisan el concepto de negociabilidad, que ha sido determinado doctrinalmente.

CORTÉS DOMÍNGUEZ incide en la idea consistente en que la negociabilidad es distinta de la mera transmisibilidad. Si bien todos los derechos son transmisibles, sólo algunos gozan de lo que denomina «un régimen jurídico de circulación y transmisión que haga técnicamente posible, por sus dosis de seguridad y rapidez, una contratación *impersonal* (no negociada) y *masiva* (no singularizada)»⁽⁴⁷⁾. Para gozar de este especial régimen de transmisión tales derechos deben estar representados por medio de títulos o bien por anotaciones en cuenta. Por su parte, LÓPEZ SANTANA considera que es negociable todo instrumento que pueda ser negociado en un mercado caracterizado por el predominio de los términos económicos sobre las características personales de los contratantes⁽⁴⁸⁾.

Calificamos de negociable al derecho de emisión por ser susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera, según la previsión del apartado 1 del artículo 3 del Real Decreto 1310/2005. La extensión del carácter de negociable que proponemos respecto del derecho de emisión se refleja también en la amplitud del concepto de «mercado de índole financiera», en la acepción que de los mismos realiza SALINAS ADELANTADO, para quien existen tres vertientes de dichos mercados: en una concepción estricta, mercado de índole financiera sería un mercado secundario oficial; en una concepción amplia, abarcaría a cualquier mercado organizado; y en tercer lugar, mercado de índole financiera sería en una concepción amplísima cualquier mercado financiero⁽⁴⁹⁾. El derecho de emisión como derecho negociable sería objeto de tráfico generalizado e impersonal en una acepción amplia del mercado de índole financiera ya que, aunque actualmente el legislador no contempla las plataformas de negociación de derechos de emisión como sistemas de negociación de instrumentos financieros, consideramos conveniente tal decisión de política legislativa.

En conclusión, la Ley 1/2005 prevé expresamente la transmisibilidad del derecho de emisión como rasgo o característica del mismo, concretamente en el apartado 3 de su artículo 20⁽⁵⁰⁾. Sin embargo, dicho derecho no sólo es objeto de transmisión, sino que por su especial configuración está siendo objeto de tráfico generalizado e independiente de las condiciones de los contratantes, es decir, está siendo contratado de forma masiva e impersonal en plataformas creadas para tal fin. Ampliamos por tanto la califi-

(47) Vid. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Los mercados...», *op. cit.*, pp. 369-370.

(48) Vid. LÓPEZ SANTANA, N., *op. cit.*, p. 96, para quien:

«Todo instrumento que, por sus propios caracteres, pueda ser negociado en un mercado caracterizado por el predominio de los términos económicos en los que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes, ha de entenderse susceptible de constituir el objeto de un mercado secundario oficial y, por tanto, negociable».

(49) Cfr. SALINAS ADELANTADO, C., «El concepto...», *op. cit.*, p. 632.

(50) En la redacción de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, vigente hasta el 6 de julio de 2010, el carácter transmisible del derecho de emisión se establecía en el apartado 4 del artículo 20.

cación del legislador considerando que el derecho de emisión no sólo es transmisible, sino que también se puede predicar del mismo el carácter de negociable.

IV. CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO

La Ley 1/2005 se refiere exclusivamente al derecho de emisión como subjetivo, sin expresar su posible condición de valor negociable o instrumento financiero, en tanto en cuanto es objeto de negociación impersonal y generalizada en las denominadas, por la Comisión Europea⁽⁵¹⁾ y por parte de la doctrina⁽⁵²⁾, como «Bolsas» de emisiones.

Ni la LMV⁽⁵³⁾ ni ninguna otra disposición legal o reglamentaria vigente atribuyen la condición de instrumento financiero al derecho de emisión⁽⁵⁴⁾. Pese a ello, la Ley

(51) La Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo, de 26 de marzo, p. 33, establece:

«La propuesta no estipula cómo se debe organizar el mercado de los derechos de emisión, lo que se debe a que la Comisión está convencida de que las estructuras de mercado surgirán una vez que las obligaciones estén claras y se hayan establecido los derechos de emisión necesarios para cumplir las obligaciones. La Comisión desea que se deje abierta la organización del mercado de los derechos de emisión a las soluciones que aporte el sector privado. En este mercado entrarán agentes que desempeñarán el papel de intermediarios y aumentarán así la liquidez. Asimismo, se prevé que las bolsas compitan para proporcionar un lugar de encuentro de compradores y vendedores. Esos intermediarios del mercado facilitarán la fijación de precios, y las instalaciones con obligaciones de conformidad con la presente Directiva podrán beneficiarse de la mayor liquidez y flexibilidad brindadas. Este planteamiento coincide plenamente con las prácticas del comercio de derechos de emisión en otras zonas del mundo».

(52) *Cfr.* DOMÍNGUEZ CONDE, M.J. y GARCÍA MACHADO J.J., «Mercados derivados de los derechos de emisión del protocolo de Kioto ¿Un nuevo mercado de futuros?», *Información Comercial Española, Boletín Económico*, núm. 2888, 2006, p. 31. Nótese que las denominaciones de los mercados que refieren los autores han sido en algunos casos modificadas como consecuencia de operaciones societarias recientes.

(53) *Vid.* el supuesto k) del apartado 1 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(54) El reciente Reglamento de la Comisión núm. 1031/2010, de 12 de noviembre, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad, establece en su Considerando 14 que «los contratos de contado a dos días no son un instrumento financiero con arreglo a la normativa de la Unión sobre los mercados financieros, mientras que los futuros a cinco días sí son instrumentos financieros con arreglo a dicha normativa».

Pese a que de esta previsión se infiere que para el legislador comunitario el derecho de emisión asignado mediante subasta no se considera un instrumento financiero, el Considerando inmediatamente posterior parece dejar abierta tal posibilidad a razones de oportunidad. El Considerando 15 establece que «la decisión de si el producto subastado ha de ser o no un instrumento financiero debe ser parte del procedimiento de selección de la plataforma de subasta y basarse en una evaluación global de los costes y beneficios de las soluciones que ofrezcan los candidatos que participen en el procedimiento de contratación pública competitivo. Esta evaluación debe abordar, en particular, la eficiencia desde el punto de vista de los costes y el acceso equitativo para las pequeñas y medianas empresas incluidas en el régimen y los pequeños emisores, las medidas adecuadas de protección y la vigilancia del mercado».

1/2005 sí establece expresamente la libre transmisibilidad del derecho, y en la práctica mercantil los derechos de emisión están siendo objeto no sólo de transmisiones bilaterales sino también de negociación en plataformas multilaterales.

Partiendo de las consideraciones anteriormente comentadas con respecto al instrumento financiero, y sin perjuicio de su concepto amplio como cualquier objeto de inversión susceptible de negociación, los rasgos que lo caracterizan son los siguientes: (i) es un contrato o derecho o conjunto de derechos derivados de un contrato, (ii) tiene contenido patrimonial y (iii) es negociable. Además de los rasgos anteriores, hemos señalado que la representación del instrumento financiero es diversa, puesto que puede estar representado por títulos o por anotaciones en cuenta.

El derecho de emisión ostenta la naturaleza jurídica de derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono, desde una instalación o una aeronave que realiza una actividad de aviación incluida en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005, por previsión legal expresa en virtud de lo dispuesto en el apartado a) del artículo 2 de la referida norma.

Además el derecho de emisión tiene contenido patrimonial, puesto que satisface intereses económicos, que pueden consistir en emitir una tonelada equivalente de CO₂ en un proceso industrial o de prestación de servicios, o en transmitir el derecho obteniendo un lucro en la venta. Si bien en el PNA 2008-2012 tal derecho se ha asignado de forma gratuita sin que haya existido un pago por parte del sujeto instalación, con la transposición de la Directiva 2009/29/CE al Ordenamiento jurídico español, se ha establecido la subasta como forma de asignación de los derechos que se irá implantando en los próximos períodos de comercio, por lo que se podrá considerar que el derecho de emisión supone una forma de captación del ahorro del público, ya que existe un desplazamiento patrimonial del sujeto adquirente para la asignación del derecho.

De otro lado, los derechos de emisión son negociables, puesto que son objeto de tráfico generalizado e impersonal en una acepción amplia de mercado de índole financiera. De hecho el derecho de emisión es negociado en la actualidad en España, de forma masiva y multilateral, a través de una plataforma electrónica creada a tal efecto: Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión, abreviada como SENDECO₂⁽⁵⁵⁾. Adicionalmente, el derecho de emisión se representa mediante anotaciones en cuenta, concretamente, en el actual período de comercio, en un Registro creado *ad hoc* denominado Registro de la Unión, y antes en el RENADE. Su representación es por tanto tabular y no cartácea.

La consideración del derecho de emisión como instrumento financiero que mantenemos tiene su reflejo en una parte minoritaria de la doctrina española⁽⁵⁶⁾, así como

De hecho el articulado del Reglamento, concretamente el artículo 36 de la norma, deja abierta la posibilidad a considerar los contratos de contado a dos días como instrumento financiero a los efectos de determinar la aplicación del régimen relativo al abuso de mercado.

(55) *Vid.* <www.sendeco2.com>.

(56) Desde el prisma del Derecho, *vid.* RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., *Instrumentación...*, *op. cit.*, p. 25, para quien:

en Derecho comparado europeo⁽⁵⁷⁾ —concretamente en los Ordenamientos jurídicos sueco, francés y rumano—, e incluso en muy recientes propuestas normativas de Derecho comunitario.

«Ejemplo relevante en la aplicación de la anotación en cuenta a instrumentos financieros de nueva creación, es el de la articulación de derechos de emisión de gases con efecto invernadero o derechos de emisión de CO₂ a través del registro contable gestionado por Iberclear, paso previo y necesario para la puesta en marcha del mercado de negociación de estos derechos en el marco del Protocolo de Kioto. Ello nos debe servir para comprender no sólo que la anotación en cuenta es un instrumento de representación y articulación de derechos de muy diversa naturaleza, sino que además, como ocurre también en el ámbito de la negociación de los derechos de emisión de CO₂, permite la liquidación de las operaciones sobre tales instrumentos financieros, en el marco de un nuevo mercado con escala europea. El tratamiento que en esta obra se realiza sobre las anotaciones en cuenta de valores negociables le será de aplicación, lógicamente y como muy bien advierte el último párrafo del art. 2 de la LMV, con las adaptaciones precisas y bajo los dictados de la Ley 1/2005, de 9 de marzo y la normativa que la desarrolla».

Desde el prisma de la Economía, GUTIÉRREZ FRANCO ha calificado al derecho de emisión, en cuanto que transmisible, como «activo financiero». *Vid.* GUTIÉRREZ FRANCO, Y., *op. cit.*, p. 295, para quien:

«Permitir vender en el mercado los permisos excedentarios supone reconocer valor al beneficio ambiental y convertirlo en un activo financiero».

(57) La Agencia Europea del Medio Ambiente o *European Environment Agency* (en adelante, EEA), en su Informe Técnico núm. 13/2008 sobre Aplicación de la Directiva de Comercio de Emisiones por los Estados Miembros de la Unión Europea (*EAA Technical Report núm. 13/2008 «Application of the Emissions Trading Directive by EU Member States— reporting year 2008»*), publicado el 5 de enero de 2009, hace notar cómo la naturaleza jurídica y el tratamiento contable y fiscal de los derechos de emisión y sus formas de negociación son distintos en los Estados miembros. Con respecto a la naturaleza jurídica, algunos Estados miembros consideran los derechos de emisión como materias primas o *commodities* que no están sometidas a la Autoridad de control del mercado financiero. Éste es el caso de Austria, República Checa, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Polonia, Portugal y España. En todos estos países los derechos de emisión son considerados materias primas en lo que respecta a la regulación financiera, por lo que se les trata como bienes fungibles objeto de comercio. Con un matiz ligeramente diverso, los derechos de emisión son considerados como activos intangibles o *intangible assets* en Chipre, Dinamarca, Hungría, Lituania, Malta, Países Bajos y Eslovaquia. En algunos países se contempla expresamente un tratamiento jurídico distinto del comercio de derechos de emisión con respecto al comercio de derivados de derechos de emisión. En Inglaterra, el comercio al contado o *spot* de derechos de emisión, en tanto que son considerados materias primas o *commodities*, no necesita autorización de la Autoridad de Servicios Financieros. Sin embargo, el comercio a plazo o *forward* con entrega física de derechos de emisión es una inversión que sí requiere autorización de dicha autoridad, aunque los contratos que sean realizados con fines comerciales y no de inversión caerían en una exención de regulación. El comercio de derivados de derechos de emisión también estaría incluido en la clasificación de inversión y estaría sujeto a la regulación financiera. En el caso de Finlandia, el derecho de emisión comercializado en un mercado a plazo o *forward* está considerado como un instrumento financiero mientras que en los mercados de contado o *spot* son considerados como mercancía o *commodity*. En Irlanda la naturaleza jurídica depende del tipo de contrato. Adicionalmente, existen otros Estados miembros que no han establecido ninguna previsión legal acerca del comercio de contado o a plazo de los derechos de emisión, ni de los derivados de los mismos. Es el caso de Bulgaria, Estonia, Grecia y Eslovenia. Particularmente en Rumanía la naturaleza jurídica y el tratamiento fiscal de los derechos de emisión han sido contemplados de forma cambiante en recientes decisiones de política legislativa. *Cfr.* AGENCIA EUROPEA DEL MEDIO AMBIENTE, *Informe Técnico núm. 13/2008 sobre Aplicación de la Directiva de Comercio de Emisiones por los Estados Miembros de la Unión Europea*, 2008, apartado 14.

El Derecho sueco es especialmente relevante por cuanto considera al propio derecho de emisión⁽⁵⁸⁾ como un instrumento financiero, a nuestro entender de forma acertada⁽⁵⁹⁾. Han sido los trabajos preliminares de la Ley de comercio de derechos de emisión sueca los que expresamente han justificado la inclusión de los derechos de emisión en la categoría del instrumento financiero⁽⁶⁰⁾. El hecho de que tales derechos sean categorizados como instrumentos financieros supone que el Derecho del mercado de valores sueco sea aplicable a la negociación de derechos de emisión⁽⁶¹⁾ y, en consecuencia, que dicha actividad sólo pueda ser dirigida por una empresa de servicios de inversión autorizada y supervisada por la Autoridad de Supervisión del Mercado de Valores sueca —equivalente a nuestra CNMV— que recibe el nombre de *Finansinspektionen* (FI)⁽⁶²⁾.

(58) La versión original del Capítulo 3, sección 5(1) de Ley de comercio de derechos de emisión de dicho Estado (*Lagen (2004:1199) omhandelomutsläppsrätter*) define al derecho de emisión, estableciendo:

«Varjeutsläppsrättmedförrättat släppa ut ett ton koldioxid under en fastställd period i enlighet med bestämmelserna i denna lag och med föreskrifter som meddelas med stöd av lagen».

Es decir, el derecho de emisión es el derecho a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono en la atmósfera, en el transcurso de un cierto período de tiempo (la traducción es nuestra).

(59) *Vid.* UPSTON-HOOPER, K., ANTONEN, K., MEHLING, M. y PERRELLS, A., *Overview Report: Legal Frameworks for Emissions Trading in the European Union*, 2006, p. 7, para quienes:

«This is in direct contrast to the Swedish approach whereby the Emissions Trading Act (2004:1199, *Lagen om handel om utsläppsrätter*) defines Allowances as financial instruments. This dichotomy of financial instrument vs intangible patent-like asset is a recurring issue in the implementation of the EU ETS. The Swedish approach is based on the historical treatment of electricity certificates and the subsequent need to ensure a consistent approach to environmental market mechanisms».

Vid. Ibid., p. 19, para quienes:

«As noted above in Section A, the Swedish Emissions Trading Act defines Allowances as financial instruments and trading in Allowances is required to comply with the Securities Markets Act (1991:980). Accordingly, the professional provision of financial services (trading in financial instruments) requires a licence from, and is subject to the supervision of, the Financial Supervision Authority (*Finansinspektionen*). This is also the situation with derivative allowance contracts. Due to the pervasive nature of the Swedish regulation no distinction is made in relation to the purpose for which Allowances are held».

Para analizar un amplio estudio sobre la concepción sueca del derecho de emisión como instrumento financiero, *vid.* el Anexo 4 de SOU 2004:62 *Handlaförbättrings klimat - handel med utsläppsrätter 2005-2007 m.m.*, «Är utsläppsrätter finansiella instrument?», (disponible en <http://www.regeringen.se/content/1/c6/02/26/03/18e6a4b0.pdf>).

(60) El Proyecto de Ley para el comercio de derechos de emisión (*Pr. 2004/05:18, Handel med utsläppsrätter II*) estableció que dichos derechos cumplieran los requisitos para ser considerados instrumentos financieros, de conformidad con lo dispuesto en el Capítulo 1 sección 1 de su Ley del Mercado de Valores (*Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument*). De esta forma, en Suecia los derechos de emisión son contemplados como libremente negociables y sujetos a negociación financiera.

(61) Este cuerpo normativo comprende la Ley sueca del Mercado de Valores (*Lagen om handel med finansiella instrument, SFS 1991:980*), la Ley de negociación de valores (*Lagen om värdepappersrörelse, SFS 1991:981*), la Ley de mercados regulados y compensación (*Lagen om börs- och clearingsverksamhet, SFS 1992:543*), y la Ley de abuso de información privilegiada (*Lagen om insiderstrafflagen, SFS 2000:1086*).

(62) Sobre el régimen jurídico de la negociación de derechos de emisión en Suecia, *vid.* UPSTON-HOOPER, K., ANTONEN, K., MEHLING, M. y PERRELLS, A., *op. cit.*, pp. 173-206.

Las plataformas de negociación de derechos serían, en consecuencia, objeto de la regulación por el Derecho del mercado de valores sueco⁽⁶³⁾.

De otro lado, la aproximación del Ordenamiento francés al derecho de emisión como instrumento financiero ha tenido su causa en los problemas de fraude en el IVA de las transmisiones de derechos de emisión en la Unión Europea⁽⁶⁴⁾. Las soluciones de política legislativa adoptadas muy recientemente para responder a dicho fraude fiscal por parte de los Estados miembros no son unitarias⁽⁶⁵⁾. A nuestro entender la reacción de Francia a los supuestos de fraude del IVA en las operaciones con derechos de emisión resulta la solución más coherente con la naturaleza jurídica del derecho de emisión y su régimen de negociación⁽⁶⁶⁾. En tanto en cuanto se constata que los derechos

(63) Sin embargo, en la práctica, Suecia no cuenta hasta el momento con ninguna plataforma de negociación de derechos de emisión. Es una plataforma noruega, *Nord Pool*, la que desarrolla la negociación de instrumentos financieros sobre electricidad en los países escandinavos, además de derechos de emisión. Esta plataforma cuenta con autorización para actuar como mercado bajo la legislación noruega.

(64) Dicho fraude, detectado en la plataforma de negociación de derechos de emisión *Powernext*, consistía básicamente en la adquisición por una sociedad de un Estado miembro —sociedad compradora— de grandes volúmenes de derechos de emisión de otra sociedad —vendedora— radicada en un Estado miembro distinto. Según las reglas de localización en materia de prestaciones de servicios, la sociedad vendedora no debe repercutir IVA por entenderse realizada la compraventa en el Estado del domicilio social de la mercantil adquirente. La sociedad adquirente no procedía a autorrepercutirse el IVA ni a ingresarlo en la Hacienda Pública. Ahora bien, en una posterior compraventa de los mismos derechos de emisión, procedía a repercutir el IVA correspondiente al tercer adquirente, sociedad que sí solicitaba la deducción del IVA soportado. Finalmente la sociedad primero adquirente y después vendedora de derechos de emisión se extinguía o era declarada en concurso, con el consiguiente perjuicio para la Hacienda del Estado miembro correspondiente. Cfr. BILBAO ESTRADA, I. y RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., «IVA y derechos de emisión: especial referencia a su utilización como instrumento de fraude», *Crónica Tributaria*, núm. 136, 2010, p. 66.

(65) Las soluciones de política legislativa adoptadas por los Estados miembros para responder al llamado fraude intracomunitario del operador desaparecido (*missingtraderintra-communityfraud*) cubren un amplio abanico que ampara desde la aplicación de un tipo de gravamen del 0% —v. gr. solución adoptada por Inglaterra—, a la declaración de la exención en el IVA de la transmisión de derechos de emisión —v. gr. caso francés— e incluso la inversión del sujeto pasivo en las operaciones anteriores —v. gr. solución adoptada por Holanda—. Cfr. BILBAO ESTRADA, I. y RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., «IVA...», *op. cit.*, pp. 68-73. La adopción de estas medidas de carácter unilateral por los Estados miembros de la Unión Europea para evitar dicho fraude suscita reparos para parte de la doctrina por ser el IVA un impuesto armonizado. Cfr. ANÍBARRO PÉREZ, S., «El mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero y el Impuesto sobre el Valor Añadido», en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado europeo de derechos de emisión. Balance de su aplicación desde una perspectiva jurídico-pública (2008-2012)*, Valladolid, 2010, p. 133.

Concretamente, la solución adoptada por España ha consistido en la inversión del sujeto pasivo del IVA para las transmisiones de derechos de emisión. Tal medida ha sido establecida en la Disposición Final tercera de la Ley 11/2009, de 26 octubre, que regula las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

(66) La Instrucción 3 L-1-09, de 10 de junio, de la Dirección General de Finanzas Públicas francesa (Boletín Oficial de Impuestos núm. 58, de 11 de junio de 2009) relativa al régimen aplicable a los derechos de emisión en el IVA, dispone el régimen del impuesto aplicable a los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. El Apartado B de dicha Instrucción establece:

de emisión cuentan con las características de los instrumentos financieros, el legislador francés entiende que las transmisiones de los mismos, si bien son prestaciones de servicios en principio sujetas al impuesto, se encuentran exentas de IVA⁽⁶⁷⁾. De esta forma, el Estado francés ha adoptado una solución a los supuestos de fraude de IVA desde una aclaración expresa de la naturaleza jurídica de los derechos de emisión⁽⁶⁸⁾.

«BULLETIN OFFICIEL DES IMPÔTS
N.º 58 du 11 JUIN 2009

DIRECTION GÉNÉRALE DES FINANCES PUBLIQUES INSTRUCTION DU 10 JUIN 2009
3 L-1-09

TAXE SUR LA VALEUR AJOUTÉE. RÉGIME APPLICABLE AUX QUOTAS D'ÉMISSION
DE GAZ À EFFET DE SERRE. (C.G.I., art. 261 C. 1º) NOR : ECE L 0930008 J

(...) B. RÉGIME APPLICABLE EN MATIÈRE DE TVA

4. Les quotas d'émission et les unités de réduction des émissions constituent des biens meubles incorporels.

La cession de ces droits constitue une prestation de services située dans le champ d'application de la TVA lorsqu'elle est effectuée à titre onéreux par un assujétié assujétié en tant que tel (code général des impôts, article 256).

5. À l'instar d'instruments financiers dérivés, les quotas d'émission et les unités de réduction font aujourd'hui l'objet de transferts sur des marchés publics de négociation et d'échange. Aussi, il y a lieu de considérer que les opérations portant sur ces droits bénéficient de l'exonération mentionnée à l'article 261.C.1º sous e) concernant les opérations, autres que la garde et la gestion, portant sur les titres.

6. Ainsi, les cessions, au comptant ou à terme, de gré à gré sur un marché de négociation, de quotas d'émission et d'unités de réduction des émissions, ainsi que les prestations de négociation portant sur ces droits, sont exonérées de la TVA.

(67) En el apartado B de la Instrucción 3 L-1-09, de 10 de junio, de la Dirección General de Finanzas Públicas francesa, los derechos de emisión y CER son calificados de «bienes muebles incorporeales». La cesión de los derechos de emisión constituye una prestación de servicios sujeta a IVA, siempre que sea realizada a título oneroso por un sujeto pasivo que actúe como tal, en virtud del artículo 256 del Código General de Impuestos francés (*Code Général des Impôts, article 256*). Hasta ese punto, la interpretación del Derecho francés no es novedosa. Sin embargo inmediatamente a continuación se indica que, en tanto que instrumentos financieros derivados, los derechos de emisión son objeto de transferencia en mercados públicos de negociación e intercambio. Además, se establece que procede considerar que las operaciones de estos derechos se benefician de la exención mencionada en la letra e) del artículo 261.C.1 (del Código General de Impuestos) sobre las operaciones, excepto el depósito y gestión, sobre los títulos. Finalmente se concluye que las cesiones, en efectivo o a plazo, bilaterales o en un mercado de negociación, de derechos de emisión y de CER, y las prestaciones de negociación sobre dichos derechos, están exentas de IVA.

(68) Pese a lo expuesto, debemos señalar que a nivel comunitario la solución adoptada para el fraude del IVA en el comercio de derechos de emisión es distinta a la francesa. Recientemente el Consejo de la Unión Europea ha adoptado la Directiva 2010/23/UE del Consejo, de 16 de marzo, por la que se modifica la Directiva 2006/112/CE, relativa al sistema común del impuesto sobre el valor añadido, en lo que respecta a la aplicación optativa y temporal del mecanismo de inversión del sujeto pasivo a determinadas prestaciones de servicios susceptibles de fraude. Señala el legislador comunitario, en el considerando 2 de la Directiva 2010/23/UE, que «dada la gravedad del fraude al IVA, procede permitir a los Estados miembros que apliquen, con carácter temporal, un mecanismo en virtud del cual la obligación de pagar el IVA se traspare a la persona destinataria de la transferencia de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, tal como se definen en el artículo 3 de la Directiva 2003/87/CE, y otras unidades que puedan utilizar en cumplimiento de la misma Directiva». Como se puede observar, se trata de una propuesta de inversión del sujeto pasivo en el IVA para las transmisiones de derechos de emisión y otras unidades de Kioto de carácter «optativo y temporal», es decir, voluntaria para los Estados miembros —*vid.* el Considerando 7 y el artículo 2 de la Directiva 2010/23/UE— y limitada temporalmente en su práctica desde su posible adop-

Por su parte, el Derecho rumano ha sido cambiante en su calificación del derecho de emisión y del mercado en el que se negocia. En abril del 2009, la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios de Rumanía o *Comisia Națională a Valorilor Mobiliare* (en adelante, CNVM) declaró, mediante la Notificación número 18/16.04.2009, que los derechos de emisión eran instrumentos financieros y la legislación aplicable a los mismos y su negociación era la que regula el mercado de capitales en Rumanía⁽⁶⁹⁾. Esto fue objeto de numerosas críticas al suponer en la práctica que sólo 38 miembros autorizados pudiesen realizar transacciones de derechos de emisión en Rumanía, y que otras sociedades sólo pudiesen acceder a tal mercado previa adquisición de la condición de miembro de la Bolsa Monetario-Financiera y de Materias Primas Sibiu o *Bursa Monetară Financiară și de Marfuri Sibiu* (SIBEX). La respuesta a dichas críticas fue la de adoptar una decisión de política legislativa opuesta sólo dos meses más tarde. En ese sentido, la Decisión número 897/02.06.2009 de la CNVM ha suspendido las disposiciones de la Notificación número 18/16.04.2009, si bien los observadores del mercado manifiestan que dicha opción podría ser revocada volviéndose al reconocimiento del derecho de emisión como instrumento financiero⁽⁷⁰⁾.

ción por cada Estado hasta el 30 de junio de 2015 —*vid.* el artículo 1—. De esta forma se introduce el artículo 199 *bis* en la Directiva 2006/112/CE indicándose que, hasta el 30 de junio de 2015 y por un período mínimo de dos años, los Estados miembros podrán establecer que el deudor del IVA sea el sujeto pasivo destinatario de la transferencia de derechos de emisión y otras unidades de Kioto. Con el establecimiento de un plazo de funcionamiento de la medida adoptada, el legislador pretende comprobar los resultados beneficiosos o negativos de la misma, con el fin de establecer su aplicación imperativa e indefinida o bien acordar su supresión. Ello queda demostrado por la evidente voluntad de la Unión de obtener informes de evaluación del mecanismo adoptado sobre las actividades de fraude de IVA en los Estados miembros. Expresamente se establece que, con objeto de evaluar el efecto de la aplicación del mecanismo sobre las actividades fraudulentas de forma transparente, procede que los Estados miembros presenten un informe de evaluación de la aplicación del mecanismo, a fin de permitir valorar su eficacia —*vid.* los Considerandos 4 y 5 y los apartados 2 y 3 del artículo 199 *bis* de la Directiva 2010/23/UE—. Pero la obligación de información no queda limitada al Estado miembro que haya optado voluntariamente por la inversión del sujeto pasivo del IVA en estos supuestos, el Estado que detecte un desplazamiento de las tramas fraudulentas en su territorio debe elaborar un informe al respecto, haya o no optado por la medida de inversión —*vid.* el Considerando 6—. De esta forma, el apartado 4 del artículo 199 *bis* prevé que todo Estado miembro que a partir de la entrada en vigor de la Directiva 2010/23/UE haya detectado en su territorio un desplazamiento de las tramas fraudulentas en relación con las transmisiones de derechos de emisión y otras unidades de Kioto presentará a la Comisión, a más tardar el 30 de junio de 2014, un informe al respecto.

(69) De acuerdo con el artículo 3 de la Ley 297/2004 sobre el mercado de capitales de dicho país (*Legea nr. 297/2004, privind piața de capital*), los servicios de inversión para instrumentos financieros sólo podían ser prestados por intermediarios profesionales definidos en el artículo 2 de la Ley, es decir, (i) por las empresas de servicios de inversión autorizadas por la CNVM, (ii) por las entidades de crédito autorizadas por el Banco Nacional de Rumanía o Banca Națională a României (en adelante, BNR) de acuerdo con las leyes bancarias aplicables y (iii) por entidades de tal naturaleza autorizadas para prestar servicios de inversión en Estados miembros o no miembros de la Unión Europea, de conformidad con las previsiones de la propia Ley 297/2004. En consecuencia, la decisión referida de la CNVM de considerar al derecho de emisión como instrumento financiero impedía negociar con dichos derechos a las empresas extranjeras que no fueran miembros del único mercado autorizado para negociar con derechos de emisión, la Bolsa Monetario-Financiera y de Materias Primas Sibiu o *Bursa Monetară Financiară și de Marfuri Sibiu* (SIBEX).

(70) Sobre el mercado de derechos de emisión en Rumanía, *vid.* INTERCAPITAL INVEST, 2009 *Romanian Capital Market Overview*, 2009, pp. 1-24; y THOMSON, N., «Tax Fraud from Emissions Tra-

Aún más relevante que el Derecho comparado expuesto resulta la consideración del derecho de emisión como instrumento financiero en el Derecho comunitario todavía no vigente. La Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 656 final], así como la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 652 final] establecen el carácter de instrumento financiero del derecho de emisión.

La fundamentación jurídica de tal carácter financiero es idéntica en ambas propuestas normativas y se establece en términos de oportunidad o funcionalidad. Al constatar que los mercados secundarios al contado de derechos de emisión de la Unión Europea se encuentran sin regular, y habiéndose producido en los mismos una serie de prácticas fraudulentas que podrían minar la confianza en el régimen de comercio de derechos de emisión, las Propuestas someten tales mercados de derechos de emisión a la normativa sobre mercados financieros. De esta forma el legislador comunitario pretende elevar de forma notable el grado de seguridad del mercado de contado de derechos de emisión, garantizando la coherencia con las normas que ya se aplican a los derivados de derechos de emisión de la Unión Europea. Como consecuencia de la regulación propuesta, tanto los mercados de contado como los de derivados de derechos de emisión responderían a un órgano de supervisión único.

La fundamentación jurídica expuesta, plasmada en el Considerando noveno del texto de la Propuesta de Directiva, encuentra su reflejo en la inclusión del derecho de emisión en el listado de instrumentos financieros de la Sección C del Anexo I del referido texto. Concretamente, el derecho de emisión se introduce en un epígrafe propio del listado de instrumentos financieros, el undécimo, bajo la siguiente redacción «Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE (Régimen de comercio de derechos de emisión)».

En consonancia con la inclusión del derecho de emisión en el listado de instrumentos financieros de la Propuesta de Directiva, la Propuesta del Reglamento anteriormente referido, en su Considerando trigésimo séptimo, establece la necesidad de reforzar la integridad y proteger el funcionamiento eficaz de los mercados de derechos de emisión, integrándolos en el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, de operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Consecuentemente, se aplican los requisitos de transparencia pre y post negociación a los mercados de contado de derechos de emisión —artículos 7, 9 y 10 referidos a la transparencia para los centros o sistemas de negociación y artículos 17 y 20 referidos a la transparencia para las empresas de inversión—.

ding in the European Union», *Pacific Institute for Climate Solutions Briefing Notes*, núm. 2, 2010, pp. 1-5. Consúltese también la página web de la Comisión Nacional de Valores de Rumania o *Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*, <<http://www.cnvmr.ro/>>, entre otras.

Las Propuestas de Directiva y Reglamento citadas se encuentran pendientes de negociación y aprobación por el Parlamento y el Consejo Europeos a la fecha de elaboración del presente trabajo. Su futura aprobación en los términos anteriormente expuestos supondría un hito legislativo que aportaría seguridad jurídica a la regulación de los derechos de emisión y del mercado en el que se negocian, redundando en una mayor eficacia del régimen de comercio de emisiones de la Unión Europea y avalando la tesis que mantenemos en este estudio.

V. POSIBLE CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN COMO VALOR NEGOCIABLE EN CUANTO QUE TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO

En la consideración del derecho de emisión en cuanto instrumento financiero, se plantea la cuestión añadida de si tales derechos podrían ser además subsumidos en la noción de valor negociable. Ello se debe a que el instrumento financiero es la supracategoría en la que se enmarca el tipo específico de instrumento que es el valor negociable.

Partiendo del concepto legal del valor negociable, establecido en el apartado 1 del artículo 2 de la LMV, deberemos determinar si el derecho de emisión es un derecho de contenido patrimonial y si, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, es susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Con respecto a la naturaleza jurídica del derecho de emisión hemos indicado en el epígrafe inmediatamente anterior que el mismo es concretamente un derecho subjetivo, por previsión legal expresa en virtud de lo dispuesto en el apartado a) del artículo 2 de la Ley 1/2005. Cumple por tanto el derecho de emisión con este aspecto de la configuración básica del valor negociable puesto que, a diferencia de otros instrumentos financieros como son los instrumentos financieros derivados⁽⁷¹⁾, el derecho de emisión no tiene naturaleza contractual.

Entendiendo que el instrumento financiero derivado, pese a su heterogeneidad⁽⁷²⁾, tiene naturaleza contractual mientras que el valor negociable es un derecho autónomo

(71) DÍAZ RUIZ califica a los instrumentos financieros derivados de «contratos por virtud de los cuales dos partes acuerdan: (a) que una entregará a la otra unas determinadas unidades de un activo subyacente a cambio de la recepción de una cantidad de dinero, o de un número de unidades de otro activo subyacente, en una fecha futura, pero habiéndose predeterminado en la fecha de celebración del contrato las cuantías de los distintos activos o en su caso, la cuantía en efectivo que cada una de las partes está obligada a entregar; o (b) que una de las partes entregará a la otra una cantidad en efectivo que será el resultado de comparar el valor de mercado de unas determinadas unidades o cantidad de un activo subyacente con el valor para dicho activo pactado en la fecha de celebración del contrato». *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 2, 2008, p. 152.

(72) Sobre los instrumentos financieros derivados, *vid.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., «Los mercados...», *op. cit.*, p. 372, para quien:

«Con todo, la Ley ha trascendido lo que podemos denominar extensión *natural* de su ámbito (derivados financieros negociables en régimen de mercado), y lo ha llevado hasta comprender otras transaccio-

del contrato del que emana⁽⁷³⁾, calificamos al derecho de emisión de distinto del instrumento derivado. Si bien existen y se negocia con derivados sobre derechos de emisión, el derecho mismo es el subyacente sobre el que se constituyen otros instrumentos financieros que tienen como finalidad básica minimizar los riesgos derivados de la alta volatilidad del precio del derecho de emisión. El derecho de emisión no tiene por función el traslado, gestión o reasignación del riesgo entre los contratantes, ni pretende permitir operaciones a plazo o a término sobre activos subyacentes. No es por tanto un instrumento financiero cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otros activos y cubre el riesgo financiero y de mercado originado por los cambios en los tipos de interés y en el precio de las materias primas. Como decimos el derecho de emisión es el subyacente de otros instrumentos financieros derivados, careciendo de naturaleza contractual.

En segundo lugar, ya hemos indicado anteriormente que el derecho de emisión es un derecho de contenido patrimonial, si bien con una cierta especialidad. Además del origen y función ambiental del derecho de emisión, se podría considerar como una objeción a la tesis propuesta la tradicional configuración del valor negociable como derecho de crédito derivado de una previa inversión. El derecho de emisión no se corresponde con el esquema de crédito surgido frente a la entidad emisora y receptora de la transferencia patrimonial del sujeto. La naturaleza jurídica del derecho de emisión es especial, por su función ambiental, y por tanto no responde de forma estricta a la tradicional clasificación de los derechos subjetivos. Sin embargo, ello no obstaría para entender que, al igual que el titular de una acción cotizada es titular de derechos económicos consistentes en el reparto de dividendos, el derecho a la cuota resultante de la liquidación, etc.; el titular del derecho de emisión tendrá como facultad económica derivada del mismo la emisión de una tonelada equivalente de CO₂ a la atmósfera.

En tercer lugar, el derecho de emisión se configura en la Ley 1/2005 como un derecho libremente transmisible y, si bien no se dispone expresamente en la norma re-

nes que progresivamente se distancian de las que constituyen su núcleo o médula, impidiendo, en suma, concebir a los «instrumentos financieros» como una categoría homogénea. Así ocurre con los contratos de derivados financieros que *no son objeto* de negociación en un mercado secundario (por ej., *frapsy swaps*) y los *contratos de cualquier tipo*, incluso sobre derivados no financieros, pero que se negocien o sean susceptibles de serlo en un mercado secundario (v. gr., contratos y mercados de derivados sobre materias primas) (art. 2.II). Sin duda, esta extensión adicional puede representar o suponer el inconveniente de una menor incidencia o eficacia normativa de las reglas previstas por la Ley para los valores negociables, que habrán de aplicarse «con las adaptaciones precisas», aunque a favor del criterio legislativo puede argüirse que, al menos, permite someter ciertas transacciones que, no obstante su singularidad, presentan cierta conexión con los mercados de valores o con los activos financieros, a unas mismas bases y, desde luego, a la función supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

(73) *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., *op. cit.*, p. 148, para quien:

«Es decir, que a diferencia de los valores, en que nos encontramos ante derechos (que en muchos casos habrán tenido su origen en un contrato), cuando hablamos de instrumentos derivados nos encontramos siempre ante contratos, con al menos dos partes vinculadas hasta que el contrato se extinga».

En el mismo sentido que el anterior, *cfr.* GALLEGO SÁNCHEZ, E., «Mercados y contratos de futuros y opciones», en AA.VV. (dir. CALVO CARAVACA, A.L. y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.), *Contratos Internacionales*, Madrid, 1997, p. 242.

ferida, es susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero. La negociabilidad del derecho de emisión es manifiesta puesto que, como señala SÁNCHEZ ANDRÉS refiriéndose a los valores negociables, es apto para la negociación en un mercado de funcionamiento público y permanente vinculado al carácter sustituible o fungible de los bienes que en él se negocian⁽⁷⁴⁾, como es la plataforma de negociación de derechos de emisión. La negociación del derecho de emisión es impersonal — las características de los contratantes no son relevantes—, es generalizada —permite un volumen continuo y consistente de operaciones—, y se realiza en un mercado — en plataformas electrónicas de negociación de derechos de emisión como mecanismo organizado de concentración de ofertas y demandas—. La índole financiera de estas plataformas o mercados se deriva de su función de medio para invertir y desinvertir fácilmente, y no tanto de la función de financiación que se predica de los mercados secundarios oficiales⁽⁷⁵⁾.

La tesis de considerar al derecho de emisión como valor negociable podría venir amparada por la progresiva ampliación del contenido del concepto valor negociable en los distintos Ordenamientos jurídicos. Como ha indicado RECALDE CASTELLS, el concepto que sirve para delimitar el Derecho del mercado de valores abarca cada vez más supuestos. En la praxis de los mercados financieros ha surgido la necesidad de extender la aplicación del Derecho del mercado de valores a nuevos tipos de inversión que, surgidos en la práctica, posteriormente han sido amparados dentro de la categoría de los valores negociables⁽⁷⁶⁾. La existencia de valores innominados o atípicos es fruto, tanto de la autonomía de la voluntad y de la preocupación de los emisores de obtener mayores recursos, como del propósito de dichos emisores de evitar la normativa rígida y los controles existentes respecto a los valores negociables típicos⁽⁷⁷⁾. Esta práctica económica, tendente a la creación de nuevos objetos de negociación en mercados de

(74) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Valores negociables...», *op. cit.*, p. 29.

(75) Cfr. CENTENO HUERTA, L., «Régimen...», *op. cit.*, p. 484.

(76) Vid. RECALDE CASTELLS, A. J., «Los «valores...», *op. cit.*, pp. 107-109, para quien:

«Por esta razón, el moderno Derecho del mercado de valores europeo, siguiendo los pasos marcados desde los años 30 por la *securities regulation* estadounidense, acabará paulatinamente despreciando los criterios formales al definir el valor negociable relevante para individualizar el ámbito de la disciplina y se ocupará, por el contrario, de rasgos sustanciales que atienden a la función económica y a los fines de la operación de inversión. En efecto, tanto los ordenamientos que han tratado de este asunto con mayor rigor dogmático como aquellos más analíticos en los que la evolución jurídica es fruto de un proceso de decantación casuística de nuevas situaciones, permiten apreciar cómo el concepto que sirve para delimitar el Derecho del mercado de valores abarca cada vez más supuestos. En particular se tiende a no condicionar la aplicación de esta disciplina a la utilización de un instrumento técnico englobable en la vieja noción de «valor mobiliario», entendida como subcategoría de la más amplia de título-valor».

(77) Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho...*, *op. cit.*, p. 154, para quien:

«La creación de valores negociables se rige por el principio general del Derecho privado de autonomía de la voluntad y el particular, del Derecho del mercado de valores, de libertad de emisión (art. 25 LMV). El derecho a emitir comprende la libre determinación del contenido de los valores negociables, cumpliendo los requisitos de homogeneidad y negociabilidad. El emisor puede separarse de los tipos legales conocidos en Derecho y crear valores atípicos respetando, en todo caso, las normas imperativas del Derecho de las obligaciones y contratos.

carácter financiero, ha venido amparada por el criterio elástico o criterio de atipicidad que el legislador ha seguido para la delimitación de los conceptos instrumento financiero y valor negociable. Este criterio se ha definido por FERNÁNDEZ DEL POZO como «la existencia de ciertos valores respecto de los cuales el ordenamiento no predispone un determinado régimen jurídico típico»⁽⁷⁸⁾, y encuentra como manifestación la técnica de listado *numerus apertus* utilizada tanto en la LMV como en la restante normativa financiera vigente.

Si bien la creación del derecho de emisión sirve a fines de naturaleza ambiental —la obtención de la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera de forma económicamente eficiente, que no coincide exactamente con la captación de fondos del público para la financiación de una actividad empresarial—, lo cierto es que el legislador ha querido que el derecho de emisión sea negociable de forma impersonal y masiva —de ahí su forma de representación mediante anotaciones en cuenta—. En esta línea la Directiva 2009/29/CE prevé fomentar la asignación de los derechos de emisión mediante el método de subasta, de tal forma que exista un desplazamiento patrimonial del inversor en derechos de emisión a favor de la Autoridad pública —con carácter análogo al Mercado de Deuda Pública— en lo que podríamos calificar de incipiente mercado primario de asignación de derechos de emisión. En definitiva, los fines propuestos por el sistema general de comercio de derechos de emisión no obstan para que el derecho sea actualmente un producto financiero disponible para cualquier inversor —sujeto-instalación, operador aéreo o sujeto-no-instalación— a través de las denominadas por algunos «Bolsas» de emisiones. Nos encontraríamos así ante un posible valor negociable atípico, no incluido expresamente en la enumeración del artículo 2 de la LMV, si bien con un origen ambiental peculiar, pero con rasgos muy similares a los instrumentos típicos⁽⁷⁹⁾.

Pese a lo anteriormente expuesto, el Derecho comunitario todavía no vigente no conceptúa al derecho de emisión como valor negociable, sino exclusivamente como instrumento financiero. La Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [Bruselas, 20.10.2011,

(...) Es una relación abierta (se refiere a la enumeración legal de los tipos de valores negociables) que comprende junto a los valores tradicionales, otros innominados o atípicos. Se respeta la originalidad en la búsqueda de financiación en el mercado de valores».

(78) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad...», *op. cit.*, p. 1.852; y *El fortalecimiento de recursos propios*, Madrid, 1992, p. 81. En el mismo sentido, *cfr.* DE CARLOS BERTRÁN, L. y FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., *El Derecho...*, *op. cit.*, Madrid, 1992, p. 433.

(79) En tanto en cuanto el derecho de emisión sea considerado como un valor negociable, el régimen jurídico del mismo será en consecuencia el del valor anotado en cuenta. Este régimen es especial o propio y, como afirma MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, en el mismo se reconocen dos claras fuentes de inspiración: el sistema de los títulos-valores y el sistema inmobiliario registral. *Cfr.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores...*, *op. cit.*, p. 157. Este autor realiza una interesante clasificación de la doctrina más autorizada en materia de valores anotados en cuenta como «titulistas» y «registralistas», según el debate abierto acerca de la fundamentación del régimen de tales valores. *Cfr.* «Los Registros...», *op. cit.*, pp. 55-59.

COM(2011) 656 final] dedica un epígrafe específico del listado de instrumentos financieros —el undécimo de la Sección C del Anexo I— al derecho de emisión, por lo que un análisis exegético de tal norma nos indica que el legislador comunitario no considera al derecho de emisión como incluido en la categoría de valor negociable, a la que se dedica el epígrafe primero de la Sección C del referido Anexo.

Sea como fuere, la consideración del derecho de emisión como instrumento financiero o, específicamente, como valor negociable no desvirtuaría el necesario sometimiento de las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión al Derecho del mercado de valores por razón del objeto negociado en ellas, puesto que conforme al artículo 1 de la LMV se trataría en todo caso de un sistema de negociación de instrumentos financieros. Ahora bien, la calificación de valor negociable del derecho de emisión implicaría que la aplicación del régimen previsto en la LMV para tales valores se derivara para el derecho de emisión sin las adaptaciones que, en virtud de lo previsto en el artículo 2 *in fine* de la LMV, son admitidas en el caso de los instrumentos financieros distintos de los valores.

VI. CONCLUSIÓN

La legislación comunitaria y española no nos brindan la noción de instrumento financiero, sino una aproximación meramente casuística formada por un listado *numerus apertus* de realidades que ostentan tal condición.

Ante la indefinición legal, acudiendo a la aportación doctrinal del concepto de instrumento financiero, podemos afirmar que el derecho de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera se podría subsumir en tal categoría por ser un derecho de contenido patrimonial, que se representa mediante anotaciones en cuenta y que es negociado en la actualidad en España, de forma masiva e impersonal, a través de una plataforma electrónica creada a tal efecto —SENDECO₂—.

La consideración del derecho de emisión como instrumento financiero tiene su reflejo en una parte minoritaria de la doctrina española, así como en Derecho comparado europeo —concretamente en los Ordenamientos jurídicos sueco, francés y rumano— y en el Derecho comunitario todavía no vigente —Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 656 final] y Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 652 final]—.

En nuestra opinión, el derecho de emisión podría ser subsumible además en la *species* valor negociable como tipo específico del *genus* instrumento financiero, por presentar las características que se indican en el concepto legal de valor negociable —apartado 1 del artículo 2 de la LMV—, estando agrupado en emisiones y careciendo de carácter contractual. El derecho de emisión no tiene por función el traslado, gestión o

reassignación del riesgo entre los contratantes, ni pretende permitir operaciones a plazo o a término sobre activos subyacentes, por lo que no es un instrumento financiero derivado sino el subyacente de otros instrumentos financieros derivados que actualmente se negocian en los mercados europeos.

Sin embargo, la normativa comunitaria en tramitación no contempla al derecho de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera como valor negociable, en cuanto que tipo de instrumento financiero. En cualquier caso, la novedosa tesis consistente en considerar al derecho de emisión como instrumento financiero viene amparada por la progresiva ampliación del contenido de tal concepto en los distintos Ordenamientos jurídicos, al existir la necesidad de extender la aplicación del Derecho del mercado de valores a nuevos tipos de inversión que, surgidos en la práctica, posteriormente requieren seguridad en su régimen jurídico. Éste sería el caso del derecho de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera.

En definitiva, del sistema de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera, creado por el Protocolo de Kioto como mecanismo de flexibilidad tendente a la reducción de la contaminación atmosférica de la manera más eficiente, ha surgido un novedoso instrumento financiero que pronto será expresamente reconocido como tal en nuestro Ordenamiento.

DERECHO DE SOCIEDADES Y PATRIMONIO NETO TRAS LA RESERVA DE REVALORIZACIÓN DE LA LEY 16/2012, DE 27 DE DICIEMBRE

DR. RAFAEL JORDÁ GARCÍA

*Profesor Asociado de Derecho Mercantil. Universidad de Murcia
Abogado*

RESUMEN

La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, permite una nueva actualización de balances de las sociedades. Consecuencia de la misma es la contabilización en los fondos propios de una cuenta de reservas de revalorización, siendo la principal ventaja para las sociedades mercantiles reforzar patrimonialmente su balance. No obstante, deben conocerse las implicaciones y excepciones a la indisponibilidad temporal que se establece para dicha reserva hasta que sea libremente disponible y repartible, en particular respecto a aquellas operaciones societarias en las que juega un papel relevante el patrimonio neto del que forma parte la reserva de revalorización.

Palabras clave: *Revalorización contable, Reserva de Revalorización, Patrimonio Neto, Reserva indisponible, Balance, Derecho de Sociedades.*

ABSTRACT

The Law 16/2012 of 27 December, by means of which various tax measures targeting the consolidation of public finances and stimulation of economic activity are adopted, allows a new accounting revaluation of the company's balance sheets. The consequence of it is the accounting in the shareholders' equity of a revaluation reserve, being the main advantage for the trading companies the patrimony strengthen of their balance sheet. Nevertheless, one must know the implications and exceptions to the temporary unavailability established for the said reserve until it is freely available and can be distributed, particularly in regards to those corporate transactions in which it plays a significant role the net worth of which it is part the revaluation reserve.

Keywords: *Accounting revaluation, Revaluation reserve, Net worth, Unavailable reserve, Balance sheet, Corporate Law.*

SUMARIO

- I. LA EXCEPCIONALIDAD DE LAS REVALORIZACIONES CONTABLES.
- II. BALANCE AFECTADO POR LA ACTUALIZACIÓN.
 1. **Balance cerrado.**
 2. **Aprobación del balance.**
 3. **Cuenta de reservas de revalorización y efectos sobre el patrimonio neto.**

III. CONSECUENCIAS DE LA INDISPONIBILIDAD DE LA RESERVA RESPECTO DE LA NORMATIVA SOCIETARIA.

1. Reparto de dividendos.

2. Ampliación de capital con cargo a reservas.

3. Reducción de capital.

A) Reducción de capital para devolver aportaciones.

- a) Sociedad Anónima: Reducción de capital con cargo a reservas.
- b) Sociedad de Responsabilidad Limitada: Reserva indisponible del art. 332 LSC.
- c) Reducción de capital con restitución de aportaciones por importe superior al valor nominal amortizado: consecuencias sobre el patrimonio neto.

B) Reducción de capital para compensar pérdidas.

4. Separación de socios.

5. Emisión de obligaciones.

IV. CONSIDERACIONES FINALES.

I. LA EXCEPCIONALIDAD DE LAS REVALORIZACIONES CONTABLES

La normativa contable, salvo contadas excepciones, no permite la revalorización contable de activos aunque se pueda acreditar el mayor valor de los mismos⁽¹⁾. El criterio de su contabilización por el valor de adquisición o coste de producción sigue siendo el principio general aplicable (art. 38 c) Código de Comercio).

En consecuencia el valor contable o valor en libros no refleja el verdadero valor de una sociedad, cuestión incluso reconocida por la normativa societaria al referir el valor razonable⁽²⁾ de las acciones o participaciones como el que debe aplicarse respec-

(1) NAVARRO GALERA, A. y PÉREZ LÓPEZ, M.C. (La utilidad del valor razonable para las empresas constructoras), Rev. Partida Doble, núm. 220, abril 2010, p. 92) señalan que la imposibilidad de actualizar los valores contables no se ha visto afectada por la reforma contable (Ley 16/2007, de 4 de julio) pues la misma sólo ha permitido la revalorización contable, a su valor razonable, de determinados activos financieros y ha mantenido el criterio de mantener el «coste histórico para el inmovilizado material y para las inversiones inmobiliarias», si bien remarcan que «el art. 1 de la Ley 16/2007, siguiendo la Directiva 2001/65/CE, modifica el Código de Comercio incorporando el art. 38 bis, que deja abierta la posibilidad de que en un futuro pueda establecerse reglamentariamente la obligación de registrar por el valor razonable elementos patrimoniales distintos de los instrumentos financieros (criterio valorativo similar a las NIC 16 y NIC 40), siempre que dichos elementos sean valorados con carácter único de acuerdo con este criterio en los Reglamentos de la Unión Europea».

(2) La Resolución de la Dirección General de los Registros y el Notariado (RDGRN) de fecha 4-5-2005 (RJ 2005, 5539), reiterando la doctrina de resoluciones anteriores incide en que «el valor resultante

to a determinados derechos de los socios (derechos de separación y exclusión de socios⁽³⁾, determinación de la ecuación de canje en fusiones y escisiones⁽⁴⁾, etc.).

El legislador, en ocasiones, ha permitido la actualización de valores contables con carácter excepcional⁽⁵⁾ y cumpliendo determinados requisitos. De todas ellas la más reciente se autorizó en el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y de liberalización de la actividad económica⁽⁶⁾.

Contablemente, la actualización del balance «como operación destinada a convertir plusvalías implícitas en revalorizaciones explícitas (...) se caracteriza por la consecuente aparición de la correspondiente cuenta compensadora en el pasivo del balance, constituyendo una nueva reserva, la reserva de revalorización»⁽⁷⁾, que aun-

del balance no puede equipararse al valor real, ni hoy día al valor razonable, por cuanto la contabilización del balance está sujeta a una serie de principios, tales como la prohibición de incluir determinados elementos como puede ser el fondo de comercio no adquirido a título oneroso, o la obligación de hacerlo con otros elementos esenciales del activo por el precio de adquisición, y en general el de prudencia que si impide la inclusión de beneficios potenciales obliga a hacerlo con las pérdidas y los riesgos que tengan tal carácter y que si son lógicos en cuanto a otros fines de interés público, en especial la protección de los acreedores sociales, quiebran a la hora de proteger el derecho del socio a obtener el valor de su participación en la sociedad si se fija en atención a los datos contables».

(3) A falta de acuerdo entre la sociedad y el socio sobre el valor razonable de las participaciones sociales o de las acciones, o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, serán valoradas por un auditor de cuentas distinto al de la sociedad, designado por el registrador mercantil del domicilio social a solicitud de la sociedad o de cualquiera de los socios titulares de las participaciones o de las acciones objeto de valoración (art. 353 Ley de Sociedades de Capital (LSC), salvo que las acciones cotizasen en un mercado secundario oficial, en cuyo caso el valor de reembolso será el del precio medio de cotización del último trimestre.

(4) El art. 25 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles establece que «en las operaciones de fusión el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que participan en la misma debe establecerse sobre la base del valor real de su patrimonio», y al referir el balance de fusión establece que del mismo «podrán modificarse las valoraciones contenidas en el último balance en atención a las modificaciones importantes del valor razonable que no aparezcan en los asientos contables».

(5) Pese a la excepcionalidad de la revalorización, una vez permitida legalmente, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) ha interpretado, en la Consulta núm. 5 de su Boletín Oficial núm. 92/2012, que la actualización es compatible con el criterio de valoración de coste histórico e informa que «la nueva valoración dada a sus activos por una entidad en aplicación de lo dispuesto en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, esto es, por ministerio de la Ley, es un nuevo coste atribuido equiparable al precio de adquisición de dichos bienes», sin que se produzca por tanto cambio de criterio contable ni se vea afectado el principio de uniformidad.

(6) Desarrollado por el Real Decreto 2607/1996, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la actualización de balances regulada en el artículo 5 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, y en la disposición adicional primera de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre, de Medidas Fiscales urgentes de Corrección de la Doble Imposición interna intersocietaria y sobre Incentivos a la internacionalización de las Empresas. Respecto a los estudios de los que fue objeto citamos, por todos, ESTEBAN MARINA, A., «La actualización de balances en España», Ciss, Valencia, 1997, pp. 10 y ss.

(7) GARCÍA-MORENO GONZALO, J.M., «Actualización de Balances: Afloración y aplicación de reservas ocultas», en AA.VV. Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez (II), Coord. IGLESIAS PRADA, J.L., Civitas, 1996, p. 1861.

que sujeta a limitaciones temporales en su disponibilidad pasa a formar parte del patrimonio neto de la sociedad, reforzándolo. Por ello, la justificación esgrimida para autorizar una nueva actualización de balances, en la Exposición de Motivos de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, son «los efectos positivos que puede generar en el ámbito empresarial, al favorecer tanto la financiación interna como el mejor acceso al mercado de capitales», al resultar un balance más saneado de las empresas que se acojan a ella.

Por último, el acogimiento a la actualización de valores contables implica la consecuente carga tributaria, si bien no siendo el objeto de este trabajo analizar las implicaciones fiscales derivadas de la actualización de activos permitida, centraremos nuestro estudio en las implicaciones de la dotación de la reserva desde la perspectiva del derecho de sociedades.

II. BALANCE AFECTADO POR LA ACTUALIZACIÓN

1. Balance cerrado

El art. 9.3 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, establece que sólo se podrá actualizar el primer balance cerrado desde su entrada en vigor el 28 de diciembre de 2012⁽⁸⁾. Por balance cerrado se entiende, generalmente, el balance correspondiente al cierre del ejercicio social que se efectúa anualmente⁽⁹⁾, sin perjuicio de que no en todas las sociedades coincide con el año natural, lo que permitirá a las mismas disponer de más tiempo para analizar la procedencia de la actualización (dada la proximidad de la entrada en vigor de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, con el 31 de diciembre fecha de cierre de los ejercicios que finalizan sus ejercicios con el año natural).

El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) ha sido consultado⁽¹⁰⁾ sobre los plazos y actuaciones de los órganos sociales para llevar a cabo la actualización de balances, y ello porque la decisión sobre la conveniencia de la revalorización es un proceso que implica cálculos complejos y toma de decisiones tanto por el órgano de administración como por la Junta General en las sociedades mercantiles. La respuesta del referido Instituto ha sido indicar que suponiendo el cierre del ejercicio 2012 el 31 de diciembre de dicho año, en 2013 el órgano de administración deberá formular las cuentas anuales del ejercicio 2012 sin necesidad de incluir en el balance la rectificación de valores pero informando en la memoria de la situación en la que se encuentra el proceso de actualización. Posteriormente, la Junta General aprobará las Cuentas de 2012 y aprobará también la correspondiente actualización, «sin incluir, lógicamente,

(8) El mismo día de su publicación en el Boletín Oficial del Estado (D.F. 13.^a).

(9) Así lo entendía, también, con el Real Decreto-Ley 7/1996, ZAPATA CIRUGEDA, I., «La actualización de balances», *Carta Tributaria*, núm. 267, abril 1997, p. 3, para la que había que diferenciar sólo «dos situaciones dependiendo de que el ejercicio social coincida o no con el año natural».

(10) Boletín Oficial del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, núm. 92/2012, Consulta núm. 5.

la rectificación de valores». Y será en las cuentas del ejercicio cerrado en 2013 donde se reflejará ya el importe de la reserva de revalorización y todas las obligaciones de información en la Memoria⁽¹¹⁾.

La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, utiliza la expresión «primer balance cerrado» sin especificar que dicho cierre sólo se corresponde con el del ejercicio social. No obstante, dicha intención se deja entrever cuando se establece que la liquidación tributaria del 5% será exigible el día que se presente la declaración relativa al período impositivo al que corresponda el balance en el que constan las operaciones de actualización⁽¹²⁾. Pese a ello la normativa societaria contempla otros supuestos de cierre de un balance sin necesidad de cerrar un ejercicio (fusión, escisión, transformación, etc.)⁽¹³⁾, debiéndose resolver su consideración como balance objeto de actualización en el ámbito del derecho tributario, al que nos remitimos, en la medida en que procediera presentar una declaración relativa al período impositivo al que corresponda el balance cerrado en dichas operaciones.

2. Aprobación del balance

El art. 9.3 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, también establece como imprescindible que el balance actualizado sea aprobado por el órgano social competente que en el caso de las sociedades mercantiles es la Junta General de socios. Podrá, por tanto, ocurrir que el órgano de administración pretenda formalizar una actualización del balance y que la Junta General pueda rechazar la misma mediante la no aprobación del balance *ad hoc*⁽¹⁴⁾ que se presente con las operaciones de actualización.

(11) En el apartado 12 del art. 9 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, se establecen las menciones que deberán incluirse en la memoria de las cuentas anuales correspondientes a los ejercicios en que los elementos actualizados se hallen en el patrimonio de la entidad (criterios empleados y elementos patrimoniales afectados, importe de la actualización por elementos y efecto de la actualización sobre las amortizaciones, y movimiento durante el ejercicio de la cuenta reserva de revalorización y explicación de las causas justificativas de sus modificaciones).

(12) Para las sociedades mercantiles, en tanto que sujetas al Impuesto de Sociedades, el gravamen se autoliquidará e ingresará conjuntamente con la declaración de éste impuesto.

(13) Si una sociedad cierra sus ejercicios sociales el 30 de junio podría ocurrir que entre la fecha de entrada en vigor de la Ley 16/2012 y aquélla fecha participara en una fusión en la se utilizara como balance de fusión el de 31 de diciembre. Este último balance lo cerraría con posterioridad a dicha entrada en vigor y debería ser aprobado en un plazo máximo de seis meses desde la fecha del proyecto de fusión (arts. 30.2 y 37 LME), por ello cabe preguntarse si la actualización de su balance permitida debería hacerla no sobre el balance anual sino sobre ese balance de fusión. De forma similar, la adopción del acuerdo de transformación también exige un balance cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha prevista para la reunión de la Junta General, y el mismo deberá ser expresamente aprobado por ésta (art. 10 LME). De nuevo, si la sociedad cerrase su ejercicio en una fecha distinta a la finalización del año natural, podría darse la situación de que cerrara con antelación al cierre de su ejercicio social un balance para su transformación y aprobación incluso antes del cierre de su ejercicio social.

(14) El ICAC, en la consulta referida *supra*, señala que de la exigencia de aprobación por la Junta General del balance actualizado no se debe inferir la identidad entre el balance actualizado y el balance que debe incorporarse a las cuentas anuales «sino que la Junta General, en el supuesto de que opte por aco-

La necesidad de la aprobación del balance por la Junta General para poder acogerse a la actualización de valores contables puede perjudicar a aquellas sociedades que no puedan aprobar el balance actualizado por un bloqueo o paralización (v.gr. empate en las votaciones, falta de asistencia de socios suficientes o que puedan emitir votos favorables suficientes, etc.) de la Junta General. Aunque ello pudiera ser sintomático de que la sociedad se encuentre en causa de disolución obligatoria (art. 363.1.d LSC), la misma no podrá cumplir con el requisito de aprobación del balance actualizado por la Junta General con la pérdida del derecho a acogerse a la revalorización contable.

No resuelve la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, las consecuencias derivadas de la no aprobación del balance por la Junta General en el plazo fijado para las sociedades de capital (en el plazo máximo de seis meses desde el cierre del ejercicio —art. 164.1 LSC—). El art. 164.2 LSC señala que «la Junta General ordinaria será válida aunque haya sido convocada o se celebre fuera de plazo». Dicha aclaración, introducida en la redacción original del art. 95 LSA⁽¹⁵⁾, ha sido entendida por la doctrina como una solución para poner fin a la discusión sobre la impugnabilidad de las cuentas aprobadas fuera de plazo (incumplimiento que devendría insubsanable e irresoluble)⁽¹⁶⁾. No existen argumentos legales para que sean rechazadas aquellas actualizaciones en las que la junta ordinaria se celebre fuera de plazo si bien los administradores deberán siempre actuar con la suficiente diligencia para que la reunión pueda tener lugar en el plazo máximo de los seis meses referidos para evitar la responsabilidad en que pudieran incurrir si ello causa un daño a la sociedad, sus socios o los terceros.

3. Cuenta de reservas de revalorización y efectos sobre el patrimonio neto

El importe de las revalorizaciones que resulten de las operaciones de actualización contable se tiene que abonar a la cuenta «reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre» (art. 9.7). La misma forma parte de los fondos propios y, por tanto, del patrimonio neto del balance⁽¹⁷⁾ y su saldo no podrá tener carácter deudor, ni en

gerse a la revisión de valores, sólo podrá hacerlo en tiempo y forma; esto es, en el mismo plazo conferido para aprobar las cuentas del ejercicio 2012 y previa elaboración de un balance *ad hoc* de actualización».

(15) En virtud de la Disposición Final 1.ª Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España.

(16) La solución propuesta por la Ley 19/2005 era defendida por gran parte de la doctrina, por todos, URÍA GONZÁLEZ, R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y MUÑOZ PLANAS, «Tomo V La Junta General de Accionistas (Arts. 93 a 122 LSA) en AA.VV., Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles (Dir URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M.), Civitas, Madrid, 1991, que recogen el cambio jurisprudencial en la materia superando las tesis de que la posterior celebración era un acto contrario a ley e impugnabile, para admitir que aunque se le otorgue a la Junta celebrada fuera de plazo el carácter de extraordinaria la misma pueda examinar y aprobar las cuentas y que por tanto «las consecuencias de la convocatoria y celebración fuera de plazo deben limitarse a la posible responsabilidad en que puedan haber incurrido los administradores por su conducta negligente».

(17) El vigente Plan General de Contabilidad (PGC) no ha recogido una cuenta específica para las revalorizaciones contables como si hacía el anterior (1973) con la entonces cuenta 111 (Reservas de reva-

relación al conjunto de operaciones de actualización ni en relación a la actualización de algún elemento patrimonial⁽¹⁸⁾.

Dicha cuenta incrementa el saldo del patrimonio neto del balance lo que puede ayudar a remover la causa de disolución obligatoria por pérdidas que dejen reducido dicho patrimonio neto por debajo de la mitad del capital social (art. 363.1.e LSC). Se evitaría así el que los socios tengan que realizar nuevas aportaciones a la sociedad (cuando la reducción de capital para compensar pérdidas no fuera viable o suficiente⁽¹⁹⁾) mediante ampliación de capital u otras fórmulas (pese a la dicción legal se puede remover la causa de disolución obligatoria por pérdidas mediante las aportaciones de los socios para compensar pérdidas⁽²⁰⁾ o la formalización de préstamos participativos⁽²¹⁾).

Frente a la ventaja expuesta de ser instrumento para evitar la disolución obligatoria por pérdidas, la reserva resultante de la actualización de balances de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, se caracteriza por su indisponibilidad⁽²²⁾ temporal. Se establecen distintos hitos temporales para su disponibilidad:

lización). No impide ello que se pueda crear la cuenta contable correspondiente en el nuevo PGC con el respaldo de la Ley 16/2012. Pese a la omisión del actual PGC, éste ha corregido el error de sistemática del modelo de balance que en el anterior Plan reflejaba las reservas de revalorización de forma separada al resto de reservas contables.

(18) El incremento neto de valor resultante de las operaciones de actualización se amortizará a partir del primer período impositivo que se inicie a partir del 1 de enero de 2015 durante aquellos años que resten para completar la vida útil del elemento patrimonial en los mismos términos que corresponde a las renovaciones, ampliaciones o mejoras.

(19) La reducción de capital para compensar pérdidas no es viable cuando la sociedad tiene el capital mínimo legal o cuando siendo superior no lo es en la medida suficiente para compensar todas las pérdidas que se requieren para evitar la disolución obligatoria de la sociedad.

(20) Por todos, URÍA, R., MENENDEZ, A. y BELTRÁN, E. («Tomo XI, Disolución y Liquidación de la Sociedad Anónima», en AA.VV. *Comentario al régimen legal de las Sociedades mercantiles*, (Dir. URÍA, R., MENENDEZ, A. y BELTRÁN, E.), Ed. Civitas, Madrid, 2002, pp. 44-45) que indican, en sede de anónimas, extrapolable también a las SRL, que «aunque la Ley no lo diga, es posible también una reintegración del capital; la remoción de la causa de disolución consistente en este desequilibrio patrimonial puede conseguirse tanto actuando sobre la cifra de capital como sobre el valor del patrimonio neto». Dichas aportaciones lo son al patrimonio social y suponen un desembolso a realizar por todos o por parte de los socios, que a cambio no reciben participaciones sociales, ni se convierten en acreedores de la sociedad por el importe de la aportación efectuada que tiene por objeto eliminar pérdidas en el balance o incrementar el volumen de las reservas disponibles.

(21) Coincide que los préstamos participativos están regulados en el art. 20 del R.D. Ley 7/1996, que también recogía la última actualización de balances permitida (referida *supra*) y los mismos se consideran patrimonio neto a los efectos de la reducción de capital obligatoria por pérdidas (sólo en las SA) y de liquidación (debe entenderse disolución obligatoria por pérdidas) de sociedades previstas en la legislación mercantil. El legislador considera el préstamo participativo como patrimonio neto, aunque constituye una deuda para la sociedad, porque (i) no se puede amortizar anticipadamente (salvo que se acompañe de un incremento igual del patrimonio neto) y (ii) por el carácter subordinado de los mismos (para CATALINA LAPUENTE, J., «Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos», *Estrategia Financiera*, núm. 206, mayo 2004, p. 50, esta última característica «aproxima estos préstamos a los fondos propios (...) esta subordinación se convierte pues en otra garantía para los acreedores del prestatario»).

(22) Respecto a dicha indisponibilidad, VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.A., «Nivel de disponibilidad de los recursos de neto», *CEF Legal*, num. 110, Marzo 2010, p. 29. señala que «la legislación

1. El primero nace con la misma creación de la reserva al establecer que ésta es indisponible con las únicas excepciones que refiere el art. 9.10 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, al establecer que mientras no se haya comprobado y aceptado por la Administración el saldo de la cuenta, no se entenderá que se ha dispuesto de dicho saldo en los supuestos de (i) separación y exclusión de socios, (ii) de fusiones, escisiones, y operaciones asimiladas, y (iii) cuando lo establezca una norma de carácter legal.

2. El segundo momento temporal nace cuando el balance haya sido comprobado y aceptado por la Administración tributaria o haya transcurrido el plazo (tres años) para dicha comprobación, lo que permite que la reserva de revalorización pueda destinarse a la compensación de resultados contables negativos o a la ampliación de capital.

3. El tercer hito temporal que se regula es que deberán transcurrir diez años desde el cierre del balance en el que se reflejaron las operaciones de actualización para que la reserva de actualización pueda convertirse en reserva de libre disposición; si bien se remarca que las mismas sólo podrán ser objeto de distribución, directa o indirectamente, cuando los elementos patrimoniales actualizados estén totalmente amortizados, hayan sido transmitidos o dados de baja en el balance⁽²³⁾.

La indisponibilidad temporal de la reserva, por tanto, inicialmente y salvo las excepciones expresamente previstas, sólo permite sanear el balance. Una vez revisado su saldo (o transcurridos tres años sin que se haya realizado) la reserva de revalorización sólo puede destinarse a la compensación de pérdidas o a su capitalización, y sólo transcurridos diez años se puede reclasificar en reservas disponibles, si bien para que sean repartibles los elementos patrimoniales actualizados deberán estar amortizados, transmitidos o dados de baja. Nada prohíbe que pasados esos diez años la reserva pudiera ser destinada a otros fines, adicionales a la compensación de pérdidas y capitalización permitidas con anterioridad, como pudiera ser su reclasificación en la reserva del art.335 c) LSC que excluye el derecho de oposición de acreedores en la reducciones de capital en las SA o en la reserva indisponible del art. 332 LSC que excluye la responsabilidad de los socios en las SRL por la restitución de aportaciones, cuando resulta aplicable, supuestos ambos que analizaremos *infra*.

contable española no ha reservado una cuenta específica para las reservas indisponibles como ha realizado el ordenamiento francés; por el contrario, realiza un clasificación por naturaleza, sin considerar si una reserva es disponible o indisponible. La indisponibilidad de las reservas no está relacionada con las cuentas en las que se registran, sino con las consecuencias que se derivan de su regulación mercantil. Por tanto, es necesario observar las características que marca la ley para cada reserva y analizar los criterios de indisponibilidad en cada caso concreto».

(23) Se establece expresamente en el art. 9.10 que «la aplicación del saldo de la cuenta reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre a finalidades distintas de las previstas en este apartado o antes de efectuarse la comprobación o de que transcurra el plazo para la misma, determinará la integración del referido saldo en la base imponible del período impositivo en que dicha aplicación se produzca, no pudiendo compensarse con dicho saldo las bases imponibles negativas de períodos impositivos anteriores».

III. CONSECUENCIAS DE LA INDISPONIBILIDAD DE LA RESERVA RESPECTO DE LA NORMATIVA SOCIETARIA

Las reservas, entendidas en sentido estricto como los beneficios no repartidos, han sido consideradas una forma de autofinanciación de las sociedades que pueden evitar o reducir la necesidad de recurrir a la financiación externa⁽²⁴⁾.

Sin embargo, y aunque así se predica en la Exposición de Motivos de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, que señala que la reserva de revalorización favorece «la financiación interna», hemos de remarcar que, en la medida que dicha reserva no se origina por beneficios no repartidos, que puedan ser reinvertidos, sino por incremento del valor de los activos, la función de autofinanciación se consigue, en su caso, de forma indirecta, al mejorar el patrimonio neto del balance siempre que los acreedores otorguen al mismo la fiabilidad suficiente para contratar con la sociedad u otorgarle financiación adicional.

Analizada, *supra*, la ventaja de la reserva de revalorización para evitar, en su caso, la causa de disolución obligatoria por pérdidas, hemos de analizar que otras operaciones societarias se pueden ver afectadas por la existencia de tales reservas al objeto de conocer las implicaciones de acogerse a la actualización de balances prevista en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre.

1. Reparto de dividendos

La reserva de revalorización no puede ser objeto de reparto directo o indirecto a los socios mientras (i) no transcurra el plazo de diez años a partir de la fecha de cierre del balance en el que se reflejaron las operaciones de actualización y (ii) siempre que a dicha fecha estén amortizados los elementos patrimoniales actualizados, hayan sido transmitidos o dados de baja en el balance, y ello con el objetivo de que la reserva no pueda ser distribuida a menos que la plusvalía haya sido realizada⁽²⁵⁾. Luego tenemos una reserva disponible pero no repartible sin el previo seguimiento contable de todos los activos revalorizados.

(24) Para GARCIA-MORENO GONZALEZ, J.M. («Las reservas en la sociedad de responsabilidad limitada», en AA.VV. Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada, Volumen II, (Coord. RODRIGUEZ ARTIGAS, F.), Mac Graw-Hill, Madrid, 1996, p. 900) en nuestro derecho no se ha de restar importancia a las reservas en las SRL al no poder éstas financiarse emitiendo obligaciones, y ante el alto coste de los préstamos bancarios; las SRL han de autofinanciarse mediante la retención de beneficios repartibles y la dotación de reservas como un procedimiento apto para garantizar la solvencia y la independencia futuras, sin perjuicio de una adecuada retribución a los socios que no perjudique la autofinanciación.

(25) Aunque la referencia a la realización de la plusvalía no figura en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, sí que se recogía expresamente en el Real Decreto 2607/1996, de 20 de diciembre, que desarrollaba el Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio y, en su art. 15.2, especificaba que la distribución de la reserva de revalorización no procedía «a menos que la plusvalía haya sido realizada» (entendiéndose por tal su total amortización, su transmisión o su baja en los libros de contabilidad).

Debemos destacar que la Ley 16/2012 prohíbe tanto el reparto directo como el indirecto. Por éste último podemos entender que es el que resulta, no de un acuerdo de distribución de dividendos en sentido estricto (art. 275 LSC), sino de cualquier otro cuya contabilización suponga una disminución de las reservas de revalorización que vaya acompañada de una entrega a los socios de restituciones económicas o reembolsos por sus acciones o participaciones. El supuesto más claro es la reducción de capital mediante devolución de aportaciones con reembolso de un importe superior al valor nominal, que analizaremos con más detalle *infra*, en cuanto el exceso sobre éste último debe contabilizarse contra reservas.

Cubiertas las atenciones legales o estatutarias, solo pueden repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social (art. 273.2 LSC).

No existe obligación de destinar los beneficios de la sociedad a la compensación de pérdidas más que cuando estas hagan que el valor del patrimonio neto de la sociedad sea inferior a la cifra del capital social (art. 273.2 *in fine*), pero si conviven pérdidas contables con reservas en el balance, mientras el patrimonio neto sea igual o superior al capital social, se puede distribuir el exceso sobre dicho capital y no existe obligación de destinar los beneficios a compensar pérdidas que no provocan que el patrimonio neto sea inferior al capital social. De tal forma que si una sociedad tiene pérdidas contables y al mismo tiempo ostenta una reserva de revalorización, ésta puede neutralizar dichas pérdidas, con lo que el patrimonio neto no resultará inferior al capital social, por lo que si la sociedad obtiene después beneficios podrían ser repartidos (reparto que sin la revalorización contable no hubiera podido tener lugar si las pérdidas dejaban el patrimonio neto por debajo del capital social). Podemos decir, por tanto, que al mismo tiempo que la reserva de revalorización fortalece el patrimonio neto de la sociedad (al incrementarlo), puede permitir, al posibilitar un patrimonio neto positivo, el reparto de los beneficios o reservas disponibles distintas de las reservas de revalorización y ello aunque éstas no puedan ser repartidas entre los socios (hasta que transcurran diez años y se transmitan, amorticen o den de baja los activos revalorizados).

2. Ampliación de capital con cargo a reservas

Tradicionalmente se ha considerado la capitalización de la reserva de revalorización como el destino natural de ésta⁽²⁶⁾, aunque será requisito indispensable que no

(26) GARRIGUES, J., La revalorización de los activos en los balances mercantiles, Revista de Derecho Mercantil, núm. 76, 1960, p. 295, ya señalaba que «el destino normal de la plusvalía contable resultante de la revalorización es su incorporación al capital nominal de la empresa, (...) es además la solución más conforme con la índole de esta plusvalía, que en realidad no representa un beneficio, sino un reajuste de valores en el activo, que debe ser inmediatamente seguido por la correspondiente elevación de la cifra del capital nominal»; y más recientemente FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Las reservas atípicas, las reservas de capital y de técnica contable en las sociedades mercantiles», Marcial Pons, Madrid, 1999, pp. 298-299, que considera la capitalización casi necesaria «si se desea mantener en términos reales la eficacia garantista del capital (...) para que la función de retención de la cifra de capital no se erosione como consecuencia de la inflación también ésta debe ser corregida al alza».

figuren pérdidas en el balance como viene exigiendo la DGRN⁽²⁷⁾ y que obligará a la sociedad a compensar las pérdidas existentes antes de capitalizar la reserva de revalorización.

La ampliación de capital con cargo a reservas puede realizarse con cargo a reservas disponibles, primas de emisión de acciones o de asunción de participaciones y con cargo a la reserva legal (sin límite en la SRL y por la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado en las SA), en virtud del art. 303 LSC.

La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, establece que la reserva de revalorización no se puede destinar a ampliar capital con cargo a reservas hasta su revisión por la Administración o hasta que transcurran tres años sin que se haya efectuado dicha revisión. Cumplido cualquiera de dichos hitos se establece expresamente que se podrá destinar a dicha finalidad. No obstante como excepción hemos de referir la imposibilidad de capitalizar la reserva de revalorización como contrapartida a la amortización anticipada de los préstamos participativos⁽²⁸⁾. Señala expresamente el art. 20.1.b del RD 7/1996, de 7 de junio, que sólo cabe tal amortización anticipada de los préstamos participativos si se compensa con una ampliación en igual cuantía de los fondos propios (actualmente denominados patrimonio neto) siempre que ésta no provenga de una actualización de activos.

Capitalizada la reserva de revalorización entendemos que no se podrá, entonces, reducir capital para devolver aportaciones a los socios, pues ello supondría una vulneración de la prohibición de reparto, de forma *indirecta*, de la reserva de revalorización hasta que no sólo pasen diez años sino también que estén amortizados los elementos patrimoniales actualizados, hayan sido transmitidos o dados de baja en el balance, como se refirió *supra*.

Aun así, el legislador podría haber sido más riguroso en la redacción de la norma prohibiendo la reducción de capital para restituir aportaciones en los plazos en que se limita la distribución de la reserva. De hecho podrá darse el caso de que se reduzca con devolución de aportaciones el capital social resultante de una capitalización y que incluso se inscriba en el Registro Mercantil sino se detecta que los importes restituidos son una distribución indirecta de la reserva resultante de la revalorización.

3. Reducción de capital

La reserva de revalorización puede tener incidencia en las reducciones de capital que tengan por finalidad restituir aportaciones a los socios y en las reducciones de

(27) Entre otras, Resolución de fecha 15 de marzo de 2012 (RJ 2012/6162) que recoge el principio de que «la libre disponibilidad de las reservas viene limitada por la función que están llamadas a desempeñar: la cobertura de pérdidas contabilizadas» y ello aunque no exista un precepto en la LSC «que proscriba expresamente el aumento de capital con cargo a reservas si en el balance figuran pérdidas, es indudable que lo importante no es el mero reflejo de la partida de reservas en el balance sino la efectiva existencia de excedente del activo sobre el capital anterior y el pasivo exigible».

(28) Vid. *supra* epígrafe II.3 las características de los préstamos participativos.

capital que persigan compensar pérdidas contables. Las primeras, como reducciones reales, suponen la salida de patrimonio de la sociedad para su entrega a los socios, y las segundas, meramente contables, sólo conllevan una reclasificación de partidas en el patrimonio neto.

A) Reducción de capital para devolver aportaciones

El régimen de protección de los acreedores sociales en las reducciones de capital para devolver aportaciones es distinto en las SA y las SRL. Para la SA se prevé, con carácter general, el derecho de oposición de acreedores (art. 334 y ss. LSC) y para las SRL sólo se aplica tal derecho si se prevé estatutariamente (art. 333 LSC), y en su defecto (la mayoría de las veces)⁽²⁹⁾ se aplica la responsabilidad de los socios restituidos (art. 331 LSC), salvo que se dote una reserva indisponible (art. 332 LSC)⁽³⁰⁾.

En ambas formas sociales la existencia en el patrimonio neto de la reserva de revalorización permite plantear cuestiones relativas al destino de la misma en función de las limitaciones previstas en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, cuestiones a las que hay que añadir los efectos sobre el patrimonio neto de la reserva de revalorización cuando se restituyen mediante reducción de capital importes superiores al valor nominal, en cuyo caso el exceso sobre éste debe contabilizarse contra reservas.

a) *Sociedad Anónima: Reducción de capital con cargo a reservas*

La existencia de la reserva de revalorización puede tener importancia al ejecutar una reducción de capital devolviendo aportaciones en las SA en la medida que el derecho de oposición de los acreedores aplicable puede ser excluido [art. 335 c) LSC] cuando la reducción se realice con cargo a *beneficios o reservas libres* caso en el que un importe equivalente al valor nominal amortizado deberá destinarse a una reserva de la que sólo será posible disponer cumpliendo los requisitos de la reducción de capital. De esta forma se consigue que quede bloqueado (idealmente) en el patrimonio neto un importe equivalente al capital social existente antes de la restitución de aportaciones.

(29) Si se atiende al terreno de la práctica, cabe afirmar que no está generalizado el hecho de prever de forma voluntaria en estatutos una cláusula que reconozca el derecho de oposición de acreedores en las reducciones de capital con restitución de aportaciones, en tal sentido respecto al escaso juego de la autonomía de la voluntad, por todos, EMBID IRUJO, J.M. («Autonomía de la voluntad, estatutos sociales y tipología de las sociedades de capital», en AA.VV. Nuevas perspectivas del Régimen Local. Estudios en homenaje al profesor José María Boquera Oliver, (Dir. BAÑO LEÓN, J.M. y CLIMENT BARBERÁ, J.), Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2002, p. 1648) señala que «lamentablemente, el reclamo de mayores cotas de libertad para la voluntad particular de los socios suele quedarse, en muchas ocasiones, en mera invocación retórica si nos fijamos en la frecuencia con la que, en casi todos los países, se recurre al empleo de formularios prerredactados cuando de constituir una sociedad de capitales se trata».

(30) Respecto a los distintos sistemas de tutela de acreedores en las reducciones de capital con devolución de aportaciones en las SRL, vid. JORDÁ GARCÍA, R., La protección de acreedores en la reducción de capital de la Sociedad de responsabilidad, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, pp. 29 y ss.

Este supuesto podría recoger dos posibilidades⁽³¹⁾. La primera que se reduzca capital para constituir una reserva indisponible, tratándose de una reducción nominal o contable. Y la segunda, que dicho apartado también contempla cualquier reducción de capital con devolución de aportaciones en la cual el nivel de reservas de la sociedad permita reclasificar reservas voluntarias en indisponibles en importe igual al valor nominal restituido a los socios, tratándose en este caso de una reducción real o efectiva. Y aunque se habría producido una salida de activos por la reducción de capital, los acreedores verían incrementada su cifra de garantía hasta el importe de capital existente antes de la reducción con la dotación de la reserva indisponible, lo que hace justificable que no les asista el derecho de oposición.

La cuestión, por tanto, es determinar si existiendo en el balance la reserva de revalorización será posible utilizar la misma para reclasificarla en la reserva indisponible que excluye el derecho de oposición de la forma prevista en el art. 335 c) LSC.

Mientras no se haya comprobado la reserva de revalorización por la Administración o no haya pasado el plazo de tres años para la misma, la dotación de la reserva del art. 335 c) no es una de las excepciones que permite disponer del saldo de la cuenta de reservas de revalorización (separación y exclusión de socios, fusiones y operaciones asimiladas, o cuando lo establezca una norma de carácter legal). De alguna forma no se convierte su saldo en definitivo⁽³²⁾, por lo que hasta entonces, su utilización al fin pretendido de constituir la reserva que excluye el derecho de oposición podría perjudicar a los acreedores, ya que si la Administración redujera o eliminara el derecho a la reserva de revalorización podrían no existir otras reservas con las que suplir la dotación efectuada a los efectos del art. 335 c) LSC.

Una vez revisado el saldo de la cuenta de reservas por la Administración o transcurrido el plazo de tres años que para la misma establece la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, podrá destinarse la misma, como se refirió *supra*, a compensar pérdidas o a ampliar capital social. Dichos destinos suponen la asunción por el legislador de que la reserva de revalorización podrá por ello «extinguirse» como consecuencia de la compensación de resultados negativos o por convertirse en capital social, en éste último caso cumpliendo los requisitos del art. 303 LSC, sin esperar el plazo de diez años que permite su reclasificación en reservas de libre disposición (que no libremente repartibles hasta que se enajenen, amorticen o den de baja los activos revalorizados).

(31) En tal sentido, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., («Lecc. 11.ª La Sociedad de Responsabilidad Limitada», en AA.VV. Lecciones de Derecho Mercantil, (Coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ), Ed. Tecnos, Madrid, 2005, p. 257) distingue entre reducción con cargo a reservas voluntarias, como supuesto de reducción real o efectiva (y en este supuesto incardina el reembolso a los accionistas con dotación de reserva indisponible por reclasificación de todo o parte de éstas) y la reducción para constitución o incremento de reservas indisponibles como supuesto de reducción nominal o contable.

(32) Como se deduce de la propia norma (art. 9.10): «En caso de minoración del saldo de la cuenta reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, como consecuencia de la comprobación administrativa, se devolverá, de oficio, el importe del gravamen único que corresponda al saldo minorado».

Aunque es cierto que la reserva del art. 335 c) LSC puede ser aplicada a la compensación de pérdidas (mediante la observancia de los requisitos de la reducción de capital por pérdidas) e incluso a la ampliación de capital⁽³³⁾, destinos permitidos para la reserva de revalorización una vez revisado su saldo o transcurridos los tres años que se reserva la Administración para ello, la reclasificación de la reserva de revalorización en la del art. 335 c) LSC permitiría disponer de su saldo cumpliendo los requisitos exigidos para la reducción de capital que puede tener por finalidad además de la compensación de pérdidas, la constitución o incremento de la reserva legal o de las reservas voluntarias, la devolución de aportaciones o la condonación de aportaciones pendientes. Finalidades que perjudicarían a los terceros acreedores que, sin la reclasificación de la cuenta de reservas de revalorización en la reserva del art. 335 c) LSC, evitarían su realización.

Pasados los diez años previstos en la norma, y adquiriendo la reserva de revalorización carácter disponible, no se prevé la imposibilidad de su reclasificación en la reserva indisponible del art. 335 c) LSC. Pese a ello no se podrá disponer de la misma mediante restitución de aportaciones a los accionistas, aunque se cumplan los requisitos de la reducción de capital, si ello supone un reparto indirecto de la reserva de revalorización prohibido expresamente por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre hasta que los activos objeto de actualización estén amortizados, dados de baja o sean enajenados.

*b) Sociedad de Responsabilidad Limitada:
Reserva indisponible del art. 332 LSC*

Como se refirió *supra*, son muy pocas las SRL que incluyen el derecho de oposición en sus estatutos y en aquellos casos en que se incorpora hemos de apuntar que no existe una norma análoga al art. 335 c) LSC (referido *supra* para las SA) que permita excluir el derecho de oposición mediante la dotación de una reserva de la que sólo sea posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción de capital.

Por ello, para las SRL lo más relevante es como puede jugar la reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, a efectos de la responsabilidad de los socios por las deudas sociales aplicable cuando no existe derecho de oposición estatutario. Para evitar dicha responsabilidad se puede dotar, *con cargo a beneficios o reservas libres*, la reserva indisponible prevista en el art. 332 LSC, por el plazo de cinco años y por un importe igual al percibido por los socios en concepto de restitución.

(33) La capitalización de la reserva del art. 335 c) LSC (antes 167.3 LSA), ha venido siendo admitida por la doctrina, así, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO («Tomo VII, Volumen III, La reducción de capital (artículos 163 a 170 LSA)», en AA.VV. Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles (Dir URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M.), Civitas, Madrid, 2005, p. 144) considera que «nada impide que, en un futuro más o menos lejano, la sociedad acuerde desandar el camino realizado al momento de la constitución de esta partida y convertir en capital la misma, o sea, financiar con ella un futuro aumento de capital (...) volvería a sus orígenes con ventaja de los acreedores (...) ¿qué sentido tendría llamar a éstos a una eventual oposición si, lejos de perjudicarles, la medida les beneficia?».

ción de la aportación social⁽³⁴⁾. La cuestión es determinar si la reserva resultante de la actualización de activos se puede destinar a la dotación de la reserva indisponible del art. 332 LSC.

El régimen de indisponibilidad de la reserva de revalorización mientras no se revise o hasta que transcurran tres años no nos permite constituir la reserva indisponible que evita la responsabilidad de los socios en la reducción de capital con cargo a aquella al no estar previsto entre las excepciones a dicha disponibilidad más arriba referidas.

Revisada la cuenta de revalorización o pasados los tres años para ello, la cuenta de revalorización sólo se puede destinar a compensar pérdidas o a ampliar capital con cargo a reservas, sin tener que esperar al transcurso de los diez años que conlleva el carácter de libremente disponible de dicha reserva (si bien no repartible hasta que los elementos patrimoniales estén amortizados, transmitidos o dados de baja). El art. 332 LSC es taxativo cuando exige que la reserva prevista por el mismo deba efectuarse con cargo a beneficios o reservas libres. La pregunta es si la «semi-disponibilidad» de la reserva de revalorización una vez revisada o transcurrido el plazo de tres años permite su utilización para dotar la reserva indisponible del art. 332 LSC. La respuesta es que no siendo reservas totalmente libres no deberían reclasificarse hasta pasados los diez años en que pasan a ser reservas de libre disposición.

Lo cierto es que la reclasificación de la cuenta de reservas de revalorización en reservas indisponibles del art. 332 LSC no afectaría a la presentación de las cuentas del patrimonio neto en el balance⁽³⁵⁾ y sólo figurará la distinción entre las reservas existentes y su naturaleza en la memoria que acompañe al balance anual. La pregunta es si una misma reserva puede cumplir dos funciones, la prevista por el art. 9 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, y la del art. 332 LSC. En caso afirmativo, la principal consecuencia de permitir la consideración de la reserva de revalorización también como reserva indisponible del art. 332 LSC es que no se podría destinar dicha reserva a compensar pérdidas⁽³⁶⁾, cuestión permitida para las reservas de revalorización (una vez revisada

(34) Sin perjuicio de las distintas posturas doctrinales, la DGRN, de forma análoga a lo interpretado respecto al límite de la responsabilidad de los socios restituidos, concluye que la reserva indisponible del art. 332 LSC se ha de constituir por el importe del valor nominal de las participaciones minoradas en su valor o amortizadas (RDGRN 16 de noviembre de 2006 —RJ 2006, 8192—).

(35) Como se refirió *supra*, tras el nuevo PGC (2007) no existe entre las partidas del balance anual un epígrafe específico que recoja las reservas de revalorización como en el anterior PGC (1973).

(36) La sociedad no puede usar la reserva indisponible del art. 332 LSC para compensar pérdidas, ni aún en el supuesto de no disfrutar de otras reservas disponibles, así, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., («El estatuto jurídico y contable de la reserva de capital amortizado en las SA y SRL», Partida Doble, núm. 63, enero 1996, p. 73) interpreta que la reserva indisponible no se puede compensar con pérdidas, por ser «la más segura y la más prudente, dada la endeblez de esa reserva. Endeblez que resulta de la posible circunstancia de que las pérdidas agoten el patrimonio de suerte que éste sea insuficiente para la cobertura de los créditos». Además, si una SRL incurre en pérdidas con posterioridad a la dotación de la reserva indisponible del art. 332 LSC no podrá ejecutar una reducción de capital para compensar tales pérdidas por contar con la mencionada reserva indisponible en virtud de la premisa del art. 322 LSC (que no existan reservas) Por todos, BONARDELL LENZANO, R. y CABANAS TREJO, R., La reducción del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada, Ed. Tirant lo blanch, Valencia, 2009, p. 74-75) y

o pasados los tres años para ello) y, sin embargo, sí que se podría convertir en capital social como la reserva de revalorización ya revisada o tras tres años.

Pero, si nos atenemos a la literalidad de la norma (no tiene la reserva de revalorización la condición de reserva plenamente disponible) y a las diferentes funciones que juegan (una la de recoger la contrapartida de la revalorización del activo pero con un especial régimen de indisponibilidad temporal y la otra de retener activos en el balance para garantizar a los acreedores el pago de sus deudas de las que quedan eximidos los socios restituidos) su unificación sólo beneficia a los socios restituidos (que dejan de responder) pero perjudica a los acreedores que verían reducido el importe de reservas indisponibles y que se generan por relaciones jurídicas distintas.

Una vez que transcurran los diez años para que la reserva de revalorización sea disponible podrá ser dotada con cargo a la misma la reserva del art. 332 LSC, que por su carácter además indisponible permitirá evitar el reparto indirecto de la misma tal y como se prohíbe mientras los elementos objeto de actualización no estén dados de baja, amortizados o enajenados.

c) Reducción de capital con restituciones de aportaciones por importe superior al valor nominal amortizado: consecuencias sobre el patrimonio neto

Cuando se restituyen aportaciones por un importe superior al valor nominal amortizado la diferencia debe contabilizarse contra reservas disponibles y cuando éstas sean insuficientes deberá crearse una reserva negativa⁽³⁷⁾ en el balance lo que puede derivar en que el patrimonio neto pase a ser inferior a la mitad del capital social y por tanto la sociedad se encuentre en causa de disolución obligatoria (art. 363.1.e) LSC).

En esos casos, la reserva de revalorización presenta una importante ventaja y es que aunque la misma no se pueda minorar (mediante compensación) al contabilizar el exceso restituido respecto al valor nominal, al figurar en el patrimonio neto del ba-

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., («Modificación de Estatutos. Aumento y Reducción del capital social», en AA.VV. La Sociedad de Responsabilidad Limitada, Tomo II, (Dir. Aranguren Urriza), Ed. Trivium, Madrid, 1998, p. 436), que refiere además como reservas compensables aparte de las voluntarias y la legal, la prima de asunción, cuentas de regularización y remanentes.

(37) Consulta número 3 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), publicada en su Boletín número 40, de diciembre de 1999. Véase, FERRER PEDROLA, R. («Reducción de capital social con devolución de aportaciones a los socios: Notas a las incidencias tributarias, a propósito de una consulta del ICAC», *Carta Mercantil*, núm. 29, Noviembre 2001, p. 4, que cita expresamente la referida consulta para concluir que cuando se amorticen acciones previamente adquiridas por la propia sociedad, el exceso de valor de adquisición sobre valor nominal, deberá cargarse a las cuentas de reservas constituidas y en el supuesto de ausencia de reservas para cubrir esa diferencia, la mencionada resolución sugiere una cuenta de reservas negativas de pasivo (resultados a generar en el futuro). La misma resulta aplicable tras el nuevo Plan General de Contabilidad (aprobado por RD 1514/2007) en virtud de su Disposición Transitoria 5.^a. Dicho criterio resulta aplicable a las reducciones con devolución de aportaciones aunque no se efectúen previa compra de las acciones o participaciones (Cfr. Normas de Registro y Valoración 9.^a.4)

lance con signo positivo facilita que la sociedad tenga un mayor patrimonio neto y, si tiene que contabilizar una reserva negativa por los importes restituidos que excedan del valor nominal (a falta de otras reservas disponibles) le podrá permitir evitar que el patrimonio neto sea inferior a la mitad el capital social (que conlleva la disolución obligatoria por pérdidas).

Aunque la reserva de revalorización es indisponible e irrepartible (en ambos casos temporalmente) su saldo computa positivamente para la determinación del patrimonio neto de la sociedad, luego si cuando se reembolsa un importe superior al valor nominal debe contabilizarse contra reservas disponibles y en su defecto crear una reserva negativa, la reserva de revalorización podrá compensar el saldo negativo generado por dicha reserva negativa pudiendo impedir, en su caso, que el patrimonio neto se reduzca por debajo de la mitad del capital social.

Lo podemos ver con un ejemplo: Imaginemos una sociedad con un capital social de 100.000 euros, que como consecuencia de la actualización de su balance crea una reserva de revalorización de 30.000 euros. Si no existen otras reservas disponibles el patrimonio neto ascendería a 130.000 euros resultado de la suma del capital social y la reserva de revalorización. Suponemos que posteriormente se reduce el capital para dejarlo en 60.000 euros pero los socios reembolsados reciben un importe superior al valor nominal (no sólo por la revalorización contable sino por otros motivos como fondo de comercio, clientela, etc.), imaginemos, de 90.000 euros. Al contabilizar dicha reducción de capital se abonaría la cuenta del propio capital social en el importe del valor nominal amortizado que asciende a 40.000 euros y el importe restituido que excede de dicha cantidad (50.000 euros), al no existir otras reservas disponibles, se debe contabilizar contra una reserva negativa por dicho importe (menos 50.000 euros).

El patrimonio neto tras la reducción es la suma de la nueva cifra de capital social (60.000 euros), más la reserva de revalorización cuyo saldo se habría respetado por ser indisponible (30.000 euros), menos la reserva negativa constituida de los referidos 50.000 euros, lo que hace un total de 40.000 euros de patrimonio neto. Ésta cifra está por debajo del capital social, pero gracias a la reserva de valorización supera la mitad del mismo y se evita la causa de disolución obligatoria.

De no haber podido crear la reserva de revalorización el patrimonio neto resultante sería equivalente al capital después de la reducción (60.000 euros) menos la reserva negativa constituida (50.000 euros) con lo que ascendería a 10.000 euros importe inferior a la mitad (30.000 euros) del nuevo capital social por lo que estaría la sociedad en causa de disolución obligatoria que si se quiere evitar supondrá la necesidad de que por los socios se adopte el acuerdo de reducción y/o ampliación de capital, o las medidas alternativas referidas *supra* (aportación voluntaria de los socios para compensar pérdidas o formalización de préstamos participativos).

Lo expuesto debe entenderse mientras la reserva no sea comprobada por la Administración o pase el plazo de tres años, pues pasados estos plazos la misma se puede destinar a compensar resultados negativos como entendemos que lo es el saldo de la cuenta de reserva negativa por restitución por importe superior al capital social. Y en sentido contrario, si como consecuencia de la revisión por la Administración la socie-

dad ve reducido el saldo de la cuenta de reservas de revalorización deberá revisar el saldo de su patrimonio neto porque podrá incurrir entonces en la causa de disolución obligatoria por pérdidas que dicha reserva evitaba.

En definitiva, el saldo de la cuenta de reservas de revalorización puede dar cobertura a restituciones de aportaciones por encima del valor nominal cuando no haya otras reservas en el balance de la sociedad, mientras que la reserva de revalorización no se pueda destinar a compensar resultados negativos, como lo serían la antedicha reserva negativa. Y en caso de ser revisada a la baja deberá controlarse el patrimonio neto resultante tras la pérdida total o parcial de la reserva de revalorización.

B) Reducción de capital para compensar pérdidas

La reducción de capital para compensar pérdidas no se puede realizar en las SRL «*en tanto la sociedad cuente con cualquier clase de reservas*» (art. 322.1 LSC) y en las SA «*en tanto que la sociedad cuente con cualquier clase de reservas voluntarias o cuando la reserva legal, una vez efectuada la reducción exceda del diez por ciento del capital social*» (art. 322.2 LSC)⁽³⁸⁾. La razón de dicho requisito estriba en que no se realicen reducciones de capital para compensar pérdidas si la sociedad cuenta con las reservas referidas, pues antes de reducir el capital social como cifra de garantía de los acreedores se debe proceder a compensar las pérdidas existentes con las reservas. En las SA se especifica que se deben compensar previamente las reservas «*voluntarias*» (que podemos entender equivalentes a las reservas disponibles) mientras que en las SRL se especifica que no exista cualquier tipo de reservas, sin distinguir entre disponibles e indisponibles

Por tanto, para las SRL, en cuanto la reserva de revalorización es indisponible hasta que sea revisada por la Administración o, en su defecto, transcurrido el plazo de tres años que se confiere la misma para hacerlo, hasta entonces la reserva de revalorización va a resultar un impedimento a las SRL para reducir capital para compensar pérdidas. Podemos concluir, por tanto, que pese a que en un primer momento la reserva de revalorización fortalece el patrimonio neto incrementándolo (pudiendo evitar la disolución obligatoria de la sociedad como se refirió *supra*), si con posterioridad a su creación la sociedad sigue incurriendo en nuevas pérdidas que le lleven a que, pese a la reserva de revalorización, su patrimonio neto esté por debajo de la mitad del capital social, y por tanto en causa de disolución obligatoria, ésta no se podrá evitar mediante la reducción de capital para compensar pérdidas. Ésta opción es la que menor esfuerzo patrimonial supone a los socios que no han de hacer nuevas aportaciones, frente al resto de alternativas para evitar la disolución obligatoria que implican nuevas aportaciones de los socios o de terceros como capital social, como aportación social para la compensación de pérdidas o mediante préstamos participativos.

(38) Lo expuesto en este apartado sería aplicable a la reducción que tenga por finalidad la constitución o el incremento de la reserva legal, por la remisión efectuada por el art. 328 LSC a los arts. 322 a 326 LSC aplicables a la reducción de capital por pérdidas.

Para las SA, en cambio, la prohibición de reducir capital para compensar pérdidas va referida a la inexistencia de reservas voluntarias y por tanto la reserva de revalorización no impediría tal tipo de reducción, al ser la misma indisponible o al menos no repartible en los plazos y con los requisitos expuestos, y aunque se considerara que la existencia de la reserva de revalorización impide la reducción por pérdidas, si las mismas disminuyen el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes del capital social y transcurre más de un año, nos encontraríamos ante un supuesto de disposición de la reserva por obligación legal⁽³⁹⁾ en virtud de la obligación de reducción prevista en el art. 327 LSC. Si bien dicho destino de compensación de pérdidas queda permitido una vez revisada la reserva o transcurrido el plazo de tres años para dicha revisión⁽⁴⁰⁾.

4. Separación de socios

La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, estipula que no se entenderá que se ha dispuesto de la reserva de revalorización cuando el socio o accionista ejerza su derecho a separarse de la sociedad. No es este el lugar para desarrollar ni el concepto ni las causas que legal o estatutariamente pueden dar derecho a un socio a separarse de una sociedad de capital⁽⁴¹⁾, debiendo centrarnos en el por qué se puede ver afectada la cuenta de revalorización por el ejercicio del derecho de separación.

La consecuencia directa de que un socio se separe de la sociedad existiendo causa legal o estatutaria es que tiene derecho al abono del valor razonable de su participación, que como referíamos supra, generalmente no coincidirá con el valor contable, y en muchas ocasiones será superior a éste por la existencia de un fondo de comercio, cartera de clientes, red de ventas, etc.

(39) Como se refirió supra la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, establece (art. 9.10) que se podrá disponer de la cuenta de reservas de revalorización cuando la entidad deba aplicar el saldo de la cuenta en virtud de una obligación de carácter legal.

(40) En los casos de causa de disolución obligatoria por pérdidas (art. 363.1.e) LSC) la reducción de capital es potestativa y no obligatoria como en el supuesto del art. 327 LSC. Con el régimen del RD-L 7/1996, de 7 de junio, en relación al art. 163.1 LSA, del que trae causa el actual art. 327 LSC, ya refería ANDRÉS AUCEJO, E., (La actualización monetaria de valores contables, Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 223), la reducción de capital obligatoria como uno de los supuestos en los que la ley autoriza a disponer de la reserva.

(41) El derecho de separación faculta al socio a darse de baja voluntariamente de la sociedad cuando concurra alguna de las circunstancias previstas en la Ley o en los estatutos. Respecto a la posibilidad de causas estatutarias de separación no ligadas al voto en contra de un determinado acuerdo social, véase SÁNCHEZ RUIZ, M., La facultad de exclusión de socios en la teoría general de sociedades, Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp.74 y ss. y 229 y ss. Además la LSC ha hecho extensivo a la SA el régimen jurídico del derecho de separación de socios de la SRL (aunque se mantiene alguna causa de separación aplicable sólo a la SRL —art. 346.2 LSC—) y posteriormente la Ley 25/2011 de reforma parcial de la LSC ha establecido un nuevo derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos en determinadas condiciones (art. 348 bis LSC), aunque se ha suspendido su aplicación hasta el 31 de diciembre de 2014 por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

La separación de socios se puede instrumentar mediante la reducción de capital con reembolso de aportaciones en la que se amorticen las acciones o participaciones del socio que ejerce el derecho de separación o mediante la compra por la propia sociedad de las referidas participaciones o acciones como propias⁽⁴²⁾, en uno y otro caso con satisfacción del referido valor razonable.

Si se opta por la reducción de capital y el importe a reembolsar (valor razonable) es superior al valor nominal, como se refirió *supra*, se debe contabilizar el exceso sobre dicho valor nominal contra reservas y si no existen suficientes reservas se deberá constituir una reserva negativa. La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, como hacía su predecesora de 1996, al excepcionar la indisponibilidad de la reserva de revalorización en los supuestos de separación de socios viene a permitir que se puedan contabilizar los importes reembolsados al socio separado por encima del valor nominal contra la reserva de revalorización evitando que deba constituirse la reserva negativa en el patrimonio neto. A efectos prácticos, aunque no se permitiera la disminución de la reserva de revalorización, el patrimonio neto sería el mismo pues la reserva negativa sería neutralizada por la reserva de revalorización si ésta fuera indisponible. Respecto a la reclasificación de la reserva de revalorización en las reservas de los arts. 335 c) y 332 LSC nos remitimos a lo comentado *supra*.

Si la separación se realiza mediante la compra de las participaciones o acciones propias deberán respetarse las normas sobre autocartera para cada forma social. En tal sentido, las acciones o participaciones propias se contabilizan en el patrimonio neto restando⁽⁴³⁾. Para las SA la regulación es clara y por la adquisición de las acciones propias del socio separado no es necesario constituir una reserva por el importe de adquisición de las acciones propias hasta entonces computado en el activo⁽⁴⁴⁾. Ello evita

(42) La Ley 7/2003, de 1 de abril, de Sociedad Limitada Nueva Empresa (LSLNE), modificó la LSRL, ampliando los supuestos en los que la SRL podía adquirir sus propias participaciones figurando entre ellos la posibilidad de que a los socios separados o excluidos la sociedad pudiera comprarles su participación sin necesidad de ejecutar una reducción de capital con restitución de aportaciones. La LSC mantiene dicho criterio al regular conjuntamente el derecho de separación para la SA y la SRL aunque debe advertirse el distinto tratamiento de las acciones y participaciones propias cuando se opte por su adquisición por la sociedad.

(43) La reforma contable modificó el criterio de contabilización de las acciones y participaciones propias estableciendo que las mismas figurarán en el patrimonio neto del balance restando: «*Para concluir con las principales novedades del balance sólo resta mencionar la modificación operada en los instrumentos de patrimonio propio (con carácter general, acciones y participaciones propias) cuya presentación en el nuevo Plan se realiza minorando en todo caso la cifra de fondos propios*» Introducción del R.D 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad

(44) Y ello, en virtud de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que modificó los arts. 75, 76, 78, 79.3 LSA. Véase, JORDA GARCÍA, R., «Novedades en materia de autocartera introducidas por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles», *Diario La Ley*, núm. 7170, 2009, p. 2: Pese a la adaptación del art. 75 LSA a la nueva normativa contable, en la redacción del mismo no se contempla la exigencia de que el importe del patrimonio neto sea superior al capital social más las reservas indisponibles durante todo el tiempo en que las acciones se mantengan en autocartera. De lege ferenda sería importante que se aclarara dicho extremo, pues de otra forma se consiente que por la autocartera se pueda tener un patrimonio por debajo del capital social, sin perjuicio de que cuando resulte inferior a la mitad del capital social la sociedad incurra en causa de disolución obligatoria.

tener que reclasificar la cuenta de reservas de revalorización en cuenta de reservas por acciones propias, sino que la reserva de revalorización con signo positivo podrá permitir que el saldo negativo de las acciones propias, que ahora figura en el patrimonio neto, no reduzca éste por debajo de la mitad del capital social, evitando la disolución obligatoria. Si, pese a ello, el saldo de la reserva de revalorización no es suficiente, la sociedad deberá afrontar la causa de disolución obligatoria por pérdidas que se origine por la compra de acciones propias.

En sede de SRL, el legislador no ha hilado fino con las obligaciones derivadas de la compra de participaciones propias, pues conserva la obligación de mantener una reserva equivalente al importe de las participaciones adquiridas, computado en el activo, que deberá mantenerse en tanto no sean enajenadas (art.142.2 LSC). Dicha redacción, proveniente del art. 40 bis b) de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, no fue adaptada a la nueva normativa contable, como sí que lo fue, antes de la LSC, el régimen de autocartera de la SA, en virtud de la Ley de Modificaciones Estructurales⁽⁴⁵⁾. En cualquier caso, si se opta por la compra de participaciones propias para instrumentar la separación de un socio podrá reclasificarse para ello la reserva de revalorización en reservas por participaciones propias, por autorizarlo expresamente el art. 9.10.a) de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre.

En contraposición a todo lo anterior, el legislador no ha considerado necesario excepcionar la indisponibilidad de la reserva de revalorización en los supuestos de exclusión de socios⁽⁴⁶⁾. Si bien la presunta penalización al resto de socios que pretenden la ejecución del derecho de exclusión de un socio no acaece en sede de SA donde en la satisfacción del valor razonable de las acciones del socio excluido (mediante reducción o compra de acciones propias si la sociedad no cuenta con otras reservas disponibles suficientes) las reservas de revalorización podrán compensar en el patrimonio neto tanto la posible reserva negativa (si se satisface en la reducción de capital un importe que exceda del valor nominal) como el saldo negativo por el que figurarán las acciones propias en el balance tras su adquisición. En cambio en las SRL, la compra de participaciones propias quedará significativamente afectada sino se puede disponer de la reserva de revalorización para constituir la reserva exigida por el art. 142.2 LSC (sin perjuicio de la laguna legislativa antes expuesta), por lo que esta vía no podría ser escogida para formalizar la exclusión del socio sino existen otras reservas disponibles suficientes.

(45) En tal sentido, BONARDELL LENZANO, R., y CABANAS TREJO, R. (La reducción de capital, *ob.cit.*, p. 110) señalan que «la falta de correspondencia entre la expresión legal y la clasificación contable no debe atribuirse en la sociedad de responsabilidad limitada mayor trascendencia que la de una mera imprecisión o descoordinación terminológica, pues la cuenta que recoge estos elementos funciona en la práctica como una cuenta de activo, con independencia de la forma en que haya de reflejarse en el balance».

(46) En las sociedades de capital, el derecho de exclusión sólo se recogía, inicialmente, en las SRL, y tras la Ley 25/2011 de reforma parcial de la LSC, el art. 351 LSC, hace aplicable el régimen de la exclusión de socios a los accionistas de la SA, siempre que se incluyan causas de exclusión en sus estatutos sociales. Con anterioridad a la referida reforma se había defendido la posible admisión de la exclusión de socios en las SA por PÉREZ RODRÍGUEZ, A.M. («La exclusión de socios en sociedades anónimas», *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 235-258).

5. Emisión de obligaciones

Debemos dejar apuntado que la LSC al refundir la LSA y la LSRL ha mantenido la referencia de la primera de éstas a que el importe total de las emisiones de obligaciones, cuando no se otorgan especiales garantías, «no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda», lo que supone que la reserva de revalorización no puede ser considerada a estos efectos en tanto en cuanto no sea revisada, si bien entendemos que podrá cumplir dicha función si transcurre el plazo de tres años que se impone a la Administración como tope máximo para dicha revisión.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

El carácter extraordinario de la revalorización contable otorga a la reserva de revalorización que origina un tratamiento especial. Su carácter indisponible se matiza por la propia norma en supuestos excepcionales o se suaviza una vez revisada por la Administración o pasados los tres años que se conceden para dicha revisión, momento en el cual se puede destinar a compensar pérdidas o a ampliar capital social.

Ampliado el capital social con cargo a la reserva de revalorización no se podrá reducir el capital ampliado para devolver aportaciones a los socios ya que ello supondrá una distribución indirecta de la reserva de revalorización no permitida por la norma hasta que pasen diez años desde la fecha del balance y se hayan amortizado, dado de baja o enajenado los elementos patrimoniales objeto de revalorización.

En todo caso la reserva de revalorización permite sanear el patrimonio neto, evitando incluso la disolución obligatoria de la sociedad si las pérdidas han dejado su patrimonio neto por debajo de la mitad del capital social. Por el contrario y pese a las prevenciones del legislador para que no se distribuya la reserva de revalorización la misma, paradójicamente, permite que se puedan repartir reservas disponibles u otros beneficios posteriores sin necesidad de destinarlos a compensar resultados negativos, al no existir obligación legal de dicha compensación y permitirse el reparto de beneficios o reservas si el patrimonio neto es superior al capital social, objetivo que habrá podido alcanzarse gracias al saldo de la cuenta de revalorización generada.

Respecto a la reducción de capital, (i) si la misma tiene por finalidad compensar pérdidas, en las SRL la existencia de la reserva de revalorización impediría (art. 322 LSC) su ejecución aunque fuera para evitar la disolución obligatoria de la sociedad, mientras que en las SA se permitiría dicha reducción al exigirse para ello que no existan reserva voluntarias (y no cualquier clase de reservas como en las SRL). Si la reducción es para devolver aportaciones en las SA la reserva de revalorización sólo podrá reclasificarse en la reserva indisponible que excluye el derecho de oposición a los diez años desde la fecha del balance, lo que también ocurrirá respecto de la reserva indisponible (art. 332 LSC) que excluye la responsabilidad de los socios restituidos en las SRL.

Por último en los supuestos de separación de socios la reserva de revalorización puede «compensar contablemente con signo positivo» los importes reembolsados a los socios por encima del valor nominal (que pudieran originar la creación de una reserva negativa sino existen otras reservas). Si la separación se articula mediante la compra de acciones o participaciones al socio separado, la reserva de revalorización también compensaría en el patrimonio neto el importe por el que fueran adquiridas (que allí debe figurar con saldo negativo), lo que en principio no requiere la disposición de la reserva de revalorización autorizada, salvo en las SRL, cuya regulación sigue manteniendo la obligación de dotar una reserva indisponible por el importe equivalente a las participaciones adquiridas y que no podrá constituirse con cargo a la reserva de revalorización.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS AUCEJO, E., *La actualización monetaria de valores contables*, Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 223.
- BONARDELL LENZANO, R. y CABANAS TREJO, R., *La reducción del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada*, Ed. Tirant lo blanch, Valencia, 2009, pp. 74-75 y 110.
- EMBID IRUJO, J.M., «Autonomía de la voluntad, estatutos sociales y tipología de las sociedades de capital», en AA.VV. *Nuevas perspectivas del Régimen Local. Estudios en homenaje al profesor José María Boquera Oliver*, (Dir. BAÑO LEÓN, J.M. y CLIMENT BARBERÁ, J.), Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2002, p.1648.
- CATALINA LAPUENTE, J., «Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos», *Estrategia Financiera*, núm. 206, mayo 2004, p. 50.
- ESTEBAN MARINA, A., «La actualización de balances en España», Ciss, Valencia, 1997, pp. 10 y ss.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Las reservas atípicas, las reservas de capital y de técnica contable en las sociedades mercantiles», Marcial Pons, Madrid, 1999, pp. 298-299.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El estatuto jurídico y contable de la reserva de capital amortizado en las SA y SRL», *Partida Doble*, núm. 63, enero 1996, p.73.
- GARCÍA-MORENO GONZALO, J.M., «Actualización de Balances: Afloración y aplicación de reservas ocultas», en AA.VV. *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez (II)*, Coord. IGLESIAS PRADA, J.L., Civitas, 1996, p. 1861.
- GARCÍA-MORENO GONZALEZ, J.M. «Las reservas en la sociedad de responsabilidad limitada», en AA.VV. *Derecho de Sociedades de Responsabilidad Limitada, Volumen II*, (Coord. RODRIGUEZ ARTIGAS, F.), Mac Graw-Hill, Madrid, 1996, p.900.
- GARRIGUES, J., *La revalorización de los activos en los balances mercantiles*, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 76, 1960, p. 295.
- JORDA GARCÍA, R., «Novedades en materia de autocartera introducidas por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles», *Diario La Ley*, núm. 7170, 2009, p. 2.

- JORDÁ GARCÍA, R., La protección de acreedores en la reducción de capital de la Sociedad de responsabilidad, Aranzadi, Cizur Menor, 2013, pp. 29 y ss.
- NAVARRO GALERA, A. y PÉREZ LÓPEZ, M.C. «La utilidad del valor razonable para las empresas constructoras», Partida Doble, núm. 220, abril 2010, p. 92.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO («Tomo VII, Volumen III, La reducción de capital (artículos 163 a 170 LSA)», en AA VV Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles (Dir URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M.), Civitas, Madrid, 2005, p. 144.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Lecc. 11.^a La Sociedad de Responsabilidad Limitada», en AA.VV. Lecciones de Derecho Mercantil, (Coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ), Ed. Tecnos, Madrid, 2005, p. 257.
- PÉREZ RODRÍGUEZ, A. M., «La exclusión de socios en sociedades anónimas», RdS, núm. 25, 2005, pp. 235-258.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «Modificación de Estatutos. Aumento y Reducción del capital social», en AA.VV. La Sociedad de Responsabilidad Limitada, Tomo II, (Dir. Aranguren Urriza), Ed. Trivium, Madrid, 1998, p. 436.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., La facultad de exclusión de socios en la teoría general de sociedades, Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 74 y ss. y 229 y ss.
- URÍA, R., MENENDEZ, A. y BELTRÁN. E. («Tomo XI, Disolución y Liquidación de la Sociedad Anónima», en AA.VV. Comentario al régimen legal de las Sociedades mercantiles, (Dir. URÍA, R., MENENDEZ, A. y BELTRÁN. E.), Ed. Civitas, Madrid, 2002, pp. 44-45.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.A., «Nivel de disponibilidad de los recursos de neto», *CEF Legal*, num. 110, Marzo 2010, p. 29.
- ZAPATA CIRUGEDA, I., «La actualización de balances», *Carta Tributaria*, núm. 267, abril 1997, p. 3.

UNA PROPUESTA DE ADAPTACIÓN DEL RÉGIMEN DE LA PRENDA DE VALORES DE NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO A LAS NECESIDADES ACTUALES DEL MERCADO FINANCIERO

ENRIQUE MORENO DE LA SANTA GARCÍA

Doctor en Derecho
Profesor de Derecho Bancario de la IE University

RESUMEN

El régimen jurídico de la prenda de valores negociables recogido en nuestro Código Civil no fue pensado para su aplicación a los instrumentos financieros existentes actualmente en el mercado financiero. Por otra parte, el régimen de ejecución de la prenda previsto en el Código de Comercio deja fuera de su ámbito de aplicación a muchos tipos de instrumentos financieros. Es cierto que alguna norma como el Real Decreto-Ley 5/2005 ha intentado modernizar y flexibilizar el régimen, reconociendo los excesivos formalismos; aunque esta ley ha supuesto un gran avance no ha dado cobertura, desafortunadamente, a todas las necesidades existentes actualmente en el mercado y, por otra parte, ha seguido dejando ciertas lagunas como consecuencia de una redacción, a veces, confusa. Aunque como es bien sabido el Derecho suele llevar cierto desfase con respecto a la realidad que regula, en el caso de la prenda de valores la desactualización se ha hecho aún más patente, por una parte, por el largo periodo transcurrido desde la redacción de los artículos en vigor del Código Civil y el Código de Comercio y, por otra parte, por la enorme evolución y transformación que se ha producido en la operativa de los mercados financieros. Analizamos en este artículo las carencias e inconvenientes existentes, a nuestro juicio, en nuestro ordenamiento jurídico en materia de la prenda de valores y la necesidad de buscar soluciones y alternativas para que estos no continúen generando inseguridad jurídica en el tráfico mercantil ni dificulten el acceso a la financiación.

ABSTRACT

The legal framework established by the Spanish Civil Code to pledge securities was not originally designed for pledging financial instruments currently existing in the financial markets. Many types of financial instruments cannot take advantage of the specific procedure established by the Spanish Commercial Code to enforce the pledge. Certainly, the Royal Decree-Law 5/2005 has set up a more simple and flexible procedure for pledging and enforcing financial instruments. Although it's undeniable its substantial contribution to solve some of the pre-existing problems and constraints, unfortunately it does not cover all the market needs and its language is not always clear enough. Very often the regulations are not fully up to date and there may be some mismatches between the law and the reality it regulates. This mismatch is crystal clear in relation to this matter, the pledge creation and enforcement, primarily due to the long period elapsed between the date when the Civil Code entered into force and the time being and the huge number of relevant changes produced in the financial markets and systems since then. The scope of this article is to analyze the existing problems of our legal framework and to explore possible solutions.

Palabras clave: *Prenda de valores, derecho real, acreedor pignoraticio, deudor pignoraticio, garantías financieras, valores negociables, instrumentos financieros, anotaciones en cuenta, ejecución de garantías, pacto comisorio, pacto marciano, prenda de derechos de crédito.*

Keywords: *Pledge, pledge of shares, right of lien, pledgee, pledgor, financial collateral, marketable securities, listed securities, shares, stocks, book entry securities collateral, enforcement, bailment, pledge of credit rights.*

SUMARIO

- I. NORMATIVA APLICABLE AL CONTRATO DE PRENDA DE VALORES EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO.
- II. NECESIDAD DE ADECUAR EL RÉGIMEN DE LA PRENDA DE VALORES DE NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO A LAS NECESIDADES ACTUALES DEL MERCADO FINANCIERO.

1. **Evolución del Mercado Financiero.**
2. **Carencias detectadas en nuestro vigente Ordenamiento Jurídico en materia de prenda de valores ante las nuevas necesidades surgidas como consecuencia de la evolución del Mercado Financiero.**

2.1. Formalización de la Prenda.

A) Constitución.

- a. *Introducción.*
- b. *Algunas posibles mejoras y soluciones.*
 - i. *Consideraciones generales.*
 - ii. *Algunas posibles mejoras.*

B) Préstamos y créditos otorgados con garantía de valores que no han sido aún adquiridos.

- a. *Introducción.*
- b. *Algunas posibles mejoras y soluciones.*

C) Sustitución de los valores dados en prenda.

- a. *Introducción.*
- a. *Algunas posibles mejoras y soluciones.*

D) Prenda de valores negociados en mercados secundarios extranjeros.

2.2. Ejecución de la Prenda.

- A) Procedimiento de ejecución del Código de Comercio.
- B) Procedimiento de ejecución del Código Civil.

- C) Procedimiento de ejecución del Código Civil de Cataluña.
- D) Procedimiento de ejecución del Real Decreto-Ley 5/2005.
- E) Algunas posibles mejoras y soluciones.

2.3. Envío de notificaciones derivadas del contrato de Prenda.

I. NORMATIVA APLICABLE AL CONTRATO DE PRENDA DE VALORES EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO VIGENTE

No existe en nuestro ordenamiento jurídico una norma que regule de manera unificada y compilada el régimen del contrato de prenda de valores. Nuestro *Código Civil* recoge un régimen general para la prenda de bienes mientras que el *Código de Comercio de 1885, por su parte*, establece principalmente un procedimiento especial de ejecución del que pueden beneficiarse únicamente ciertos instrumentos financieros. Asimismo, el *Real Decreto 116/1992, de 14 de Febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*, regula de una manera más detallada el régimen de prenda aplicable a los valores representados en anotaciones en cuenta.

Algunas Comunidades Autónomas, como Cataluña, poseen también un régimen específico de prenda, pero ha sido el *Real Decreto-Ley 5/2005, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, el cual transpone la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de Junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera*, el que ha introducido en nuestro ordenamiento un sistema novedoso de prenda, aplicable únicamente en determinados supuestos y condiciones, que ha supuesto un gran avance en la flexibilización de los estrictos requisitos formales que exige nuestro Derecho.

Como hemos comentado, el contrato de prenda se encuentra principalmente regulado en *los artículos 1.857 y siguientes del Código Civil*. Tan solo se incluye en esta norma una breve mención a la prenda de valores en el artículo 1.872 in fine cuando se establece el procedimiento de ejecución de la garantía.

El *Código de Comercio de 1885*, por su parte, regula en sus artículos 320 a 324 los préstamos con garantía de valores, siendo de especial relevancia, como hemos señalado, el régimen de ejecución para prenda de valores negociados que se recoge fundamentalmente en su artículo 322.

El *artículo 10 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio del Mercado de valores* estipula que la constitución de derechos reales sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente, inscripción que equivaldrá al desplazamiento posesorio del título. El *Real Decreto 116/1992, de 14 de Febrero* regula en los artículos 39 y 51 el régimen de constitución de derechos reales sobre valores negociados y no negociados en mercados secundarios oficiales, respectivamente, si bien, ambos preceptos realizan una remisión al régimen general para la inscripción de las transmisiones que se recoge en el artículo 50.

En la *Comunidad Autónoma de Cataluña*, su *Código Civil* regula el derecho real de prenda en los artículos 569-12 al 569-26 que también analizaremos a continuación por la singularidad que aporta en algunos aspectos concretos.

Finalmente, como ya hemos anticipado, el *Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de Marzo*, ha supuesto, como detallaremos a continuación, la introducción de un régimen más ágil y eficaz.

II. NECESIDAD DE ADECUAR EL REGIMEN DE PRENDA DE NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO A LAS NECESIDADES ACTUALES DEL MERCADO FINANCIERO

1. Evolución del Mercado Financiero

El régimen de prenda de valores negociables y otros instrumentos financieros recogido en los artículos 1.863 y siguientes de nuestro Código Civil ha quedado algo anacrónico y, sin duda, no fue pensado para su aplicación a los instrumentos financieros existentes actualmente en el mercado financiero. Por otra parte, el procedimiento de ejecución establecido en los artículos 320 y siguientes del Código de Comercio tan solo es de aplicación a valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español siendo, por tanto, muchos los instrumentos financieros que quedan fuera de su ámbito de aplicación. Así pues, la ejecución de estos otros instrumentos financieros no puede beneficiarse de la mayor simplicidad y rapidez que conlleva el procedimiento de venta a través del Órgano Rector del mercado establecido en el Código de Comercio y se ve abocada a tener que realizarse, con carácter general⁽¹⁾, a través del procedimiento común de ejecución establecido en el artículo 1.872 del Código Civil. Este procedimiento, como veremos a continuación, no solo resulta difícil de cumplir cuando los bienes que deben subastarse son valores negociables sino que, en cierto modo, resulta absurda su aplicación cuando los valores en cuestión tienen un precio objetivo cierto al encontrarse cotizados en algún mercado secundario organizado o poseen un valor liquidativo (por ejemplo, participaciones de Fondos de Inversión, acciones de Sociedades de Inversión de Capital Variable, etc.). La aplicación de este régimen del artículo 1.872 resulta forzada y poco lógica, sobre todo cuando podrían existir otras vías alternativas, igual de seguras para el deudor pignoraticio, para enajenar esos valores sin que concurra riesgo de pacto comisorio o de malbaratamiento de bienes.

Como es conocido y así se recoge en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores⁽²⁾, los valores negociables⁽³⁾ son un tipo más de instrumento financiero, por lo que la expresión «*instrumentos financieros*» engloba, entre otros, a los valores negociables. No

(1) Quedan exceptuadas aquellas prendas que hayan sido formalizadas como garantías financieras bajo el régimen jurídico previsto en el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo o hayan establecido que su ejecución se realice al amparo de dicha norma.

(2) Artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

(3) A. MARTINEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, «*Valores mobiliarios anotados en cuenta*», Aranzadi, 1997.

obstante, a lo largo de este artículo nos referiremos indistintamente a valores o a instrumentos financieros para referirnos a ambos.

Si bien es sabido que, con carácter habitual, el Derecho suele llevar algún desfase con respecto a la realidad que regula, en el caso de la prenda de valores la desactualización se ha hecho más patente principalmente por dos motivos: 1) el largo periodo de tiempo transcurrido desde la redacción de los artículos en vigor del Código Civil y del Código de Comercio y 2) por la enorme evolución, innovación y transformación que se ha producido y sigue produciéndose de manera continuada en la operativa de los mercados financieros. Pocas realidades estáticas podemos encontrar en nuestro entorno; todas las relaciones jurídicas que operan en el tráfico mercantil y civil, cualquiera que sea el sector, están sujetas a constante evolución pero, en nuestra opinión, en el caso de los mercados financieros esos cambios se producen de manera mucho más frecuente, dinámica y veloz. Estos cambios requieren de una paulatina adaptación del Derecho, no solo con el objeto de limitar, prohibir o restringir aquellas nuevas prácticas no deseables que podrían generar riesgos en el sistema, sino también para proponer nuevas vías jurídicas acordes a la nueva realidad que permitan preservar la seguridad jurídica⁽⁴⁾ pero sin obstaculizar el progreso, el dinamismo y la evolución del mercado necesarios en cualquier sector. En definitiva, esa adaptación debe evitar que los sujetos intervinientes sufran riesgos adicionales por los desfases entre el ordenamiento jurídico y la realidad mercantil existente.

El mercado financiero en el que nos encontramos, poco se parece a aquel que existía cuando los artículos que estamos analizando fueron redactados por el legislador. El mercado financiero se ha transformado en los últimos años debido a muy diversas razones. Entre ellas encontramos algunas de índole tecnológico y operativo, otras vinculadas a avances socio-económicos y políticos y otras más relacionadas con un cambio en la tendencia de inversión de los ahorradores.

La inmaterialidad que ha supuesto la representación en anotaciones en cuenta de los valores junto con la cada vez mayor automatización e implantación de sofisticados sistemas informáticos que sirven de cauce para la operativa de los mercados han provocado que las operaciones sobre esos instrumentos financieros se realicen de una manera mucho más rápida y eficaz contribuyendo, asimismo, enormemente a la internacionalización de los mercados. Cada vez es más habitual que los inversores españoles inviertan en valores cotizados en Bolsas extranjeras existiendo una gran globalización de los mercados financieros.

El desarrollo de redes de conexión como Internet que permiten a los inversores acceder fácil y rápidamente no solo a prestadores de servicios financieros situados en

(4) M. YUSTE ROJAS, «Novedades en la ejecución notarial de la prenda», Revista on line del Colegio Notarial de Madrid Marzo-Abril 2013/núm. 48». La seguridad de las transacciones de un país determina su desarrollo económico, siendo un factor, en este sentido, de importancia estratégica, parece evidente que la economía de los países que gozan de sistemas adecuados de seguridad jurídica preventiva crece mucho más rápido que la de aquellos que tienen sistemas menos eficientes (...). Y no cabe duda que la existencia de un procedimiento regulado de ejecución de la garantía pactada, avalando el buen fin de la obligación contraída, contribuye a esta seguridad en la fase decisiva del siempre difícil ejercicio por parte del acreedor de su derecho a realizar el valor de la garantía (...).

otros países, sino también a información casi «*on line*» sobre valores y mercados, ha generado un mayor conocimiento y participación de los inversores.

Por otra parte, la normativa reguladora de la operativa y procedimientos aplicable a los mercados de valores se encuentra cada día más armonizada en el ámbito internacional, creándose así un mercado más global y sujeto a reglas similares, lo cual ha provocado, sin duda, una mayor confianza en los inversores que les ha llevado, asimismo a ampliar sus horizontes de inversión a otros mercados extranjeros.

La creación de la Unión Europea y el establecimiento de la moneda única en determinados países, han contribuido también a animar a los inversores a realizar transacciones en mercados extranjeros sobre instrumentos, a veces, denominados en la misma moneda de su Estado y con regímenes jurídicos y operativos muy coordinados y similares.

Asimismo, el propio tráfico mercantil ha ido demandando la creación de nuevos instrumentos y mercados⁽⁵⁾ financieros para dar satisfacción a nuevas necesidades de cobertura o de inversión que han provocado la coexistencia de algunos de los instrumentos y mercados tradicionales con otros mucho más novedosos que requieren un tratamiento jurídico propio y, por tanto, una adaptación del ordenamiento jurídico existente.

Como consecuencia de todo lo anterior, los inversores españoles durante los últimos años han ido cambiando sus hábitos y estrategias de inversión, mostrando mayor interés por los mercados de valores ubicados en otros países, con objeto de diversificar el riesgo, optar a inversiones interesantes en mercados emergentes o en compañías extranjeras, acceder a deuda pública emitida por otros Estados, etc. También han mostrado interés por nuevos instrumentos financieros que por motivos fiscales, por su rentabilidad o por su propia naturaleza han podido resultarles útiles.

Muchos de estos cambios que se han producido en los mercados financieros han venido acompañados de la correspondiente regulación jurídica, unas veces a través de normas de nueva creación, otras a través de la adaptación de la normativa existente a la nueva realidad. Sin embargo, como analizaremos a continuación, a nuestro juicio, no se ha realizado en el ámbito del régimen jurídico de la prenda los cambios suficientes para adaptar plenamente nuestro ordenamiento jurídico a la realidad financiera existente, adaptación que no solo debería ir encaminada a dotar de seguridad jurídica a los sujetos intervinientes y al propio sistema, sino que también debería orientarse a permitir esa evolución e innovación inherente a cualquier sector y de especial relevancia en el sector financiero.

Durante muchos años hemos detectado un falta de seguridad jurídica respecto a cómo debe formalizarse la prenda de muchos de los instrumentos financieros así como sobre cuál debe ser la norma a la que pueden acogerse la partes o cuál debe ser el procedimiento de ejecución correcto. A lo largo de la experiencia hemos tenido la ocasión de comentar muchos de los aspectos que vamos a tratar a continuación con numerosos profesionales del Derecho de reconocido prestigio. De entre ellos, algunos estaban

(5) Por ejemplo, los Sistemas Multilaterales de Negociación creados por la Ley 26/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

firmemente convencidos de ciertas interpretaciones de las normas, mientras que otros muchos, igualmente cualificados, lo estaban de las interpretaciones contrarias. Por otra parte, no son pocos⁽⁶⁾ entre los que me incluyo, los que pensamos que ante la falta de claridad de las normas y la escasa jurisprudencia existente sobre estos temas resulta muy complicado mantener posturas categóricas.

Lo que sí es cierto es que el régimen de prenda recogido en nuestro Derecho es extremadamente formalista y la indefinición existente deja campo libre a muchos deudores para impugnar con cierta facilidad la constitución o la ejecución de la prenda. Los acreedores (habitualmente entidades de crédito) han venido aplicando todas estas normas con mayor o menor temor e incertidumbre, intentando encontrar la interpretación correcta de la norma así como buscando soluciones imaginativas para solventar las carencias de la ley pero sin poder sortear, en cualquier caso, el mencionado riesgo de impugnación.

Todo lo anterior se agrava, si cabe, en las condiciones de mercado en las que nos encontramos.

2. Carencias detectadas en nuestro ordenamiento jurídico vigente en materia de prenda de valores ante las nuevas necesidades surgidas como consecuencia de la evolución del Mercado Financiero

Como consecuencia de lo anterior, en la propia operativa del mercado financiero y quizás, en especial, en el seno de las relaciones mantenidas entre los clientes/inversores y las entidades de crédito se han ido detectando desde hace algunos años diversas lagunas legales, así como numerosas situaciones que, probablemente, requerirían de otras soluciones jurídicas distintas a las propuestas por nuestro Derecho actualmente en vigor.

Analizaremos a continuación algunas de las nuevas situaciones y necesidades surgidas, comenzando por aquellas relativas a la formalización de la prenda y finalizando con las relativas a su ejecución. Abordaremos también los problemas e inconvenientes que plantea aplicar las respuestas propuestas por el Derecho vigente y su incapacidad para dar soluciones acordes a las necesidades del mercado.

2.1. Formalización de la Prenda

A) Constitución

a. Introducción

El artículo de 1.865 de nuestro Código Civil establece que «no surtirá efecto la prenda contra tercero sino consta por instrumento público la certeza de la fecha». Los artícu-

(6) Entre otros, J.C. URETA, «Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva», AA.VV., La Ley, 2007, Madrid, pp. 602 y ss.

los 320 y siguientes del Código de Comercio también requieren para la aplicación de los mismos que el préstamo y la prenda se hayan formalizado en póliza intervenida por fedatario público o en escritura pública. En concreto el artículo 321 del Código de Comercio establece que « en la póliza del contrato deberán expresarse los datos y circunstancias necesarias para la adecuada identificación de los valores dados en garantía». En resumen, tanto el Código Civil como los artículos del Código de Comercio⁽⁷⁾ relativos a los préstamos con garantía de valores exigen que el contrato de prenda se formalice por escrito y ante fedatario público⁽⁸⁾ para que tenga plena eficacia frente a terceros⁽⁹⁾.

Por otra parte, el artículo 50⁽¹⁰⁾ del Real Decreto 116/1992, de 14 de Febrero sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y liquidación de operaciones bursátiles parece no exigir que la prenda de valores⁽¹¹⁾ se formalice, en todos los casos, en documento público. En su apartado primero, este artículo establece que las Entidades encargadas de la llevanza del registro contable de los valores deberán proceder a la inscripción de la prenda en cuanto se presente «documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores» y habría que añadir «o por una entidad de crédito⁽¹²⁾». Su apartado segundo, ahondando más en ello, establece que «sin perjuicio de lo anterior» la Entidad adherida deberá proceder a inscribir la prenda en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de pignorar los valores consienten la inscripción; se exceptúa el caso en que a la Entidad le conste que no existe título verdadero, válido y bastante para la pignoración, supuesto en el que no se practicará la inscripción.

De lo anterior, parece poder deducirse que la prenda de valores podría formalizarse bien mediante documento público, bien mediante otro tipo de documento (se

(7) En esta línea, C. SALINAS ADELANTADO, «El régimen jurídico de la prenda de valores negociables», Tirant lo Blanch, Valencia, 1996, pp. 405 y ss.

(8) Así también lo hace el Código Civil de Cataluña (Ley 5/2006) en su artículo 569-13 segundo apartado.

(9) La Ley de 16 de Diciembre de 1954, de Hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento que ha añadido, a través de su última modificación la posibilidad de prenda sin desplazamiento de derechos de crédito presentes o futuros (artículo 54), exige también escritura pública (artículo 3), pues posteriormente se inscribirá en el Registro de Bienes muebles.

(10) Aunque el artículo 50 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero lleva por título «Inscripción de la transmisiones», lo dispuesto en él es asimismo aplicable a la prenda de valores, pues a él se remiten los artículos 39 y 51 del mencionado Real Decreto relativos, respectivamente, a la prenda de valores admitidos a negociación en mercados oficiales y a la prenda de los no admitidos.

(11) Resulta necesario que los valores se encuentren representados en anotaciones en cuenta, pero lo dispuesto en el artículo 50 aplica por igual a valores admitido a negociación en un mercado secundario oficial como a valores no admitidos a negociación.

(12) Aunque el artículo 50.1 del Real Decreto 116/1992 hace referencia únicamente a las Agencias y Sociedades de Valores, debe entenderse, a nuestro juicio, que es igualmente extensible a las entidades de crédito, de acuerdo con lo establecido en el artículo 76 de dicho Real Decreto, el cual permite a estas entidades ostentar también la condición de Entidad Adherida a los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas, así como en el artículo 65 de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores por el que se faculta a las entidades de crédito a realizar habitualmente todos los servicios correspondientes y actividades correspondientes a las empresas de servicios de inversión.

entiende que privado) que permita acreditar suficientemente a la Entidad encargada el consentimiento del titular de los valores y del beneficiario de la prenda. En este sentido, el artículo 50.4 del Real Decreto 116/1992 impone a la Entidad encargada la obligación de procurarse la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y de conservar copia de la misma.

A pesar de esta clara alternativa que brinda el Real Decreto 116/1992, la realidad es que en la práctica las Entidades encargadas viene exigiendo la instrumentación en documento público de la prenda para proceder a la inscripción como prueba irrefutable del consentimiento de las partes, considerándose así mismas como un tercero y no como parte del propio proceso de constitución de la prenda y, por tanto, interpretando que el efecto jurídico de la prenda solo surge cuando la prenda se ha formalizado en instrumento público⁽¹³⁾.

Este requisito, con carácter general, no genera excesivas dificultades para su cumplimiento; no obstante, resulta evidente que, para la prenda de valores u otros instrumentos financieros, podrían arbitrase soluciones más rápidas, económicas y flexibles y, posiblemente igual de seguras, que facilitarían y dinamizarían el tráfico mercantil y, en particular, el acceso al crédito.

El Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo que traspone la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera ha introducido un nuevo régimen de prenda que ha supuesto en nuestro ordenamiento jurídico una buena dosis de flexibilidad, sencillez y modernidad. Este nuevo régimen exige para su aplicación la concurrencia de determinados requisitos, exigencia que restringe considerablemente su ámbito real de aplicación.

Es, sin duda, una buena noticia poder contar en nuestro ordenamiento jurídico vigente con un régimen de prenda como el establecido por el Real Decreto-Ley 5/2005 aunque hubiera sido deseable que, en vez de habernos llegado como consecuencia de la obligación de trasponer a nuestro ordenamiento una Directiva europea, hubiera surgido como una reflexión interna de las nuevas necesidades que conlleva el actual mercado financiero (como así ha ocurrido en numerosos países de nuestro entorno).

Este Real Decreto-Ley engloba esta modalidad de prenda dentro de lo que denomina garantías financieras. En su artículo Octavo, relativo a las formalidades para la constitución de la garantía, únicamente exige que conste por escrito *«sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba»*. En el apartado segundo del mismo artículo también se exige que se aporte el activo objeto de la garantía y se deje constancia de ello por escrito⁽¹⁴⁾, precisándose que tratándose de valores representados en

(13) Artículo 1.865 del Código Civil.

(14) El artículo Octavo apartado tercero equipara los registros y anotaciones por medios electrónicos o en cualquier otro soporte duradero con la constancia por escrito, por lo cual de facto no es necesario que se deje constancia en soporte papel de la entrega de los valores sino que es suficiente con que la prenda haya quedado inscrita en el registro contable electrónico.

anotaciones en cuenta la prenda se entenderá constituida y aportada desde su inscripción en el registro correspondiente⁽¹⁵⁾.

El Real Decreto-Ley 5/2005 permite pues, la prenda de valores negociables y otros instrumentos financieros en documento privado, debiendo las Entidades encargadas del registro contable proceder a su inscripción en cuanto se les aporte el mismo sin poder exigir documentos ni formalidades adicionales. Sin embargo, como comentábamos anteriormente, no todos los contratos de prenda pueden ser formalizados bajo el régimen regulado en esta norma. En primer lugar, nos encontramos con una restricción subjetiva. En su artículo Cuarto enumera de manera taxativa las entidades que podrán pactar que sus acuerdos de garantía financiera estén sometidos a éste régimen. En lo que a nosotros nos concierne para este estudio, únicamente aquellos contratos de prenda que vayan a ser suscritos entre una entidad de crédito y una persona jurídica podrán formalizarse al amparo de lo establecido en el Real Decreto-Ley⁽¹⁶⁾.

Resulta claro que tanto el legislador del Real Decreto-Ley como el de la Directiva europea de la que éste trae causa han querido restringir esta modalidad de prenda a acuerdos en los que, al menos, una de las partes sea una entidad regulada y la otra una persona jurídica. Esta limitación a las personas jurídicas, dejando excluidas a las personas físicas proviene, probablemente, del pensamiento por el legislador de que las personas jurídicas poseen un mayor conocimiento financiero y/o están mejor preparadas para entender la operación y proteger sus propios derechos e intereses. Esta restricción parece, a priori, lógica y razonable. Por una parte, puede tener sentido excluir de esta modalidad de prenda aquellos acuerdos entre personas físicas y/o entre personas jurídicas (que no sean entidades reguladas del mercado financiero). Sin embargo, nos surge la duda sobre la lógica de haber establecido tal limitación a acuerdos de prenda en los que una de las partes sea una entidad de crédito y la otra sea una persona física. Esa persona física podría ser, por ejemplo, un empresario o un profesional. Son muchas las normas de nuestro ordenamiento jurídico que equiparan en trato y protección a las personas jurídicas, empresarios y profesionales. ¿Por qué, con carácter general, se presume que una persona jurídica posee conocimientos y recursos suficientes para poder entender el acuerdo, sus ventajas e inconvenientes y proteger sus intereses y, sin embargo, un empresario o profesional no? ¿Y si se tratara de una mera sociedad de cartera sin actividad en la que únicamente existe como accionista y, posiblemente, como administrador una persona física que utiliza la entidad simplemente para invertir?⁽¹⁷⁾. Por otra parte, es indudable que la persona física que, con carácter general, ofrece

(15) El artículo Octavo del Real Decreto-Ley 5/2005 sigue el mismo criterio establecido por el Real Decreto 116/1992 en su artículo 13, equiparando la inscripción registral para los valores anotados en cuenta al traslado posesorio requerido para la prenda, con carácter general, por el artículo 1.863 del Código Civil. Así pues, condiciona la eficacia frente a terceros de la prenda de valores anotados en cuenta al momento de su inscripción en el correspondiente registro contable.

(16) Se trata de una restricción traspuesta casi literalmente de lo estipulado en la Directiva 2002/747/CE, de la que el Real Decreto-Ley trae causa.

(17) De todos es conocido que en estos momentos en nuestro país existen muchas más sociedades limitadas que sociedades anónimas, siendo muchas de ellas, pequeñas y medianas empresas (PYMES). Así mismo, existe un elevado volumen de sociedades meramente patrimoniales.

como garantía a una entidad de crédito valores negociables no responde habitualmente al perfil de inversor minorista. El inversor minorista e incluso el inversor medio cuando se endeuda con entidades de crédito ofrece habitualmente a la entidad otro tipo de garantías, como las hipotecarias antes que las pignoratias. En tanto en cuanto una de las partes del contrato de prenda sea una entidad de crédito, entidad 1) sujeta a la supervisión de las Autoridades del Mercado financiero, 2) sometida a numerosas y estrictas normas prudenciales y de conducta, 3) experta en la operativa y funcionamiento de los mercados de valores y 4) dotada de la confianza que nuestro ordenamiento jurídico en diversas materias le otorga como entidades colaboradoras de la Administración Pública, no se entiende fácilmente la exclusión de las personas físicas dentro de éste régimen de prenda estipulado por el Real Decreto-Ley. En cualquier caso, resulta claro que el Real Decreto-Ley se ha limitado a transponer fielmente la Directiva 2002/47/CE y, por tanto, no debía ser la norma probablemente que extendiera este régimen a las personas físicas. No obstante, también hay que reseñar que el propio Real Decreto-Ley en su artículo Cuarto Apartado Tercero permite que en el caso de acuerdos de compensación contractual, una de las partes pueda ser una persona física⁽¹⁸⁾.

Hemos realizado estas reflexiones pues son bastantes los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno económico⁽¹⁹⁾ que en su legislación local recogen un régimen jurídico de prenda similar al del Real Decreto-Ley permitiendo que tanto las personas físicas como las jurídicas puedan acogerse a él.

La implantación, por tanto, de un sistema como el anterior aplicable tanto a personas físicas como jurídicas facilitaría notablemente, como hemos comentado, el proceso de otorgamiento de las garantías pignoratias, especialmente en aquellos casos en los que, como consecuencia de la fluctuación a la baja de los valores pignorados, la garantía sea insuficiente⁽²⁰⁾ y sea necesario otorgar garantías adicionales. Estos supuestos que conllevan la necesidad de nuevas garantías se producen con frecuencia en momentos de cierta inestabilidad bursátil y requieren de sistemas ágiles y rápidos que permitan otorgar la prenda sobre los nuevos instrumentos financieros en un corto plazo de tiempo.

(18) Algunos autores han querido ver en este precepto un camino abierto a interpretar que la prenda de valores establecida en el Real Decreto-Ley 5/2005 es, en general, aplicable a acuerdos para garantizar el cumplimiento de cualquier obligación dineraria. Así se menciona en la propia Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 30 de septiembre de 2008.

(19) Por ejemplo, los ordenamientos jurídicos de países como Francia (*Article 29 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, modifiée par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996*), Monaco (*articles 2 paragraphs 13 and 59 to 61-1 of the Commercial Code and of Sovereign Order no.1.770 of August 28, 2008*), Suiza (*Art. 24-32 of the Swiss Federal Act on Entry Securities dated 3 October 2008, Swiss Civil Code and the Swiss Code of Obligations*), Alemania (*artículo 488 y ss del Código Civil alemán*), Estados Unidos, Reino Unido, etc.

(20) Son los conocidos, en el argot internacional, como «Short falls» que conllevan que la entidad acreedora solicite garantías adicionales al deudor («margin call»). Las partes han pactado en el contrato de prenda que, en caso de que el valor en mercado de la garantía baje en más de un determinado porcentaje con respecto a su valor inicial o respecto al saldo deudor existente a esa fecha (proporción denominada internacionalmente como «Loan to Value»), el deudor pignoraticio deberá aportar garantías complementarias hasta recuperar la proporción entre el valor de la garantía y la deuda. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza núm. 472/2011 de 25 de octubre de 2011 aborda también este tema.

Al margen de la mencionada restricción subjetiva, existe otra relativa a las obligaciones que pueden ser garantizadas con este tipo de prenda. Para algún sector de la doctrina este tipo especial de prenda establecido por el mencionado Real Decreto-Ley únicamente es aplicable para aquellos casos en los que se trate de garantizar obligaciones principales relacionadas con la liquidación de instrumentos financieros (por ejemplo, instrumentos derivados), ya sea mediante su liquidación por diferencias o mediante la entrega de los instrumentos⁽²¹⁾. Existen, sin embargo, otras interpretaciones más flexibles que defienden su aplicación a otro tipo de obligaciones como, por ejemplo, las derivadas de contratos de préstamo o crédito. En este sentido, cabe destacar la sentencia emitida por la Audiencia Provincial de Barcelona de 30 de Septiembre de 2008 que entiende que la póliza de crédito integra un acuerdo de garantía financiera y, por tanto, resulta perfectamente aplicable el régimen de prenda del Real Decreto-Ley 5/2005. Otras sentencias del Tribunal Supremo (por ejemplo, STS 5566/2012, de 26 de junio de 2012 ó STS 5047/2012 de 20 de junio de 2012) parecen también entender que las obligaciones derivadas de los contratos de crédito pueden ser garantizadas al amparo de este tipo de prenda aunque hacen constar que la cuestión relativa a la corrección legal o no de la constitución de la prenda bajo este Real Decreto-Ley no ha sido sometida a la consideración de ese Tribunal. Es cierto que, como se señala en la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, del texto de la Directiva 2002/47/CE de la que trae causa el Real Decreto-Ley, no se deduce claramente la exclusión de los préstamos o créditos. Aunque parece existir una tendencia creciente a favor de la interpretación extensiva de esta norma, no existe, de momento, mucha jurisprudencia al respecto debido a lo reciente de la norma y a las escasas ejecuciones de contratos de prenda (y judicializaciones derivadas de las mismas) sometidos al mencionado Real Decreto-Ley que han existido hasta la fecha. Solo desde hace pocos años han empezado a producirse como consecuencia, sin duda, de la inestabilidad de los mercados y la crisis financiera actual.

Sería deseable, en nuestra opinión, que se asentara esta interpretación laxa de la norma, aunque, en cualquier caso, dicha interpretación siempre vendrá condicionada por los límites que se interprete que vienen impuestos por la citada Directiva.

b. Algunas posibles mejoras y soluciones

i. *Consideraciones generales*

En este apartado, que incluiremos en cada uno de los epígrafes siguientes en los que comentaremos las diversas desactualizaciones y/o inconvenientes del actual régimen de la prenda de valores, abordamos algunas posibles mejoras y soluciones a los problemas detectados con el fin de adaptar la normativa a la nueva realidad de los mercados de valores y aumentar la eficiencia y eficacia de dicha prenda así como, sobre

(21) J.C. URETA, «Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva», AA.VV., La Ley, 2007, Madrid, pp. 602 y ss.

todo, incrementar la seguridad jurídica de este tipo de garantías en el mercado financiero, facilitando y fomentando el otorgamiento de operaciones crediticias.

A la hora de revisar los mencionados preceptos reguladores de la prenda de valores y sugerir ciertas modificaciones al actual régimen cabe proponer dos diferentes enfoques o aproximaciones. Uno primero consiste en modificar el régimen para cualquier prenda sobre valores que se otorgue entre cualesquiera personas físicas o jurídicas (es decir, se trataría de actualizar el régimen «General» de prenda de valores aplicable a cualquier sujeto). Otro segundo enfoque consistiría en mantener el actual régimen de prenda con carácter general y crear un régimen con ciertas especialidades aplicable únicamente para aquellos contratos de prenda sobre valores y otros instrumentos financieros que cumplieran ciertos requisitos.

En relación con el segundo enfoque, uno de esos requisitos podría ser, por ejemplo, que se tratara de prenda otorgada por persona física o jurídica a favor de una entidad del mercado financiero (entidad de crédito, empresa de servicio de inversión, entidad aseguradora) o, incluso, podría limitarse exclusivamente a las prendas otorgadas a favor de entidades de crédito. Este régimen especial de prenda circunscrito al requisito de que el beneficiario de la garantía sea una entidad de crédito podría tener su justificación, por un parte, en que es en el ámbito de la financiación donde con mayor frecuencia se formalizan contratos de prenda de valores y, por otra parte, por ser este tipo de entidades sociedades sujetas a autorización, supervisión y control, prestando asimismo una función esencial macroeconómica al permitir la eficiente asignación del ahorro a la inversión a través de la movilización de los capitales y la posibilidad de acceder al crédito y a la financiación. Se trataría, así pues, de un régimen especial para la prenda otorgada a favor de estas entidades a las que nuestro ordenamiento jurídico, por otra parte, ya otorga una especial confianza y consideración (así, por ejemplo, el Código de Comercio⁽²²⁾ y la Ley de Enjuiciamiento Civil⁽²³⁾ confían en las mismas la facultad de emitir el Certificado de saldo deudor para ejecuciones judiciales, o el Real Decreto 116/1992 sobre Anotaciones en Cuenta les permite a las entidades adheridas llevar el registro de los Valores, o la normativa fiscal permite que las mismas sean sujetos colaboradores en la recaudación de impuestos⁽²⁴⁾, pago de multas, o la Ley 19/1985, de 16 de Julio, Cambiaria y del Cheque⁽²⁵⁾, etc.)⁽²⁶⁾. Otro requisito distinto podría ser, por ejemplo, que el deudor pignoraticio fuera una persona jurídica, un empresario o un profesional, a los que nuestra legislación, en general, les presupone un mayor conocimiento jurídico, contable y financiero. Podrían también

(22) Artículo 323 del Código de Comercio.

(23) Artículos 572.2 y 573 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil o el artículo.

(24) En virtud de lo establecido en el artículo 92 y siguientes de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

(25) El artículo 51 y siguientes de la Ley Cambiaria y del Cheque autoriza a las entidades de crédito para expedir la «*declaración equivalente del protesto*» a efectos procesales.

(26) Los propios tribunales así lo han reconocido (por ejemplo, Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza núm. 472/2011 de 25 de octubre de 2011 que reconoce que este tipo de entidades ofrece mayores garantías).

añadirse a ese grupo a aquellos que soliciten un préstamo o crédito (cuyas obligaciones se van a garantizar con prenda de valores) para la adquisición de instrumentos financieros. Este tipo de operaciones de apalancamiento en las que el inversor solicita financiación para adquirir nuevos valores suelen ser realizadas por personas con cierto conocimiento del mercado financiero que no responden a un perfil de cliente minorista. Podrían utilizarse, obviamente, otros muchos criterios para determinar un ámbito de aplicación algo más restringido para este posible régimen especial de prenda. Algunas normas como, por ejemplo, el Real Decreto-Ley así lo han hecho aunque, a nuestro parecer, el ámbito de aplicación que ha establecido resulta excesivamente restringido e insuficiente⁽²⁷⁾.

No obstante, quizás el enfoque más oportuno podría ser una combinación de los dos anteriores, es decir, adaptar y modernizar el actual régimen general de prenda de valores aplicable a cualquier persona física o jurídica e incorporar ciertas particularidades que impliquen una mayor flexibilidad a aquellos contratos de prenda que cumplan algún requisito especial como los que, a modo de ejemplo, hemos citado en el párrafo anterior.

ii. Algunas posibles mejoras

En relación con los inconvenientes antes mencionados vinculados a la constitución de la prenda, sería recomendable, como comentábamos, establecer la posibilidad de que los contratos de prenda pudieran constituirse de una manera más ágil y eficiente. Para ello, siguiendo los fundamentos establecidos por el Real Decreto-Ley 5/2005 y la flexibilidad que la propia redacción del artículo 50 del Real Decreto 116/1992 ya recoge, podría ser de gran utilidad permitir a las personas físicas y jurídicas que cuando otorguen un derecho real de prenda sobre valores registrados en un Servicio de Registro, Compensación y Liquidación de Valores⁽²⁸⁾ a favor de una entidad de crédito con el objeto de garantizar una obligación de pago derivada de cualquier contrato financiero pudieran hacerlo a través de documento privado. Una vez formalizado dicho contrato de prenda la entidad de crédito beneficiaria de la garantía debería enviar copia del contrato a la Entidad adherida⁽²⁹⁾ al mencionado Servicio de Registro, debiendo

(27) Tampoco nos parece especialmente acertado el criterio establecido por la actual redacción del Código de Comercio que circunscribe su régimen, siguiendo un criterio de aplicación objetivo, a aquellas prendas otorgadas en garantía de préstamos, pues la realidad nos dice que en el mundo financiero habitualmente se otorgan numerosos contratos de prenda de valores en garantía de otro tipo de operaciones financieras, distintas a los créditos o préstamos (por ejemplo, avales bancarios, descuentos, factoring, anticipos, etc.), las cuales resultan igualmente importantes y requieren de la misma necesidad de ser garantizadas mediante un régimen actualizado de prenda.

(28) Por ejemplo, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal — cuyo nombre comercial es IBERCLEAR— es el Depositario Central de Valores Español.

(29) En muchas ocasiones coincide que la propia entidad de crédito es, a su vez, Entidad adherida al Servicio de Registro, Compensación y Liquidación de Valores por lo que, en esos casos, la inscripción de la prenda sería aún más sencilla.

ésta proceder a su inscripción inmediata, momento desde el cual la garantía tendría plena eficacia frente a terceros. Correspondería a la entidad de crédito beneficiaria de la prenda y no a la Entidad adherida, la responsabilidad de constatar el consentimiento de la prenda por parte del titular de los valores.

Este sistema de constitución de la prenda no supondría una gran diferencia con el actualmente recogido en el Real Decreto-Ley 5/2005 ni con el que parece desprenderse del tenor literal del propio Real Decreto 116/1992 pero, sin embargo, permitiría, por una parte, que las personas físicas pudieran beneficiarse del mismo, sin que por ello debiera especialmente mermada su seguridad⁽³⁰⁾ y, por otra parte, que pudiera también aplicarse para garantizar obligaciones de pago derivadas de una mayor pluralidad de contratos financieros (préstamos, créditos, avales, descuento, etc.), pues no queda claro⁽³¹⁾, como hemos mencionado, que estas otras operaciones financieras se encuentren dentro del ámbito de aplicación de mencionado Real Decreto-Ley 5/2005.

B) Préstamos y créditos otorgados con garantía de valores que no han sido aún adquiridos

a. Introducción

Sucede con cierta frecuencia en los negocios de banca personal y banca privada que los inversores puedan tener interés en apalancarse, es decir, en obtener financiación para adquirir determinados instrumentos financieros los cuales serán pignoralados, a su vez, en garantía de las obligaciones derivadas de la propia financiación. Este tipo de operaciones no está exenta de riesgos, pues la entidad de crédito debe entregar o poner a disposición del cliente el importe del préstamo o crédito, sin que el deudor haya otorgado prenda, totalmente válida, sobre los valores que pretende adquirir.

De entre los diversos requisitos que el artículo 1.857 del Código Civil exige para la válida constitución de la prenda se encuentran los siguientes: 1) que la cosa pignoralada pertenezca en propiedad al que la empeña y 2) que tenga la disposición sobre la misma. Por su parte, el artículo 1.863 del mismo Código añade que además se deberá poner la cosa pignoralada a disposición de acreedor o de un tercero nombrado de común acuerdo. En virtud de este artículo, cabría interpretar que nuestro Derecho no admite la

(30) Es cierto que la no intervención de fedatario público podría provocar una menor protección de los intereses del titular de los valores a la hora de aceptar obligaciones contractuales. No obstante, las entidades de crédito, por su propio interés, deberán velar por que no se incluyan cláusulas que pudieran ser consideradas desproporcionadas o abusivas, pues la consecuencia podría ser su nulidad con el riesgo de pérdida de la garantía. Por otra parte, sería posible también dejar al margen de este sistema más ágil de constitución de prenda propuesto a los consumidores. No obstante, entendemos que regulándolo adecuadamente, las ventajas para ambas partes (sencillez, abaratamiento, rapidez y agilidad) son suficientes para compensar el posible potencial perjuicio antes citado.

(31) En esta misma línea, J.C. URETA, «*Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las instituciones de Inversión Colectiva*», AA.VV., La Ley, 2007, Madrid, pp. 602 y ss.

prenda de cosa futura⁽³²⁾ (en tanto en cuanto exige que la cosa pertenezca al acreedor y éste tenga además la libre disposición de la misma) y, por tanto, los inversores mencionados no podrán pignorar a favor de la entidad de crédito prestamista los instrumentos financieros que pretenden adquirir porque todavía no les pertenecen. Sí podrán, sin embargo, otorgar una promesa de prenda⁽³³⁾ pero, obviamente, la seguridad y confianza que esta promesa otorga a la entidad prestamista es mucho menor, pues ante un posible incumplimiento del inversor respecto a su compromiso de otorgar el contrato de prenda una vez adquiridos los instrumentos financieros, el procedimiento procesal que la entidad tendrá que iniciar para hacer valer su legítimo derecho conllevará bastante tiempo y dinero. Por otra parte, es cierto, que la Ley de 16 de diciembre de 1954 de Hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento permite, en su artículo 52, la prenda de «frutos pendientes y cosechas esperadas» y, además, en la nueva redacción del artículo 54 se ha añadido la posibilidad de pignorar «derechos de crédito futuros», como también lo ha hecho la Ley 22/2003, de 9 de Julio Concursal que incluye una referencia a los mismos⁽³⁴⁾ cuando se refiere a los créditos con privilegio especial⁽³⁵⁾. Sin embargo, el artículo 54 *in fine* de la Ley de 1954 excluye de su ámbito de aplicación a los derechos de crédito representados por valores⁽³⁶⁾ y a los que tengan la consideración de instrumentos financieros⁽³⁷⁾. En cualquier caso, en nuestra opinión, estas normas se

(32) Sí es posible, sin embargo, la prenda de obligación futura conforme a lo estipulado en el artículo 1.862 del Código Civil, el cual permite asegurar mediante prenda «toda clase de obligaciones». En el mismo sentido, el artículo Sexto apartado 4.º a) del Real Decreto-Ley 5/2005 establece que las obligaciones financieras que pueden ser garantizadas con el tipo de prenda previsto en esta norma pueden consistir, total o parcialmente, en «obligaciones presentes, futuras o condicionales». A su vez y en el ámbito territorial de Cataluña, el artículo 569-14 de la Ley 5/2006, de 10 de mayo del Libro Quinto del Código Civil de Cataluña, relativo a garantías reales, estipula de manera expresa que la prenda puede garantizar «cualquier obligación, presente o futura».

(33) Según lo establecido en el artículo 1.862 del Código Civil.

(34) El artículo 90.1.6.º de la Ley 22/2003, Concursal señala que cuando se trate de prenda de créditos será suficiente para que se considere crédito con privilegio especial con que la prenda conste en documento con fecha fehaciente. Continúa diciendo, con una redacción a nuestro juicio no muy afortunada que «la prenda en garantía de créditos futuros» solo atribuirá privilegio a los créditos nacidos antes de la declaración del concurso. Si lo que se pretendía era regular la prenda de créditos futuros, la redacción correcta debería haber sido «la prenda de derechos de crédito futuros» pues, de lo contrario, entendemos que lo que se estaría regulando es la prenda para garantizar créditos futuros y, posiblemente, la ubicación sistemática de este precepto en el apartado 6.º del artículo 9.º 1 de la Ley no sería la más idónea. En esta línea, F. NAVARRO CODERQUE y C.N. LAFARGUE FERNANDO, «Implicaciones de la prenda de derechos de crédito configurada como prenda sin desplazamiento tras la reforma de la Ley Concursal introducida por la Ley 38/2011, de 10 de octubre», La Ley Diario núm. 7984/2012, de 14 de diciembre de 2012.

(35) J.M. MIQUEL y F. GARCIMARTÍN, «El nuevo artículo 90.1.6.º *in fine* de la Ley Concursal», Revista on line del Colegio Notarial de Madrid, núm. 43, 2011.

(36) Quizás por entender que existen otras normas específicas para la prenda sobre este tipo de activos (Real Decreto 116/1992, Real Decreto-Ley 5/2005, Ley 24/1988 del Mercado de Valores, Código de Comercio, etc.) y que, por tanto, no debería ser la Ley de Hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento la más idónea para regularla.

(37) Curiosamente esta norma al referirse a la consideración de instrumento financiero realiza una remisión al Real Decreto-Ley 5/2005 cuando, en principio, lo lógico hubiera sido que, si lo que se deseaba era dejar fuera del ámbito de aplicación de esta norma a todos los instrumentos financieros, se hubiera re-

están refiriendo a derechos de crédito ya existentes aunque todavía no se hayan devengado ni sean líquidos y exigibles⁽³⁸⁾ y, por tanto, son derechos de crédito a los que se tendrá derecho a su cobro en el futuro. En el análisis que nosotros estamos realizando sobre los instrumentos financieros vemos que, por una parte, no pueden ser considerados como derechos de crédito futuros pues la propia Ley de prenda sin desplazamiento los excluye y, por otra parte, el inversor no posee ningún derecho de crédito sobre esos instrumentos que pretende adquirir, sino simplemente tiene la intención de adquirirlos⁽³⁹⁾ en un futuro, por lo que, para el caso que nos ocupa, no es aplicable, en nuestra opinión, esta regulación.

b. Algunas posibles mejoras o soluciones

Analizamos a continuación alguna solución que podría arbitrarse para resolver este tipo de financiaciones que, como comentamos, no son inusuales en la operativa existente con inversores interesados en el mercado de valores.

En el momento en el que el contrato de préstamo o crédito es otorgado con cuyo importe el inversor va a adquirir los valores que se pignorarán, el inversor no podrá pignorar los mismos pero sí podría, sin embargo, pignorar los derechos de crédito que le pertenecen contra la entidad financiera, una vez el importe de ese préstamo o crédito haya sido abonado en cuenta. Como es sabido, en nuestro ordenamiento jurídico

mitido a la enumeración general que de los mismos se realiza en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Por otra parte, es cierto, que el artículo 5.2 c) del Real Decreto-Ley, junto a la enumeración de los instrumentos que se incluye en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, hace mención expresa a algunos instrumentos concretos (como, por ejemplo, los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión regulados en la Ley 1/2005, de 9 de marzo); no obstante, aunque esta remisión al Real Decreto-Ley podría hacer pensar en alguna intención especial para ello del legislador (recordemos que, como estamos viendo, este Real Decreto-Ley tiene un ámbito de aplicación limitado) no creemos, a priori, que haya habido algún interés del legislador de dejar fuera de esta exclusión a determinados instrumentos financieros.

(38) Un ejemplo de ellos, podría ser los derechos al cobro de unas cantidades por la cesión de uso de un determinado bien pactados en un contrato ya firmado. Esos derechos de crédito ya pertenecerían al cedente, aunque todavía no podría cobrarlos, pues algunos de ellos no se habrían devengado y, no serían por tanto, líquidos y exigibles. En este ejemplo, existe ya pues, el derecho que se va a pignorar y una expectativa de cobro. Lo mismo ocurriría con los frutos pendientes y los que se deriven de la cosecha.

(39) Un tema distinto sería si el inversor hubiera suscrito, por ejemplo, un futuro o una opción sobre acciones, pues en ese caso sí poseería ya un derecho de crédito sobre esas acciones pero, como hemos visto, no podría pignorar tal derecho bajo la Ley de 1954 pues expresamente los excluye. Habría que pignorarlos conforme al Real Decreto-Ley 5/2005 o bajo la prenda ordinaria (con desplazamiento) de derechos de crédito (la Dirección General de los Registros y del Notariado ha confirmado mediante su Resolución de 18 de Marzo de 2009, BOE de 29 de marzo de 2009, que este tipo de prenda sobre derechos de crédito sigue existiendo y no ha sido sustituida por la nueva redacción de la Ley de 16 de diciembre de 1954, pues cada una de ellas tiene diferentes derechos y obligaciones). En esta línea, F. NAVARRO CODERQUE y C.N. LAFARGUE FERNANDO, «Implicaciones de la prenda de derechos de crédito configurada como prenda sin desplazamiento tras la reforma de la Ley Concursal introducida por la Ley 38/2011, de 10 de octubre», La Ley Diario núm. 7984/2012, de 14 de diciembre de 2012. J. LÓPEZ NAVARRO, «Diferencias entre la prenda ordinaria de crédito con y sin desplazamiento», Revista on line www.notariosyregistradores.com, 3 de abril de 2008.

es posible el derecho real de prenda sobre derechos de crédito derivados de depósitos bancarios⁽⁴⁰⁾. Así las cosas, una posible alternativa podría consistir en 1) pignorar inicialmente esos derechos de crédito⁽⁴¹⁾, 2) «causalizar» el objeto del préstamo, es decir, dejar constancia expresa en el contrato de que su importe únicamente podrá ser destinado a la adquisición de los mencionados valores y 3) incluir asimismo en el contrato una orden de compra de los mismos que deberá ejecutar la entidad de crédito prestamista. No obstante, esta alternativa por sí sola no genera suficiente seguridad debido a que, por una parte, la garantía real definitiva deberá ser la prenda de los valores adquiridos y, sin embargo, la constitución de la misma quedará, en parte, a expensas de que el titular de los mismos, una vez estos hayan sido registrados a su nombre, comparezca ante notario para su formalización y no opte por negarse a ello⁽⁴²⁾ o por obstaculizar el proceso. Por otra parte, en el momento en que se ejecuta la compraventa de los valores y se dispone del saldo del depósito, la prenda sobre los derechos de crédito desaparece.

Es cierto que en la práctica de mercado las entidades han ido utilizando, inventando e improvisando soluciones como la promesa de prenda⁽⁴³⁾, antes referida, o la inclusión de una cláusula de vencimiento anticipado del préstamo en caso de que el cliente no otorgue la correspondiente prenda; sin embargo, ninguna de ellas aporta mucha seguridad. Algunos creen que cabría interpretar que concurre una subrogación real de la prenda inicialmente otorgada sobre los derechos de crédito que se traspasaría de manera automática a los valores adquiridos con cargo a esos fondos depositados en la cuenta. Aunque esta interpretación pueda tener cierto fundamento legal⁽⁴⁴⁾ no deja de

(40) No solo es posible pignorar estos derechos a través de prenda ordinaria de derechos de crédito según ha confirmado el Tribunal Supremo (STS de 19 de abril de 1997, STS de 7 de octubre de 1997 y STS de 10 de abril de 2004, entre otras), sino mediante prenda sin desplazamiento (artículo 54 de la Ley de 16 de diciembre de 1954), siendo incluso posible la pignoración de derechos de crédito futuros. R. ARANDA RODRÍGUEZ, «La prenda de créditos», Marcial Pons, Madrid, 1996.

(41) Así, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta» en AA.VV., Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero, Madrid, Civitas, 1990, pp. 661 y 662 y A.J. TAPIA HERMIDA, «La pignoración de saldos de depósitos bancarios», en AA.VV., Tratado de garantías en la contratación mercantil, t. II, vol. 1.º, Madrid, Civitas, 1996, pp. 874 y ss.

(42) Con el objeto de mitigar este riesgo, algunas entidades de crédito exigen al inversor que otorgue a su favor un poder notarial irrevocable por el que la entidad de crédito pueda comparecer ante fedatario público y otorgar la correspondiente prenda sobre los valores adquiridos. De esta manera se reduce el riesgo de que el inversor, una vez adquiridos los valores, se niegue a otorgar la prenda. No obstante, esta solución no está exenta de riesgos pues, por una parte, resulta evidente que concurre la figura de la autocontratación (pues la entidad de crédito firmaría como pignorante y como acreedor pignoraticio) y, por otra parte, el inversor podría revocar de manera inmediata ese poder (en nuestro Derecho no cabe la irrevocabilidad de los apoderamientos y mandatos), quedándose la entidad de crédito sin facultad suficiente para otorgar la prenda. Obviamente, la entidad podrá alegar mala fe y podrá exigir daños y perjuicios pero, mientras tanto, no tendrá la garantía deseada.

(43) El artículo 1.862 del Código Civil regula la promesa de prenda y aclara que tal promesa únicamente tendrá efectos *inter partes*.

(44) En este sentido, el artículo 569-18 del Código Civil de Cataluña prevé el principio de subrogación real si bien, lo hace en el contexto de que la prenda recaiga sobre un derecho de crédito y éste fuera abonado antes de que venciera el crédito garantizado. Un ejemplo, podría ser el un derecho real de prenda

ser una mera interpretación que no otorga plena seguridad jurídica al tráfico mercantil. Sería muy de desear que existiera una norma que de manera clara y rotunda estableciera la plena validez de este tipo de subrogación.

Otra alternativa podría consistir en que, además de constituir la mencionada prenda inicial sobre los derechos de crédito, se formalice entre las partes simultáneamente un acuerdo de prenda sometido a la condición suspensiva de que los títulos sean adquiridos por el deudor pignoraticio. En caso de intervención de estos acuerdos por fedatario público, las partes podrían pactar que, con el fin de evitar tener que comparecer de nuevo ante el notario, una vez adquiridos los valores, fuera suficiente con que la entidad de crédito beneficiaria de la garantía acreditase al fedatario tal adquisición, haciéndolo constar el notario en su protocolo e informando a las partes. Este tipo de esquema sorteá, a nuestro entender, el problema de la prenda de cosa futura pues la prenda no surte efectos legales hasta que el deudor pignoraticio es realmente propietario de los mismos y, por otra parte, no deja al arbitrio del deudor la decisión de otorgar la prenda o de obstaculizarla. Aunque entendemos que podría defenderse que éste es un sistema plenamente válido de conformidad con nuestro Derecho actualmente en vigor, una vez más sería recomendable la existencia de alguna norma que despejara cualquier tipo de duda o incertidumbre.

C) Sustitución de los valores dados en prenda

a. Introducción

Los inversores se preocupan, como es obvio, por la evolución de sus carteras de valores y en mercados volátiles desean tener la libre disposición de sus activos para poder tomar decisiones rápidas que les permitan evitar pérdidas o acceder a determinadas expectativas de beneficios. La prenda conlleva necesariamente el bloqueo de los valores en beneficio del acreedor ya estén depositados en un tercero o en el propio acreedor. El bloqueo, por tanto, provoca una indisponibilidad transitoria de los mismos durante el periodo en el que la prenda se encuentra en vigor.

Ante una solicitud de sustitución de determinados valores pignorados por otros nuevos presentada por parte del titular de los mismos, una vez la entidad acreedora haya aceptado tal sustitución será necesario que se liberen los valores inicialmente dados en prenda y se formalice una nueva prenda sobre los valores nuevos. Lo habitual es que ambas partes tengan un claro interés en que este proceso sea lo más rápido, sencillo, seguro y económico posible. El titular de los valores deseará recuperar, normalmente, lo más rápidamente posible la libre disposición sobre sus valores para poder operar con ellos y salvaguardar de la mejor manera sus intereses económicos; también querrá que el proceso sea sencillo y que evite en la medida de lo posible nuevas for-

constituido sobre determinados instrumentos financieros de renta fija que tuvieran un vencimiento anterior a la fecha de vencimiento de la obligación principal garantizada.

malizaciones de documentos públicos con desplazamientos⁽⁴⁵⁾ y gastos adicionales. La entidad acreedora deseará también que el proceso sea ágil y seguro y no implique excesivos formalismos. La entidad acreedora puede estar interesada también en la sustitución de los valores, pues los nuevos pueden ser más seguros que los anteriores o puede, simplemente, aceptar el cambio con el fin de satisfacer la petición del cliente⁽⁴⁶⁾. La entidad intentará que la mencionada sustitución no implique para ella, en ningún caso, una pérdida de derecho o un empeoramiento de su garantía; sin embargo, resulta claro que como mínimo, el otorgamiento de una nueva prenda sobre los nuevos valores conllevará que la fecha de la garantía pasará a ser la de la nueva prenda, lo cual puede tener cierta relevancia a efectos concursales. Por otra parte, ocurre con cierta frecuencia que la sustitución solicitada por el titular de los valores lleva aparejada una venta de los mismos y una suscripción de los nuevos valores con cargo al importe resultante de la mencionada venta. Esta situación genera ciertos riesgos e incertidumbre para la entidad acreedora. Desde el momento en el que la entidad libera los valores pignorados y los pone a disposición de su titular se encuentra sin una garantía clara⁽⁴⁷⁾ hasta el momento en el que se encuentre plenamente constituida la nueva garantía sobre los valores de nueva adquisición⁽⁴⁸⁾; obviamente, la entidad acreedora deseará que la nueva prenda pueda ser formalizada de la manera más inmediata y sencilla posible.

El Código Civil de Cataluña (Ley 5/2006, de 10 de mayo) regula en los artículos 569-1 y siguientes, como hemos comentado, el derecho real de prenda. En concreto, el artículo 569-17 prevé la sustitución, total o parcial, de los valores pignorados, estableciendo que si los mismos cotizan en algún mercado secundario la sustitución se hará de acuerdo con las cotizaciones respectivas en el mercado oficial el día de la sustitución. Esta disposición, entendemos que es acertada en tanto se interprete que lo que impone es que se tenga en cuenta el precio de ese día de ambos valores para la sustitución; sin embargo, si lo que realmente se está exigiendo es que se sustituyan los valores pignorados por un número de los nuevos valores cuyo valor total en el mercado sea el mismo que el de los primeros, entendemos que este requerimiento puede ser un gran obstáculo para que el inversor pueda llevar a cabo la sustitución deseada. Como es lógico, cuando una entidad bancaria otorga un préstamo o un crédito valorará minuciosamente los bienes que se le ofrecen en garantía y no le dará lo mismo unos bienes que otros⁽⁴⁹⁾. Lo

(45) Probablemente en un futuro, cuando esté más extendido el uso de la firma y del documento nacional electrónicos en nuestro país, así como la posibilidad de obtener fe pública a través de sistemas electrónicos, este tipo de trámites se agilizarán notablemente.

(46) Esto es lo habitual.

(47) Analizaremos más adelante la posibilidad de interpretar que concurre una posible subrogación real.

(48) El titular de los nuevos valores adquiridos, a pesar de haberse comprometido por escrito, podría negarse a otorgar la prenda o, al menos optar por obstaculizar el proceso, por lo que el riesgo para la entidad acreedora aumentaría.

(49) No es lo mismo que el inversor le ofrezca como garantía bonos emitidos por el Gobierno alemán que acciones de una sociedad pequeña cotizada en un país emergente. Obviamente ambos valores pueden estar admitidos a negociación en mercados secundarios organizados pero la seguridad y garantía que aportan a la entidad prestamista puede ser distinta.

mismo ocurre con los instrumentos financieros. Aunque todos los instrumentos propuestos por el inversor estén cotizados, la entidad valorará de distinta manera unos y otros en atención a la calificación crediticia de su emisor, su liquidez, rentabilidad histórica, profundidad de mercado, volatilidad, el sector al que pertenezcan, etc. Como consecuencia de lo anterior, es posible que en virtud de las características de los nuevos valores que se aportan para sustituir a los pignorados, las partes tengan que ponerse de acuerdo para que el mayor o menor riesgo que estos puedan suponer se traduzca en una obligación de pignorar un mayor o menor número de valores cuyo valor en el mercado pueda ser superior o inferior al de los valores que se sustituyen.

Por otra parte, el artículo 569-17 en su apartado 4.º aclara que a pesar de la sustitución la fecha de la prenda se mantiene, es decir, continuará siendo la inicial, lo cual como hemos comentado puede tener trascendencia a efectos concursales. El régimen previsto en el Código Civil catalán es un buen avance; permite de manera expresa la sustitución de unos valores por otros; sin embargo, no especifica cómo debe realizarse y documentarse esa sustitución. En ningún momento se insinúa que esa sustitución puede realizarse de una manera documental más rápida y sencilla, lo cual como hemos visto, suele resultar trascendental. De hecho teniendo en cuenta lo que el propio Código estipula en su artículo 569-13 apartado 2 «*La prenda solo tiene efectos contra terceras personas desde el momento en que la fecha en que se ha acordado sus constitución consta en documento público*», lo lógico sería pensar que la eficacia frente a terceros de la sustitución solo surtiera efectos desde que conste en documento público. Son muchos los que han querido ver en éste régimen de prenda establecido por el Código Civil de Cataluña una vía para sustituir automáticamente unos valores por otros sin grandes formalismos pero, como decimos, del tenor literal de la norma, no se deduce tal sencillez sino más bien parece que tendría que otorgarse un documento público adicional con presencia de los sujetos implicados al igual que habría que hacer en el caso de la prenda del Código Civil español⁽⁵⁰⁾.

Al margen de lo anterior, el Código Civil de Cataluña es una norma autonómica con un ámbito de aplicación obviamente territorial, por lo que únicamente podrían acogerse a este régimen algunos contratos de prenda. Han sido bastante debatidos los requisitos que deben cumplirse para que un contrato de prenda pueda formalizarse al amparo del Código Civil catalán, pues la norma no lo aclara suficientemente. Unos opinaban que el titular de los valores debía ser residente en Cataluña, otros que la entidad beneficiaria de la prenda debía tener una oficina allí, otros que los valores debían encontrarse depositados en una entidad ubicada en Cataluña, otros que es suficiente con que la operación se formalizara ante un fedatario público situado en Cataluña, etc. Aunque no existe todavía una conclusión definitiva, sí parece fundamental que los valores que se pignoran se encuentren depositados en una cuenta abierta en una oficina bancaria ubicada en Cataluña y que el notario que intervenga la operación también tenga su sede en Cataluña. En cualquier caso, resulta evidente que un gran volumen de

(50) En este caso la prenda que se otorgaría sería nueva y no conservaría la fecha de la prenda inicial como sí lo hace la del Código Civil catalán.

contratos de prenda en el resto de España no podrán formalizarse al amparo del mencionado Código Civil catalán.

En caso de contratos de prenda de cierta duración, es posible que el cliente solicite en reiteradas ocasiones la sustitución de los valores que se encuentren pignorados en cada momento y, desde luego, cuanto más sencillo y ágil sea el proceso de sustitución más facilitará a ambas partes que puedan beneficiarse de ella.

El Real Decreto-Ley 5/2005 antes referido también permite en su artículo Noveno la sustitución de los valores, siempre que así se haya pactado en el acuerdo de prenda. Así mismo, establece que a pesar de la sustitución de los valores pignorados la fecha de la prenda permanecerá invariable, es decir, seguirá siendo la de la prenda inicial⁽⁵¹⁾. Por otra parte, en su apartado primero exige que los objetos pignorados sean sustituidos por otros de «valor equivalente». Este artículo, siguiendo la redacción casi literal de la Directiva 2002/47/CE, define qué debe entenderse por objeto de «valor equivalente». No es, por desgracia, muy acertada a nuestro juicio la definición que realizan tanto el Real Decreto-Ley como la Directiva; ambas normas establecen que a) en caso de que se trate de efectivo⁽⁵²⁾, éste deberá ser sustituido por otro importe idéntico y en la misma divisa y b) cuando se trate de valores negociables, deberá aportarse otros valores negociables del mismo emisor o deudor, de la misma emisión o clase y del mismo importe nominal, divisa y descripción. Resulta complicado imaginar cuál podría ser el interés de un inversor de sustituir, por ejemplo, doscientos mil euros pignorados por otros doscientos mil euros o, tres mil acciones de Telefónica, por otras tres mil acciones de Telefónica exactamente iguales; no obstante, es esto lo que parecen establecer estas normas. En nuestra opinión, es posible que esta exigencia que, a priori, parece poco lógica sea fruto de un error en la sistemática empleada en la redacción de este artículo. Se regula de manera simultánea tanto el derecho del acreedor pignoraticio a disponer del objeto dado en prenda como el derecho del garante de sustituir el objeto pignorado. En ambos casos, se establece que se deberá aportar un «objeto de valor equivalente»; en el primero de los supuestos se deberá aportar dicho objeto por el acreedor para devolver el bien del que dispuso y, en el segundo, por el deudor para sustituir los valores inicialmente pignorados. Resulta evidente que la definición de «objeto de valor equivalente» que se recoge en el apartado tercero tiene mucho sentido en el primero de los supuestos (es decir, en aquel en el que la entidad acreedora debe devolver al garante un bien que sea, a poder ser, exactamente igual al que dispuso o, al menos, lo más parecido posible). No resulta tan lógica, sin embargo, la aplicación de esta exigencia al segundo supuesto. Como hemos mencionado anteriormente, las razo-

(51) En el mismo sentido, como hemos comentado, que el artículo 569-17 del Código Civil de Cataluña.

(52) Obviamente debe entenderse que se refiere a los derechos de crédito que nacen a favor del depositante cuando ingresa dinero en una cuenta de crédito contra la entidad depositaria, como intenta aclarar el propio artículo Séptimo del Real Decreto-Ley 5/2005 y el Considerando 18 de la Directiva 2002/47/CE que manifiesta expresamente que quedan excluidos los billetes de banco. Es decir, no sería posible pignorar el dinero en sí mismo, sino como ha reiterado la doctrina más reciente del Tribunal Supremo los derechos de crédito contra la entidad depositaria derivados del depósito del dinero en una cuenta bancaria (STS de 19 de abril de 1997, STS de 7 de octubre de 1997 y STS de 10 de abril de 2004, entre otras).

nes que pueden impulsar a un titular de unos valores pignorados a sustituir los mismos pueden ser muy variadas, pero la más habitual debería ser su deseo de poder operar con los mismos⁽⁵³⁾ y de aportar como prenda valores distintos (emitidos por otra entidad, o pertenecientes a otras emisiones o clases, o de distinto valor nominal y características, etc.). Es cierto, que el párrafo b) del mencionado apartado tercero añade que se podrán también aportar otros activos «*cuando se haya producido un hecho que afecte a los valores negociables inicialmente aportados*»⁽⁵⁴⁾ y así se haya pactado. Parece que esta sustitución por activos distintos queda únicamente restringida a aquellos supuestos en los que se haya producido un «*hecho que afecte a los valores pignorados*». Aunque podría pensarse que este párrafo abre, en general la posibilidad de sustituir unos valores negociables por otros valores negociables distintos e incluso por otros instrumentos financieros y, por qué no, por derechos de crédito derivados del depósito de efectivo en una cuenta bancaria, la verdad es que la norma lo condiciona a que se haya producido un «*hecho que afecte a los valores pignorados*» y parece querer limitarlo exclusivamente a aquellos casos en los que sobre esos valores surja algún tipo de imprevisto que afecte de manera importante a los mismos⁽⁵⁵⁾ (por ejemplo, que vayan a ser amortizados). Surge, por tanto, una duda razonable sobre la posibilidad real, en circunstancias ordinarias, de que las partes puedan acordar la sustitución de unos instrumentos financieros por otros de distintas características sin que concurra el mencionado «*hecho*». En caso de que la respuesta a esa duda deba ser negativa, entendemos que la utilidad de esta cláusula quedaría enormemente reducida.

Al margen de estas limitaciones del artículo Noveno del Real Decreto-Ley a la libre sustitución de valores pactada por las partes que acabamos de ver, ya comentamos anteriormente las restricciones existentes en cuanto al ámbito de aplicación de esta norma, tanto respecto a las partes que pueden acogerse a ella como respecto a las obligaciones que pueden ser garantizadas, por lo que nos remitimos a lo anteriormente expuesto.

A diferencia con otros países⁽⁵⁶⁾, no es posible en nuestro ordenamiento jurídico pignorar una cuenta/depósito de valores⁽⁵⁷⁾, interpretando que cualquier instrumento fi-

(53) Por ejemplo, para desinvertir y evitar riesgos, para invertir en otros valores más seguros o más rentables, para donarlos, para simplemente liberarlos de la prenda, etc.

(54) J.C. URETA, «Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva», AA.VV., La Ley, 2007, Madrid, pp. 603 y ss.

(55) Una vez más, se ve claro que la definición de objeto de valor equivalente está pensada para los supuestos en los que el acreedor ha ejercido su derecho de disposición del objeto dado en prenda, por lo que debe devolver el mismo objeto, pero si esto no es posible (por ejemplo, porque los valores han sido amortizados) podrá devolver otro activo. En estos caso resulta absurda también la exigencia de que se haya pactado esto contractualmente pues, si los valores pignorados han desaparecido, se haya pactado o no, la entidad acreedora deberá devolver algún otro activo (aunque sea efectivo) al garante.

(56) Por ejemplo, el Reino Unido que permite el «*earmarking*».

(57) J.C. URETA, «Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva», AA.VV., La Ley, 2007, Madrid, pp. 603 y ss.». *El antiguo principio de «especialidad» de los derechos reales ha llevado siempre a considerar imprescindible que se especificara concretamente y sin duda la cosa dada en garantía (...)*» pero, a su juicio, la combinación especificación-desposesión,

nanciero que, en cada momento, se encuentre depositado/registrado en ella deberá entenderse también pignorado. En estos casos se estaría pignorando el continente y no el contenido. Más que la propia cuenta de valores habría que interpretar que lo que se pignoran son los derechos de crédito que el titular de la misma posee frente a la entidad depositaria, es decir, entre otros, los derechos a que se le restituya una cantidad de valores de determinada calidad y especie⁽⁵⁸⁾. La prenda sobre este tipo de cuentas de valores hace desaparecer el problema que genera la sustitución de los valores pues el titular de los valores pignorados podrá sustituirlos directamente, en cuanto la entidad acreedora se lo autorice, entendiéndose que como la prenda recae sobre el continente los nuevos valores que se registran en la cuenta pignorada quedan automáticamente pignorados. Este tipo de planteamientos facilita, en gran medida, la pignoración de valores que se encuentran bajo un contrato de gestión discrecional de carteras. Como consecuencia del mandato de gestión de cartera de valores otorgado por el inversor a la entidad financiera, los valores que componen esa cartera rotan con cierta frecuencia como consecuencia de decisiones de inversión o desinversión en busca de mayor rentabilidad o disminución de riesgos y pérdidas. La prenda sobre este tipo de valores resulta en la práctica muy complicada conforme a nuestro actual Derecho, pues cada vez que alguno de esos valores es reemplazado, es necesario formalizar ante fedatario público un nuevo documento para que en todo momento haya un reflejo fiel de los valores que se encuentren pignorados. Estas situaciones provocan, de facto, que los inversores que podrían estar interesados en mantener su cartera bajo el contrato de gestión pues así, el riesgo y la rentabilidad puede estar más controlados⁽⁵⁹⁾ se vean obligados a tener que retirar los valores o, al menos, algunos de ellos del mandato de gestión para mantenerlos con carácter más estático en una cuenta de valores separada y poder así pignorarlos a favor del acreedor.

b. Algunas posibles mejoras y soluciones

Analizaremos a continuación algunas propuestas de solución para reducir el riesgo y aumentar la eficiencia del proceso para ambas partes. Planteamos dos alternativas

propia de las garantías reales fue ya objeto de excepciones derivadas de la necesidad del tráfico como la prenda sin desplazamiento que permite dar como garantía «*los frutos pendientes y las cosechas esperadas dentro del año agrícola*», sustituyendo la desposesión, imposible en la práctica, por la consideración del deudor como depositario (Ley de 16 de diciembre de 1954).

(58) Una vez nuestro Derecho positivo ha reconocido, a través de la Ley 16 de diciembre de 1954 de Hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, la posibilidad de pignorar derechos de crédito cabría plantearse si estos derechos de crédito que pertenecerían al titular de una cuenta de valores (depósito de valores) frente a la entidad depositaria podrían tener cabida en esa norma. No existe duda sobre la posibilidad de pignorar derechos de crédito derivados de cuentas de efectivo.

(59) En estos supuestos resulta esencial que, si la entidad beneficiaria de la prenda va a ser también la entidad encargada de prestar los servicios de gestión discrecional de carteras al inversor, se establezcan los procedimientos y medidas oportunas para que esta entidad gestione correctamente el potencial conflicto de interés que podría surgirle, asegurando que siempre se da pleno cumplimiento a las instrucciones y directrices emitidas por el inversor para la gestión de dicha cartera (por ejemplo, la entidad podría estar más interesada en mantener la cartera gestionada compuesta de valores de bajo riesgo, en tanto que los mismos están garantizando determinadas obligaciones del inversor frente a ella).

posibles, una primera para el caso de que nuestro ordenamiento jurídico decidiera optar por seguir exigiendo la intervención de fedatario público en la constitución y sustitución de los instrumentos financieros pignorados y, una segunda alternativa, para el supuesto de que nuestro Derecho permitiera, con carácter general, la sustitución de los valores (más allá de lo ya establecido en el Real Decreto-Ley 5/2005) sin intervención de notario.

Respecto a la primera alternativa, sería recomendable que la norma permitiera que las partes pudieran pactar en el contrato de prenda la posibilidad de sustituir libremente y de mutuo acuerdo unos instrumentos financieros por otros, sin que tengan que ser necesariamente de «valor equivalente», en el sentido que el Real Decreto-Ley 5/2005 expresa (es decir, valores emitidos por el mismo emisor, que formen parte de la misma emisión, del mismo importe nominal, divisa, etc.). Asimismo, la ley debería permitir un régimen de sustitución sencillo que evitara a las partes tener que comparecer ante el fedatario público cada vez que los instrumentos pignorados fueran sustituidos por otros nuevos. Ese régimen podría consistir en que, cada vez que se desee sustituir todos o parte de los instrumentos financieros pignorados, la entidad de crédito beneficiaria de la garantía enviara al notario documento escrito original firmado por el garante solicitando la sustitución de los valores pignorados e identificando los nuevos valores, así como documento escrito original firmado por la entidad beneficiaria de la garantía aceptando la sustitución. El fedatario por reconocimiento de firmas constataría la corrección legal de la sustitución y tomaría razón, en su caso, de la correspondiente novación modificativa, notificándolo a las partes y conservándola en su protocolo. La entidad de crédito beneficiaria de la garantía⁽⁶⁰⁾ notificaría la novación modificativa intervenida a la Entidad encargada del registro contable de los valores para que tomara razón en sus registros.

En aquellos casos más complejos en que los valores o instrumentos financieros inicialmente pignorados vayan a ser enajenados para, con el importe resultante de su venta adquirir nuevos valores los cuales se pignorarán y sustituirán a los inicialmente pignorados, sería recomendable que la norma estableciera que se entenderán automáticamente pignorados tanto los derechos de crédito que resulten sobre el efectivo derivado de la enajenación, así como los nuevos valores desde el momento de su adquisición por el garante, por subrogación real.

En cuanto a la segunda alternativa, en caso de que para prendas sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta e inscritos en un Servicio de Registro, Compensación y Liquidación de Valores la ley permitiera sustituirlos sin intervención de fedatario público, podría ser muy útil aplicar un régimen parecido al establecido por el Real Decreto-Ley 5/2005 pero con un ámbito de aplicación más amplio, como hemos comentado anteriormente. Así, sería deseable un sistema que permitiera llevar a efecto la sustitución de los valores mediante la simple aportación por la entidad de crédito beneficiaria de la prenda a la Entidad encargada del registro contable del documento escrito original firmado por el garante en el que se solicite la sustitución de

(60) O el fedatario público si así se ha pactado por las partes.

los bienes y se identifiquen los nuevos valores, así como del documento original firmado por la entidad de crédito beneficiaria de la prenda aceptando dicha sustitución, sin que se exigiera ninguna otra formalidad para su sustitución, validez, eficacia, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba. La Entidad adherida al mencionado Servicio debería proceder a inscribir la prenda sobre los nuevos valores en cuanto la entidad de crédito beneficiaria de la prenda le presente los documentos mencionados, recayendo sobre la entidad de crédito beneficiaria de la prenda y no sobre la Entidad adherida la obligación de constatar el consentimiento de la sustitución por el titular de los valores.

Estas son meras sugerencias de mejora pero, obviamente, cabría plantear otras muchas soluciones distintas.

D) Prenda de valores negociados en mercados secundarios extranjeros

Como comentábamos anteriormente, los inversores cada vez son más proclives a realizar operaciones sobre valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios ubicados en otros países. Las nuevas condiciones económicas, regulatorias y tecnológicas han provocado, desde hace varios años, que los inversores tengan su horizonte territorial más allá de las fronteras de sus propios Estados. Los motivos son muy diversos (por ejemplo, diversificación del riesgo, acceso a mayor rentabilidad, oportunidades de inversión en países emergentes, etc.) pero, estamos, sin duda, ante una clara realidad.

Por lo anterior, cuando una persona, física o jurídica, desea obtener financiación y ofrece como garantía una cartera de valores, no es inusual que ésta esté formada por una pluralidad de instrumentos financieros algunos de ellos admitidos a negociación en mercados secundarios extranjeros. Un esquema por el que una entidad de crédito española que va a conceder un préstamo a un cliente residente en España el cual le ofrece como garantía acciones cotizadas, por ejemplo, en los mercados secundarios de París, Londres y Frankfurt tenga que pignorar cada uno de esas acciones bajo la ley francesa, inglesa y alemana, respectivamente, teniendo que contactar con despachos de abogados locales para su formalización y ejecución (pues dichas regulaciones resultan desconocidas para la entidad) y además con la posibilidad siempre existente de que el cliente le pueda solicitar, en cualquier momento, la sustitución de los mismos por otros valores que coticen, a su vez, en otros países distintos a los anteriores, crea un entorno difícil, poco realista y, desde luego, poco propiciador del crédito y la financiación.

Es cierto que, cada uno de esos países pueden establecer normas locales para que las acciones en cuestión sean bloqueadas y la prenda quede estrictamente registrada en el Sistema o Entidad encargados de los registros contables; no obstante, también es cierto que esas acciones cotizadas en mercados secundarios extranjeros se encontrarán probablemente depositadas en una *Cuenta Omnibus* abierta a nombre normalmente de la entidad prestataria⁽⁶¹⁾, que a su vez es el acreedor pignoraticio y que la inscripción de

(61) Aunque normalmente el titular de este tipo de Cuentas Omnibus o Cuentas Globales suele ser la propia entidad de crédito prestamista, se hace constar que se es titular «por cuenta de terceros», es decir, no se trata de posiciones propias sino de posiciones pertenecientes a los clientes de la entidad.

cada una de estas prendas en los Sistemas encargados de la llevanza contable locales de cada Estado la prenda puede tener un interés relativo para la entidad prestamista en tanto que las acciones se encuentran ya bajo su propia titularidad nominal.

El aspecto más relevante se encuentra recogido en el segundo párrafo del artículo 10.1 de nuestro Código Civil que establece el criterio general de que los derechos sobre bienes muebles se registrarán por el lugar donde se hallen («*lex rei sitae*»). En efecto, el punto clave es determinar en qué lugar se «hallan» realmente las acciones que se desean pignorar. Algunos autores creen que ese lugar es el Estado donde se encuentra ubicado el Sistema de Registro, Compensación y Liquidación de Valores encargado de la llevanza contable de los valores que cotizan en el mercado secundario donde dichas acciones lo hacen⁽⁶²⁾. Sin embargo, el artículo 17 del Real Decreto-Ley 5/2005, partiendo del mencionado criterio general de la *lex rei sitae*, establece como «*situs*» de esas acciones, tanto a efectos inter partes como frente a terceros, el Estado en el que se encuentre la «*cuenta principal*»⁽⁶³⁾. Esta es la conocida como regla *PRIMA*⁽⁶⁴⁾ («*Place of the Relevant Intermediary Approach*»); es decir, la determinación de la ley aplicable a los valores representados mediante anotaciones en cuenta estaría determinada por el lugar en el que se encuentre la «*cuenta principal*»⁽⁶⁵⁾ del intermediario relevante, la cuenta en la que queden anotados, a nombre del titular final los valores que se van a pignorar a favor del beneficiario. Este sistema supone, sin duda, un gran avance y soluciona los problemas antes referidos. Aunque, según comenta esta norma, este criterio de la «*cuenta principal*» es aplicable a prendas cuyo objeto consista en valores representados mediante anotaciones en cuenta, lo cierto es que parece circunscribirlo a que esa prenda sea considerada «*garantía financiera*» conforme a los requisitos que el propio Real Decreto-Ley define, lo cual provoca que muchos contratos de prenda queden excluidos (entre otros todos los suscritos por personas físicas). Creemos que sería más eficiente permitir que, por ejemplo, siempre que una de las partes sea una entidad financiera pueda pactarse por mutuo acuerdo de las partes la aplicación de la regla *PRIMA*.

2.2. Ejecución de la Prenda

A) Procedimiento de ejecución del Código de Comercio

Nuestro Código Civil establece que «*cuando la prenda consistiere en valores cotizables, se venderán en la forma prevenida por el Código de Comercio*» (artículo 1.872). Esta remisión general que resulta muy lógica, pues el procedimiento de ejecución previsto en el Código Civil no parece muy idóneo para los valores, se encuentra frenada por la

(62) En el caso de España, se trataría de Iberclear.

(63) Respuesta a Consulta núm. 8 emitida con fecha 5 de mayo de 2011 por la Comisión de Derecho Internacional Privado del Servicio de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España.

(64) L. FERNÁNDEZ DEL POZO, «*Dictamen sobre la eficacia de la nueva prenda sin desplazamiento del art. 54.3 LHMPD en relación con las diversas especies de garantías reales sobre créditos existentes en nuestro Derecho*», Barcelona, 25 de junio de 2009.

(65) Con esta misma terminología se recoge en la Directiva 2002/47/CE en su artículo 9.

propia redacción del Código de Comercio, el cual limita mucho más el ámbito de valores que pueden beneficiarse del sistema especial de ejecución contenido en su artículo 322.

Mientras el Código Civil se refiere a «*valores cotizables*», es decir que coticen o puedan cotizar, el Código de Comercio, al requerir que la enajenación de los valores se realice por el organismo rector del mercado secundario oficial, parece limitarlo únicamente a «*valores cotizados*». La expresión «*valor cotizable*» podría equipararse a la más actual «*valor negociable*» utilizada por la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, la cual lo define como «*cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*». Son muchos los valores y otros instrumentos financieros incluidos dentro de esta definición y que, sin embargo, no necesariamente tienen por qué estar admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Todos estos instrumentos financieros, si bien de conformidad con el artículo 1.872 del Código Civil, debería entenderse que su venta como consecuencia de la ejecución de la prenda debería formalizarse de acuerdo al procedimiento establecido en el Código de Comercio, la realidad es que la redacción de ésta última norma y la interpretación que se ha hecho de ella los deja fuera.

En el mercado financiero actual encontramos que los inversores ofrecen como garantía frecuentemente participaciones de Fondos de Inversión o acciones de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SICAVs). La prenda sobre participaciones de Fondos de Inversión y/o sobre acciones de SICAVs no puede ejecutarse a través del procedimiento de venta del Código de Comercio pues aunque son valores negociables no cotizan en un mercado secundario oficial. Las acciones de las SICAVs habitualmente están incluidas en el Mercado Alternativo Bursátil, el cual no es un mercado secundario oficial sino un sistema multilateral de negociación⁽⁶⁶⁾. En el caso de las participaciones, éstas no están cotizadas normalmente en ningún mercado⁽⁶⁷⁾ pero existe, sin embargo, un valor liquidativo objetivo el cual se publica⁽⁶⁸⁾ diariamente o con alta frecuencia.

Estos son solo dos ejemplos pero, obviamente, son muchos los instrumentos financieros que quedan fuera del ámbito de aplicación del artículo 322 del Código de Comercio⁽⁶⁹⁾, viéndose abocados a tener que ser ejecutados conforme a lo establecido en el artículo 1.872 del Código Civil, con los inconvenientes que a continuación analizaremos.

(66) Así se recoge en el artículo 1 del Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de acuerdo con lo previsto en el Título XI de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(67) A excepción de los conocidos como *Exchange Trader Funds* (ETFs).

(68) Artículo 4.8 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, de Instituciones de Inversión Colectiva, las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva deberán publicar el mencionado valor liquidativo a través de un medio que garantice un acceso fiable, rápido, gratuito y no discriminatorio a los inversores. A estos efectos, se consideran medios de difusión aptos los boletines de las bolsas de valores, la página web de la SGIIC, así como cualquier otro que, en atención a los requisitos señalados, determine la CNMV.

(69) La jurisprudencia (Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 302/2012 de 26 de Abril) considere este procedimiento como un procedimiento privilegiado, una norma de carácter excepcional («*contra tenorem rationem*»).

Asimismo podría interpretarse que también quedarían al margen de este procedimiento del artículo 322 cualquier prenda sobre valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial extranjero pues, al margen de si podría resultar aplicable o no la ley española para constituir la prenda (cuestión que ya hemos abordado anteriormente), resulta evidente que no se podrá exigir al órgano rector de dicho mercado extranjero que realice las funciones que la normativa de otro Estado (España) regula para la ejecución de la prenda.

Por otra parte, el artículo 322 in fine establece que el acreedor pignoraticio solo podrá hacer uso de este procedimiento ejecutivo especial durante los tres días hábiles siguientes al vencimiento del préstamo. Parece tratarse de una exigencia de «*ius cogens*» (Derecho imperativo)⁽⁷⁰⁾. Es cierto que, el propio artículo dispensa al acreedor de la obligación de requerir el pago al deudor y le permite solicitar la enajenación de los valores directamente; sin embargo, en la práctica algunos órganos rectores de mercados secundarios oficiales así como algunos tribunales exigen la aportación de una evidencia de que se ha requerido el pago al deudor, informándole de la ejecución y venta de los valores en caso de su incumplimiento. Este tipo de requerimientos por muy rápido que se quieran realizar hacen de imposible cumplimiento el mencionado plazo de tres días. Debería establecerse un plazo más largo y, en cualquier caso, permitir a las partes que puedan pactar un plazo distinto.

B) Procedimiento de ejecución del Código Civil

Como hemos comentado, una gran variedad de valores e instrumentos financieros queda fuera del ámbito del procedimiento de ejecución de prenda previsto en el artículo 322 y siguientes del Código de Comercio, debiendo ejecutarse de acuerdo con

(70) Así se recoge, entre otras, en la Sentencia del Tribunal Supremo (STS) núm. 1122/2008 de 10 de diciembre de 2008, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza núm. 472/2011 de 25 de octubre de 2011 y en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 302/2012 de 26 de abril. En todas ellas se menciona que la razón de ser de este breve plazo de tres días hábiles establecido para que el acreedor haga uso del procedimiento de ejecución es evitar que éste pueda especular con los valores en su provecho y en perjuicio del deudor, dadas las posibles oscilaciones. Aunque es posible que ese haya sido la ratio de la norma, lo cierto es que el plazo de tres días resulta insuficiente. Por otra parte, cabría también preguntarse ¿A qué especulaciones en su provecho se refiere? Lo lógico sería pensar que el acreedor intentará vender los valores lo antes posible y por el mejor precio, pues su mayor interés será cobrar su crédito y obtener de la venta suficiente efectivo para saldar la deuda. Así pues, no estará preocupado sobre, si como consecuencia de la venta de los valores en esa fecha y una vez cubierta la deuda, queda para el deudor un remanente de valores mayor o menor. Simplemente venderá los que necesite para cubrir la deuda y lo hará de la manera más rápida. Pensar en que el acreedor (habitualmente una entidad de crédito) una vez producido el incumplimiento, en caso de que el importe de los valores pignorados en ese momento no sea suficiente para cubrir el importe adeudado, va a esperar a ver qué ocurre en el mercado bursátil especulando a ver si sube el precio pero corriendo, a su vez, el riesgo de que el precio de los valores pueda bajar y tener unas pérdidas mayores, es desconocer cómo operan habitualmente las entidades de crédito y sus departamentos financieros y de riesgos, así como sus supervisores. En el momento del incumplimiento, la garantía se ejecutará y, en caso de ser insuficiente, se exigirá por vía judicial al deudor que pague la cantidad restante. En caso de demoras injustificadas en la ejecución deberá responder ante el titular de los valores e incluso frente al resto de los acreedores (Sentencia de la Audiencia provincial de Barcelona núm. 302/2012, de 26 de abril de 2012).

el régimen general previsto en el artículo 1.872 del Código Civil. Este artículo establece un sistema de subastas públicas⁽⁷¹⁾ realizadas ante notario más bien pensado para la enajenación de objetos pignorados que no poseen un precio cierto en el mercado (por ejemplo, un cuadro, una obra de arte⁽⁷²⁾, etc.). No parece muy lógico subastar valores como participaciones de Fondos de Inversión, acciones de SICAVs, etc., que poseen un precio cierto y objetivo y para los que existen sistemas mucho más ágiles e idóneos para su liquidación (por ejemplo, solicitar el reembolso a la entidad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva o a la propia SICAV).

El procedimiento del Código Civil, es un procedimiento lento y formalista que requiere la convocatoria de la primera subasta, pliego de condiciones, anuncios pertinentes, citación del deudor y del dueño de los valores pignorados y celebración de la subasta. En caso de que no se consiga vender los bienes que obviamente parece que será lo normal (¿quién estará interesado en comprar participaciones de un Fondo de Inversión a través de una subasta notarial?) habrá que volver a convocar una segunda subasta, con sus anuncios, nuevas citaciones a los interesados y nueva celebración. Todo este proceso estrictamente formalista requerirá de días e incluso semanas y mientras tanto es posible que el precio/valor de los valores pignorados se esté desplomando en el mercado lo cual, ni favorece al acreedor pignoraticio ni al deudor que verán como quizás la garantía una vez enajenada no es suficiente para cubrir la cantidad adeudada como consecuencia del tiempo transcurrido. Por último, se establece que, en caso de que no haya sido posible enajenar los valores en la segunda subasta el acreedor podrá hacerse dueño de los valores pero se le obliga a tener que dar carta de pago por la totalidad de la deuda. Nos formulamos la pregunta: si se sabe cuál es el precio/valor liquidativo de los valores y además estos podrían ser vendidos a través de otros sistemas más idóneos, ¿Por qué se impone al acreedor, en aquellos casos en los que como consecuencia de la venta no vaya a ser suficiente para recuperar la totalidad de la cantidad adeudada, la renuncia a poder exigir al deudor el importe restante? ¿Cuál es el racional de esta medida?⁽⁷³⁾ ¿Está realmente pensada para instrumentos financieros líquidos en el mercado? Por otra parte, nos surge la duda de cuál debería ser el precio de los valores en la primera subasta, ¿De-

(71) Estas subastas se llevaban a cabo a través del artículo 220 del Reglamento Notarial (Decreto de 2 de junio de 1944), sin embargo, tras la Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de mayo del 2008, que declara nula gran parte del mencionado artículo, parece que está en tela de juicio si sigue siendo posible llevar a efecto la ejecución extrajudicial de la garantía a través de subasta notarial. Por otra parte, la Dirección General del Registro y del Notariado emitió una resolución con fecha 29 junio de 2009 (BOE de 3 de septiembre 2009) en la que dice expresamente: «*el procedimiento extrajudicial de ejecución, con las limitaciones de procedimiento derivadas de la Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de mayo de 2008 (que es el que ha declarado nulo el art. 220 del Reglamento Notarial) es válido y eficaz, (...)*». Sin embargo, parece que la tendencia es la de trasladar a los tribunales de justicia estas ejecuciones de garantías, lo cual obviamente lo hace aún más complicado y menos idóneo, en especial teniendo en cuenta la acumulación de asuntos existente en estos últimos.

(72) La propia Ley de 16 de diciembre de 1954, de Hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento que permite que sean objeto de prenda sin desplazamiento los objetos de valor artístico e histórico (artículo 54), remite al procedimiento del artículo 1.872 del Código Civil para aquellos en los que el deudor no pague pero entregue la posesión (artículo 94).

(73) El artículo 579 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, permite al acreedor que no haya podido saldar plenamente su crédito mediante la subasta de los bienes pignorados poder solicitar el embargo de otros activos.

bería ser su precio real o valor liquidativo? y ¿Cuál debería ser el de la segunda subasta? ¿Habría que bajarlo y venderlo por debajo de su valor liquidativo real?⁽⁷⁴⁾

A nuestro entender, el procedimiento de ejecución del artículo 1.872 del Código Civil no fue diseñado para valores e instrumentos financieros (de hecho, como comentábamos, en su último párrafo hace una remisión al Código de Comercio) pero, sin embargo, se ha convertido en el procedimiento general para muchos valores que no tienen cabida en el artículo 322 del Código de Comercio.

No se trata de un sistema extremadamente garantista sino simplemente de un sistema de ejecución desfasado y muy poco idóneo para los contratos de prenda sobre este tipo de activos. En muchas ocasiones, las partes deseosas de buscar soluciones ante esta situación, han recurrido al principio de autonomía de la voluntad de las partes (1.255 del Código Civil) pactando sistemas extrajudiciales de ejecución de la prenda más acordes con la naturaleza del bien pignorado pero, sin embargo, dichos pactos no han tenido buena acogida por los jueces y tribunales.

C) *Procedimiento de ejecución del Código Civil de Cataluña*

El Código Civil de Cataluña también hace una remisión en materia de ejecución de valores cotizables e instrumentos financieros al procedimiento específico establecido por la legislación aplicable en materia de mercado de valores. A priori, cabe pensar que ese procedimiento específico al que realiza esa remisión⁽⁷⁵⁾ no es otro que el recogido en el artículo 322 y siguientes del Código de Comercio, del cual ya hemos expuesto sus carencias y limitaciones.

No obstante, de alguna manera, el Código Civil de Cataluña ha supuesto alguna mejora en cuanto a la ejecución de valores se refiere, aunque encontramos algunos aspectos susceptibles de mejora.

En primer lugar, el artículo 569-20 no solo exige que se realice previamente el requerimiento a los deudores⁽⁷⁶⁾ sino que además obliga al acreedor antes de poder proceder a enajenar los valores pignorados, a esperar un mes desde la fecha del requerimiento por si el deudor quisiera oponerse judicialmente⁽⁷⁷⁾. Aunque, a priori, pueda parecer razonable ese plazo⁽⁷⁸⁾ que se le concede al deudor para oponerse, en la prác-

(74) El mencionado artículo 220 del Reglamento Notarial (Decreto de 2 de junio de 1944) establecía que el tipo para la segunda subasta sería el 75% del tipo de la primera, lo cual supondría una reducción que para instrumentos financieros con precio cierto o valor liquidativo podría resultar absurda o desproporcionada.

(75) Quedarían al margen aquellas prendas constituidas al amparo del mencionado Real Decreto-Ley 5/2005.

(76) Veremos más adelante algunas de las desventajas que este requerimiento puede conllevar en términos de tiempo para llevar a término la ejecución.

(77) Debiendo, en ese caso, el deudor, consignar o afianzar a través de aval bancario la cantidad adeudada al acreedor pignoraticio.

(78) Algunos interpretan que ese plazo es solo aplicable a la venta a través de subasta notarial pero, lo cierto es que, tanto la redacción como la propia sistemática del artículo, no hacen sencillo llegar a tal conclusión.

tica cuando se trata de garantías reales sobre valores, obligar al acreedor a esperar un mes en un mercado a la baja puede ser un gran problema para el acreedor que podría ir viendo cómo a lo largo de ese mes el precio de los valores pignorados va bajando y la suma finalmente obtenida de la venta⁽⁷⁹⁾ podría no cubrir la cantidad adeudada. Este tipo de plazos no se exige en nuestra legislación común (ni el Código Civil ni el Código de Comercio lo hacen) y, en nuestra opinión, no solo resta eficacia y seguridad a la prenda sino que, en mercados bajistas podría provocar severas pérdidas a los acreedores pignoraticios (normalmente entidades de crédito), pudiendo afectar al correcto funcionamiento del mercado financiero (especialmente del crédito)⁽⁸⁰⁾.

El Código Civil de Cataluña permite a las partes, sin embargo, poder pactar en el contrato de prenda (eso sí, en documento público) un sistema de ejecución por el que cualquiera de las partes o incluso una tercera persona pueda vender los valores pignorados. Es necesario definir en el documento público los criterios de enajenación y el plazo. A nuestro juicio se trata de un sistema muy útil y eficiente para valores que cotizan o tienen un valor liquidativo calculado por un tercero imparcial el cual está, a su vez, supervisado por un Regulador. Para aquellos casos en los que las partes no hayan pactado la mencionada venta directa, este Código Civil establece un sistema de subastas notariales que adolece de los mismos problemas que los que ya hemos comentado para el artículo 1.872 del Código Civil español.

D) Procedimiento de ejecución del Real Decreto-Ley 5/2005

El Real Decreto-Ley recoge, por primera vez en nuestro ordenamiento, un procedimiento de ejecución realmente ágil y adecuado para las prendas constituidas sobre valores negociables y demás instrumentos financieros⁽⁸¹⁾. Se permite que las partes puedan pactar bien la venta de los valores por el acreedor⁽⁸²⁾, bien la apropiación de los mismos en cuyo caso ha debido acordarse expresamente en el contrato de prenda cómo se valorarán dichos valores⁽⁸³⁾.

Asimismo, esta norma no exige notificación al deudor previa a la ejecución ni la intervención de ningún funcionario público. El acreedor pignoraticio podrá solicitar la enajenación de los valores u ordenar el traspaso a su cuenta, siendo suficiente con el

(79) Suponiendo que el deudor decida no oponerse. El acreedor pignoraticio deberá esperar el plazo del mes sin saber si finalmente el deudor va a ejercitar su derecho de oposición o no.

(80) Las entidades de crédito podrían reaccionar exigiendo más garantías desde el principio al deudor para poder prevenir el riesgo de que durante ese plazo de un mes el valor de las garantías disminuya por debajo de la cantidad adeudada. El otorgar más garantías también tiene sus inconvenientes para el deudor que perderá la libre disposición sobre esos bienes adicionales y además deberá sufragar mayores costes cuando esa prenda se formalice ante fedatario público.

(81) Artículo Undécimo y Duodécimo del Real Decreto-Ley 5/2005.

(82) Es el ejercicio del «ius distrahendi», es decir, el derecho a realizar el bien dado en garantía en el supuesto de que el deudor incumpla la obligación garantizada.

(83) Se trata, en definitiva, de un supuesto de autotutela del acreedor. M. YUSTE ROJAS, «Novedades en la ejecución notarial de la prenda», Revista on line del Colegio Notarial de Madrid, marzo-abril 2013/núm. 48.

envío de un requerimiento⁽⁸⁴⁾ al depositario (si es un tercero) informándole del incumplimiento, del vencimiento anticipado y de la ejecución de la garantía financiera. El depositario, el mismo día que reciba el requerimiento deberá proceder a la enajenación o al traspaso de los valores, según corresponda.

Debe entenderse que la ejecución de la prenda sobre este tipo de valores cuando los mismos se encuentran admitidos a negociación en un mercado secundario o poseen un valor liquidativo objetivo y cierto, no debe generar ningún tipo de riesgo de pacto comisorio⁽⁸⁵⁾ o de malbaratamiento de bienes, pues los valores deberán ser enajenados o apropiados por su precio de mercado o, en su caso, por su valor liquidativo. En caso de instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado secundario o que no posean del valor liquidativo comentado entendemos que será necesario que las partes pacten cual será la forma en la que los mencionados instrumentos serán valorados debiendo ser, a nuestro juicio, un sistema bien definido y objetivo⁽⁸⁶⁾. Aunque el Real Decreto-Ley parece exigir únicamente esta obligación de pactar la modalidad de valoración de los instrumentos a los supuestos de apropiación⁽⁸⁷⁾, creemos que en tanto los valores no tengan un precio conocido en el mercado, las partes deberían establecer en el acuerdo de prenda también la manera en que deberán valorarse los mismos en caso de ejecución.

Este procedimiento es, a nuestro entender, realmente idóneo, ágil y eficaz para la ejecución de prendas sobre instrumentos financieros; su único inconveniente viene fijado por su restrictivo ámbito de aplicación, subjetivo y objetivo, que excluye a las personas físicas así la posibilidad de garantizar obligaciones derivadas de muchas operaciones financieras. Son muchos, como hemos mencionado, los Estados que en su ordenamiento jurídico contemplan procedimientos similares al anterior que permiten tanto a personas jurídicas como físicas acogerse a él.

E) Algunas posibles mejoras y soluciones

De todas las reformas y actualizaciones comentadas, quizás la correspondiente a la ejecución de la prenda de valores sea la más urgente a nuestro juicio.

(84) El artículo Duodécimo, apartado tercero del Real Decreto-Ley 5/2005 regula el contenido de este requerimiento. Deberá incluir fecha y tipo de contrato de garantía financiera, nombre y datos de las partes y del depositario, manifestación del incumplimiento, vencimiento anticipado y ejecución de la garantía y, finalmente, orden de enajenación o traspaso de los instrumentos financieros.

(85) La prohibición del artículo 1.859 del Código Civil se inspira y justifica en que el acreedor no se lucre con el mayor valor de la cosa, ni el deudor ni el resto de acreedores se vean perjudicados con ello (STS de 3 de noviembre de 1902 y STS de 3 de marzo de 1932, entre otras). Sin embargo, en tanto el bien pignorado tenga un precio objetivo, como puede ser el de valores negociables cotizados, desaparece ese posible perjuicio. F. REDONDO TRIGO, «*El pacto marciano ex intervallo y la fiducia cum creditore en las garantías financieras del Real Decreto-Ley 5/2005*», Revista on line IE Law School, de 9 de marzo de 2008 y M. YUSTE ROJAS, «*Novedades en la ejecución notarial de la prenda*», Revista on line del Colegio Notarial de Madrid, marzo-abril 2013/núm. 48.

(86) Deberá ser calculado de manera totalmente independiente de las partes.

(87) Artículo Undécimo tercer apartado del Real Decreto-Ley 5/2005.

Hemos visto que el sistema de subastas del Código Civil no resulta en absoluto idóneo para la ejecución de prendas sobre valores, que el artículo 322 del Código de Comercio deja fuera de su ámbito de aplicación a muchos instrumentos financieros, que el Código Civil de Cataluña además de ser una norma de aplicación meramente autonómica plantea algunos inconvenientes como el plazo del mes de espera y acaba por remitirse de manera genérica a la normativa específica de ejecución de valores⁽⁸⁸⁾ y que, finalmente, el Real Decreto-Ley 5/2005 aunque establece un sistema, a nuestro entender, muy acertado impone un ámbito de aplicación muy restringido.

De entre las diferentes alternativas posibles para adaptar el procedimiento de ejecución a la realidad del mercado de valores la más oportuna, en nuestra opinión, sería la de establecer un procedimiento similar al regulado por el mencionado Real Decreto-Ley 5/2005. Es decir, un procedimiento al que las partes (siempre que una de ellas sea, por ejemplo, una entidad de crédito), puedan someterse (aunque la otra parte sea una persona física) para garantizar las obligaciones derivadas de cualquier contrato financiero (al menos, sería de agradecer que la norma no albergara ningún tipo de duda sobre su aplicación para garantizar préstamos y créditos)⁽⁸⁹⁾. Lo deseable sería que este procedimiento no exigiera ningún tipo de requerimiento de pago o notificación previa al deudor⁽⁹⁰⁾ ni al garante y que permitiera a la entidad acreedora vender los instrumentos financieros pignoralados en el mercado o apropiarse de ellos, siempre que dichos instrumentos financieros se encuentren negociados en cualquier mercado secundario (español o extranjero) o posean un valor liquidativo cierto y objetivo determinado de manera independiente por una entidad financiera (por ejemplo, por la entidad gestora de Instituciones de Inversión Colectiva que gestione los Fondos de Inversión o SICAVs cuyas participaciones o acciones han sido objeto de pignoración y se desean ahora enajenar). No creemos que esta alternativa, como hemos comentado, deba conllevar ningún riesgo de pacto comisorio⁽⁹¹⁾, pues la entidad acreedora los enajenará a su pre-

(88) Se entiende que se refiere al propio artículo 322 del Código de Comercio.

(89) En nuestra opinión, el derecho del acreedor a disponer de la cosa pignoralada, que procede de la tradicional «*fiducia cum creditore*», es decir, de la transmisión de la propiedad como forma de garantía real, no resulta tan necesario en el mercado financiero cotidiano y, por ello, entendemos que sería perfectamente suprimible de la hipotética extensión del este régimen de prenda que comentamos.

(90) Como tampoco lo exige la actual redacción del artículo 322 del Código de Comercio.

(91) Como hemos comentado, aunque históricamente la jurisprudencia ha mantenido la prohibición del pacto comisorio, dicha prohibición se ha ido matizando desde hace algún tiempo, permitiéndose el «pacto marciano», es decir, que las partes puedan pactar desde el inicio o con posterioridad («pacto ex intervalo») que, en caso de incumplimiento del deudor, el acreedor pueda apropiarse del bien pignoralado siempre que el deudor no sufra ningún tipo de empobrecimiento injusto a favor del acreedor (STS de 1 de abril de 1895, 27 de marzo de 1926, entre otras). Más recientemente, el Tribunal Supremo en varias sentencias, de las cuales fue ponente D. Antonio Gullón (STS de 19 de abril de 1997, STS de 7 de octubre de 1997 y STS de 10 de abril de 2004, entre otras), admite la validez de la ejecución de la prenda sobre imposiciones bancarias a plazo mediante la aplicación directa de la compensación por parte de la entidad de crédito acreedora; no hace falta explicar que dicha compensación supone, en realidad, la apropiación de saldo a favor de la entidad. Estas resoluciones dejan claro que no rige la prohibición de pacto comisorio pues tratándose de un valor dinerario objetivo no hay riesgo de daño para el deudor. En esta línea, F. RODRÍGUEZ PRIETO, «Pacto comisorio y pacto marciano», Revista on line del Colegio No-

cio cierto⁽⁹²⁾. Para aquellos casos en los que los instrumentos financieros pignorados no estuvieran admitidos a negociación en un mercado secundario o, en general, no dispusieran del mencionado precio o valor liquidativo, sería bueno que se permitiera que las partes pudieran pactar en el contrato de prenda el método o procedimiento objetivo e imparcial para fijar el precio por el que la entidad acreedora deberá vender o apropiarse de dichos instrumentos financieros (por ejemplo, al precio medio ofrecido por, al menos, tres entidades financieras⁽⁹³⁾ de reconocido prestigio para un lote de valores pignorados análogo al que se pretenda enajenar en cada momento).

Otro posible procedimiento alternativo, a mitad de camino entre el previsto en nuestro Código Civil y en el Código de Comercio, consistiría en que dicha venta o apropiación de los instrumentos financieros pignorados deba realizarse con intervención de fedatario público⁽⁹⁴⁾, el cual velará por la correcta ejecución de la misma según los términos del acuerdo pactados por la entidad acreedora y el garante. Para ello, la entidad acreedora deberá aportar al fedatario público el contrato de préstamo o crédito garantizado, copia del contrato de prenda, certificado de saldo deudor emitido por la entidad acreedora así como documento en el que ésta entidad solicite la ejecución de la prenda detallando la forma y cuantía de los valores. El fedatario público no entraría a conocer sobre el incumplimiento del deudor que ha provocado la ejecución. Para la fijación del precio de enajenación o apropiación de los instrumentos pignorados nos remitimos a lo comentado en el párrafo anterior⁽⁹⁵⁾.

Se trata de dos ejemplos de posibles soluciones pero, obviamente, podría pensarse en otras muchas.

tarial de Madrid, marzo-abril 2013/núm. 48. Algunos autores, como DE DIEGO y ALBADALEJO, se han manifestado a lo largo de su obra a favor de la validez del pacto marciano en aquellos casos en los que los bienes pignorados poseen un precio determinado en el mercado o haya una «*justa estimación*». ALBADALEJO rechaza como válido el precio fijado de mutuo acuerdo por las partes, pues este sistema ofrece los mismos riesgos que la admisión del pacto comisorio, ya que el deudor pignoraticio podría verse obligado a aceptar ese precio por parte del acreedor. Sí sería válido, sin embargo, el precio fijado por un tercero independiente. En igual sentido, F. REDONDO TRIGO, «*El pacto marciano ex intervalo y la fiducia cum creditore en las garantías financieras del Real Decreto-Ley 5/2005*», Revista on line IE Law School, de 9 de marzo de 2008.

(92) Es cierto, que se ha debatido mucho sobre el posible perjuicio que para el deudor podría conllevar la venta en un corto intervalo de tiempo de un volumen elevado de valores de relativa liquidez pues, obviamente, podría afectar a la baja al precio de cotización de dicho valor.

(93) En este sentido, F. REDONDO TRIGO, «*El pacto marciano ex intervalo y la fiducia cum creditore en las garantías financieras del Real Decreto-Ley 5/2005*», Revista on line IE Law School, de 9 de marzo de 2008.

(94) La venta no la realizaría el Notario (sino el acreedor pignoraticio que es al que se le conceden las facultades jurisdiccionales sustituyendo al Juzgador), sino que desempeñaría su función de controlar la legalidad de las actuaciones y la seguridad de los intereses en juego, como señala M. YUSTE ROJAS, «*Novedades en la ejecución notarial de la prenda*», Revista on line del Colegio Notarial de Madrid, marzo-abril 2013/núm. 48.

(95) El propio artículo 635.2 de la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil remite al procedimiento de venta a través de notario para la realización de participaciones sociales y acciones que no coticen en Bolsa.

2.3. Envío de notificaciones derivadas del contrato de Prenda

Durante la vigencia del contrato de prenda es posible que surja la necesidad de enviar al deudor o al garante alguna notificación. Esta comunicación puede ir encaminada a solicitar garantías adicionales como consecuencia de la disminución del valor de los instrumentos financieros inicialmente pignorados⁽⁹⁶⁾, o a notificar algún posible incumplimiento, o a requerir el pago e informar de la ejecución de la prenda, etc.

Una de las características de la prenda de instrumentos financieros es la gran volatilidad que muchos de ellos pueden tener. Las garantías reales sobre otro tipo de activos, ya sean sobre inmuebles, obras de arte, antigüedades, bienes muebles en general, etc., pueden obviamente verse, de la misma manera, afectadas por una disminución del valor real de los bienes⁽⁹⁷⁾, sin embargo, normalmente la variación en el precio de los mismos se suele producir de una manera más lenta y progresiva por lo que el transcurso del plazo de veinte o treinta días en realizar ciertas comunicaciones no supone un alto riesgo de disminución importante del valor del bien. Sin embargo, en el caso de muchos instrumentos financieros (especialmente las acciones) el precio real de las mismas en el mercado puede variar drásticamente en pocos días pudiendo perjudicar seriamente los intereses del acreedor pignoraticio e incluso los del propio deudor.

El proceso de notificación, analizado de una manera superficial, podría llevar a pensar que no requiere demasiado tiempo, sin embargo, la realidad demuestra lo contrario. Son varias las normas que exigen que la notificación se realice⁽⁹⁸⁾ y son también abundantes las sentencias emitidas por los tribunales que interpretan que el acreedor debe requerir de pago al deudor de esa manera antes de la ejecución⁽⁹⁹⁾. En el análisis de los distintos medios existentes de notificación encontramos que los tradicionalmente considerados como fehacientes suelen conllevar un mayor plazo. El correo certificado no da fe sobre el contenido de la comunicación, el burofax o el telegrama sí lo hacen⁽¹⁰⁰⁾ pero, en caso de que el interesado no se encuentre en el domicilio en el momento de la notificación o cualquier otra persona que quiera recepcionarla⁽¹⁰¹⁾, nos encontramos ante el dilema de si es suficiente con haberlo intentado o si debe esperarse el plazo de 30 días naturales que Correos otorga al interesado para recogerlo. En caso

(96) Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza núm. 472/2011 de 25 de octubre de 2011.

(97) Así está ocurriendo, principalmente en nuestro país, con el precio de los inmuebles hipotecados en garantía de muchas operaciones de préstamo y crédito.

(98) Entre otras, los artículos 572 y 573 de la Ley 1/2000, de 7 de enero de Enjuiciamiento Civil que exigen para la ejecución dineraria que se aporte documento acreditativo de haber notificado al deudor y al fiador la cantidad exigible.

(99) Entre otras, Sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza núm. 472/2011 de 25 de octubre de 2011.

(100) Artículo 14.1 b) del Real Decreto 1829/1999, de 3 de Diciembre por el que se aprueba el Reglamento por el que se regula la prestación de los servicios postales y artículo 16 de la Ley 43/2010, de 30 de diciembre del Servicio Postal universal.

(101) Esta persona debe ser mayor de edad de acuerdo con lo previsto en el artículo 32 del Real Decreto 1829/1999, de 3 de diciembre por el que se aprueba el Reglamento por el que se regula la prestación de los servicios postales.

de que el interesado decida no acudir a la oficina de Correos correspondiente a recoger la comunicación el acreedor, transcurrido ese plazo, recibirá una comunicación de Correos confirmándolo dos días más tarde aproximadamente. Surge de nuevo el dilema sobre si, ante este infructuoso intento de notificación, el acreedor debe intentarlo de nuevo o no (el cliente podría haber estado de viaje y no haber podido acceder a la información para tomar una decisión).

Es habitual que el acreedor incluya en dichas notificaciones algún tipo de plazo para que el deudor, por ejemplo, proceda a aportar nuevas garantías, a reducir el saldo dispuesto o a efectuar el pago. Ese plazo suele empezar a computarse desde la fecha de la recepción de la notificación por parte del deudor, por lo que tiene cierta importancia conocerla. Esos plazos además deben otorgar al interesado un tiempo razonable de reacción para poder aportar esas nuevas garantías o para realizar la transferencia de efectivo para efectuar el pago⁽¹⁰²⁾. En cualquier caso, suponiendo que fuera suficiente con un único intento de notificación, sumando los distintos plazos, el acreedor podría verse obligado a esperar, en algunos casos, veinte días o más antes de poder ejecutar la garantía, lo cual en un mercado a la baja podría provocar el mencionado riesgo de que la garantía no fuera suficiente para cubrir la deuda.

Otra posibilidad sería realizar la notificación por conducto notarial. La notificación a través de esta vía puede ser rápida pero, en caso de que el interesado no se encuentre en su domicilio, simplemente dejará constancia de que se encontraba ausente pero volverá a surgir la duda de si se le debe dar alguna nueva oportunidad de notificación al deudor o si se puede entender ya por plenamente realizada la notificación y proceder a la terminación del contrato, ejecución de la garantía, etc.

Como hemos comentado anteriormente, varias normas de nuestro ordenamiento jurídico (por ejemplo, el Código de Comercio o el Real Decreto-Ley 5/2005) no exigen el requerimiento de pago al deudor previo a la ejecución de la prenda. A nuestro juicio, para aquellos casos en los que el deudor en la fecha de vencimiento del contrato contractualmente pactada no haya procedido al pago correspondiente, resulta razonable no exigir al acreedor notificaciones adicionales que podrían conllevar todos los perjuicios y riesgos antes señalados. En aquellos otros supuestos relativos a la necesidad de aportar nuevas garantías o algún incumplimiento del deudor parece necesario que se realice una notificación; no obstante, sería realmente práctico que, a estos efectos, fuera plenamente admisible cualquier medio de prueba válido en Derecho como, por ejemplo, el correo electrónico, fax, conversación telefónica grabada, etc. Se trata de medios mucho más rápidos y eficaces que permiten cumplir con el objetivo principal de informar al cliente, sin que provoquen los perjuicios antes mencionados. Incluso podrían utilizarse varios de ellos de manera simultánea o combinada aumentando las posibilidades de éxito de la comunicación y pudiéndose pactar que la primera que se reciba por el deudor sea la que debe tenerse en cuenta para el cómputo del plazo que la propia notificación pueda incluir (para otorgar nuevas garantías, para reducir el im-

(102) A veces el pago requiere la venta previa por el deudor de otros instrumentos financieros de su propiedad, lo cual también conlleva tiempo.

porte dispuesto, para subsanar el incumplimiento, etc.). Por lo anterior, creemos que sería deseable que se entendieran plenamente válidos estos medios de notificación, libremente pactados por las partes en el contrato correspondiente, sin que deba exigirse mayor grado de veracidad o «fehaciencia». En esta misma línea, podría igualmente valorarse la posibilidad de que fuese suficiente la acreditación por parte del acreedor del envío de la notificación, sin que deba depender tanto de la recepción efectiva de la misma.

JURISPRUDENCIA

LA IMPROCEDENCIA DEL COBRO DE CUOTA DE CANCELACIÓN ANTICIPADA EN UN CONTRATO DE SWAP A LA LUZ DE LOS CRITERIOS DE INTERPRETACIÓN DEL CÓDIGO CIVIL

JULIA MAS-GUINDAL GARCÍA

*Abogada
Profesora de Derecho Privado*

(Comentario a la STS de 15 de noviembre de 2012)^(*)

RESUMEN

En los últimos años ha tenido lugar un incremento notable en la litigiosidad de los contratos de permuta financiera de intereses, en particular en aquellos que fueron suscritos entre una entidad financiera y un cliente minorista. En el escenario más común, el debate jurídico se centra en la declaración de la nulidad del contrato, alegando normalmente el demandante que el contrato no es válido debido a que existió un vicio en su consentimiento en el momento de la contratación. En cambio, en la sentencia del Tribunal Supremo de 15 de noviembre de 2012 que constituye el objeto de este comentario, la controversia gira en torno a la privación de los efectos económicos de la cláusula de cancelación anticipada con arreglo a los criterios de interpretación de los contratos del Código Civil. Se analizan en el presente trabajo los fundamentos que llevan al tribunal a concluir que no procede abonar un cargo por cancelación así como, a propósito de ello, la aplicación de los artículos 1281-1288 CC al contrato de swap.

Palabras clave: *Permuta financiera de tipos de interés, Swap, interpretación de los contratos, cargo de cancelación anticipada, tipo de interés.*

ABSTRACT

In the last years there has been a significant increase in the litigation regarding swap agreements, especially in those that were concluded between a financial entity and a retail client. In the vast majority of the cases the legal debate focuses on the declaration of nullity of the contract, and the plaintiff normally claims that the contract is voidable because his consent was vitiated when the contract was signed. In contrast, in the Supreme Court ruling that we analyze in this paper, the controversy revolves around the lack of economic effects of the early termination provision of the contract in accordance with the interpretation criteria of the Civil Code. This paper explores the arguments of the ruling and the application of articles 1281-1288 of the Civil Code to the swap agreement.

Keywords: *Swap, contract interpretation, early termination fee, interest rate.*

(*) Ponente Excmo. Sr. D. José Ramón Ferrándiz Gabriel. JUR 2012, 389658.

FUNDAMENTOS DE DERECHO
DE LA SENTENCIA

Primero.—Breve resumen de los antecedentes.

El conflicto de intereses sobre el que se proyecta el recurso de casación, interpuesto por la demandada, Bankinter, SA, se localiza en la interpretación de las cláusulas reguladoras de la relación jurídica nacida de un contrato vinculado a otro subyacente de préstamo, que, con el título «de intercambio de tipos/cuotas», ambas partes —la ahora recurrente, prestamista, y los demandantes, prestatarios— han decidido extinguir.

El mencionado contrato tenía por finalidad sustituir el interés variable generado por la deuda de los prestatarios por una cantidad periódica fija —aunque no absolutamente, ya que lo que generó la demanda fue la disconformidad de los deudores con un aumento de la misma en determinado periodo—.

Según resulta de las alegaciones de los contratantes, el litigio surgió cuando los prestatarios, por considerar que no debían el mencionado incremento, pretendieron dar por extinguida la relación y Bankinter, SA les reclamó el abono de una cantidad como cargo de cancelación.

Los demandantes negaron deber suma alguna por el referido concepto y su pretensión, de declaración negativa, fue desestimada en el primer grado judicial y estimada en el segundo.

El Juzgado de Primera Instancia entendió que el cargo por cancelación era debido por los prestatarios, a consecuencia de estar incluido en el pacto del que fueron parte; mientras que la Audiencia Provincial llegó a la conclusión contraria, tras interpretar el contrato.

Contra la sentencia de apelación interpuso recurso de casación Bankinter, SA, por cinco motivos, todos ellos referidos a la interpretación del contrato, que dicen los recurrentes no se ajustó a normas del Código Civil (LEG 1889, 27).

Hay que indicar que no se mencionan como infringidos los preceptos legales que disciplinan la documentación y protección de la clientela bancaria o la contratación de instrumentos financieros. Así como tampoco los referidos al

control de incorporación de las condiciones generales, en garantía de una correcta formación de la voluntad de la parte adherente, pese a que el Tribunal de apelación calificó el contrato litigioso como de adhesión.

No obstante, el contenido de esas normas, en lo pertinente, no puede dejar de ser tenido en cuenta para dar respuesta a las cuestiones específicamente planteadas en el recurso de casación.

Segundo.—Contenido de la cláusula litigiosa.

La cláusula en cuyo sentido jurídicamente relevante basó su decisión el Tribunal de apelación fue la sexta del contrato de «intercambio de tipos/cuotas».

En ella, tras una mención de los supuestos en los que «las partes podrán resolver el presente contrato anticipadamente» —«la amortización total del préstamo [...]; la reducción del plazo del préstamo por debajo del plazo pactado para el intercambio»; y la «resolución voluntaria del intercambio por parte del cliente o por Bankinter»—, se contiene una relación de las cuatro causas por las que Bankinter, SA quedaba facultada para resolver unilateralmente la relación contractual: «la falta de pago por el cliente [...]; el incumplimiento por parte del cliente de cualquiera de las obligaciones contraídas [...]; la comprobación de la falsedad, ocultación o inexactitud en los datos o documentos facilitados por el cliente a Bankinter [...]; y «la variación sustancial de las circunstancias que sirvieron de base a la formalización de la operación [...]».

Debajo de esa enumeración, en otro párrafo, aparece en el documento la regla contractual litigiosa, según la que, «en estos casos, se procederá a la correspondiente liquidación positiva o negativa en la cuenta del cliente, en función de las condiciones existentes en el mercado de tipos de interés en el momento en que se produzca la mencionada resolución [...]. La resolución anticipada del contrato conlleva gastos para Bankinter que pueden ser repercutidos al cliente».

Entendió el Tribunal de apelación, al interpretar esa regla contractual, que la frase «en estos casos» —de distinto significado en el

conjunto que otras, como «en todos los casos» o «en cualquiera de los casos»—, es decir, los supuestos en los que Bankinter, al liquidar la relación contractual, podía repercutir gastos en el cliente, no eran todos los previstos en la cláusula como de extinción anticipada del vínculo, sino sólo los cuatro mencionados inmediatamente antes de ella: esto es, aquellos en los que Bankinter, SA podía hacerlo por determinados incumplimientos de los prestatarios.

La conclusión a que llegó el Tribunal de apelación fue que entre tales «casos» no se encontraba el de la extinción del vínculo por voluntad del prestatario o por mutuo disenso. Para entenderlo así se apoyo en las reglas de interpretación literal y, en último caso, «contra proferentem», sancionadas en los artículos 1281, párrafo primero, y 1288 del Código Civil (LEG 1889, 27).

Lo que le llevo a estimar el recurso de apelación de los prestatarios y a declarar que los mismos no debían el «cargo por cancelación».

Tercero.—La interpretación de los contratos y el recurso de casación.

Hemos afirmado con reiteración —la última vez en la sentencia 650/2012, de 5 de noviembre, tras la número 364/2011, de 7 de junio (RJ 2011, 4394), con cita de otras muchas— (a) que los artículos 1.281 a 1.289 del Código Civil (LEG 1889, 27) no contienen meras reglas lógicas o de buen sentido, puestas a disposición del intérprete para que libremente se sirva o no de ellas en la búsqueda de la llamada voluntad contractual, sino verdaderas normas jurídicas de las que, necesariamente, debe hacer uso en su actividad; (b) que, por ello, la infracción de las mencionadas normas abre el acceso a la casación por la vía que permite el artículo 477, apartado 1, de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892); (c) que, consecuentemente, el control de la interpretación del contrato es, en esta sede, sólo de legalidad; (d) que, del mismo modo, queda fuera del ámbito del recurso de casación toda revisión del resultado de la labor de investigación del sentido jurídicamente relevante de las declaraciones de voluntad que resulte respetuoso con los imperativos legales

que disciplinan la labor del intérprete, aunque no sea el único admisible conforme a ellos; y (e) de modo que, cuando aquellas normas hubieran sido respetadas, el recurso de casación no permite decidir cuál es la interpretación del contrato que parece mejor o más adecuada a las circunstancias del caso, porque tal tipo de conclusión excedería del ámbito propio del recurso extraordinario y significaría, no un control de legalidad, sino una intromisión en funciones que corresponde ejercer a los Tribunales de las instancias.

Cuarto.—Enunciado y fundamentos de los cinco motivos del recurso de casación.

I. En el motivo primero, denuncia Bankinter, SA la infracción del artículo 1281 del Código Civil (LEG 1889, 27). Alega que el Tribunal de apelación, al interpretar el contrato, no había seguido lo dispuesto en dicha norma; en concreto, al no haber entendido que las palabras «en estos casos» se referían a todos los de extinción del vínculo mencionados en la cláusula sexta del contrato y no sólo a los determinados por incumplimientos de los prestatarios.

II. En el motivo segundo señala como infringida la norma del artículo 1288 del Código Civil. Afirma que, para que pueda ser aplicada, es preciso que previamente se haya intentado indagar la voluntad contractual por medio de las otras reglas de interpretación contenidas en el Código Civil que tengan la condición de preferentes, como las que menciona en los siguientes motivos.

III. En el motivo tercero denuncia la infracción del artículo 1285 del Código Civil. Sostiene que el Tribunal de apelación no había tenido en cuenta la regla de interpretación sistemática, al no haber tomado en consideración, para extraer el sentido jurídicamente relevante de la cláusula sexta, el tenor de la tercera — que, al facultar al cliente para solicitar una alteración del valor nominal del intercambio, establecía que «la anterior modificación determinará la correspondiente liquidación positiva o negativa en la cuenta del cliente en función de las condiciones existentes en el mercado de

tipos de interés en el momento en que se produzca la mencionada modificación», así como que, si «la modificación del porcentaje de intercambio sobre el nominal del préstamo conlleva gastos adicionales para Bankinter [...]», pueden ser repercutidos al cliente—; y tampoco el de la quinta —que, al regular las variaciones que, durante la vigencia del préstamo, afecten al principal del mismo, como sería el caso de una amortización anticipada, dispone que «el intercambio de tipos de interés/cuotas se ajustará en idéntica proporción en que se vea afectado el principal», así como que los referidos ajustes «podrían determinar la correspondiente liquidación positiva o negativa en la cuenta del cliente en función de las condiciones existentes en el mercado de tipos de interés en el momento en que se produzca la mencionada circunstancia»—.

Concluye la recurrente afirmando que si una modificación del porcentaje del intercambio o una amortización parcial del préstamo podía generar, según el contrato, una liquidación positiva o negativa para el cliente, la misma regla debería ser aplicada en los casos de amortización total.

IV. En el motivo cuarto, las normas que la recurrente considera infringidas son las de los artículos 1286 y 1287 del Código Civil.

Alega que la interpretación del Tribunal de apelación privaba de eficacia al plazo de duración del contrato y eliminaba la función estabilizadora del coste del préstamo hipotecario que el mismo estaba destinado a cumplir, mediante la sustitución de una cuota variable de intereses por una suma fija. Y que tampoco había tenido en cuenta los usos seguidos por las entidades financieras, que acostumbraban a asociar consecuencias económicas a la extinción anticipada del mismo tipo de contrato.

V. En el quinto motivo Bankinter, SA vuelve a denunciar la infracción del artículo 1288 del Código Civil, ahora para afirmar que el Tribunal de apelación no había tenido en cuenta los términos del debate en torno a la oscuridad de la cláusula sexta del contrato, referidos, no al desconocimiento del alcance o cuantía de la liquidación, sino a si la previsión final era aplicable a todos los casos de extin-

ción anticipada del vínculo o sólo a los cuatro previstos para el caso de incumplimientos de los prestatarios.

Quinto.—Razones que determinan la desestimación de todos los motivos.

Como se expuso anteriormente, el recurso de casación no permite controlar si la interpretación del contrato seguida en la instancia es la más adecuada a las circunstancias del caso, sino sólo si es contraria a alguna de las reglas que la disciplinan. Se indicó también que superar los límites del control de legalidad que nos incumbe excedería del ámbito propio de este recurso extraordinario y significaría una intromisión en función que corresponde ejercer a los Tribunales que conocen del proceso en las instancias.

I. Ello sentado, no se considera contraria a la norma del párrafo primero del artículo 1281 del Código Civil (LEG 1889, 27) la conclusión a que llegó el Tribunal de apelación, al entender que una interpretación literal del contrato no permitía afirmar, claramente, que los prestatarios hubieran aceptado al firmar el documento quedar obligados al pago de un cargo específico en el supuesto de cancelar anticipadamente el vínculo —esto es, en todos los supuestos de extinción del mismo sin haber vencido su plazo de urgencia y no sólo en los cuatro previstos de resolución a instancia de la ahora recurrente—, siendo que la cláusula sexta no es clara, que en los «datos particulares del presente intercambio» —cláusula decimocuarta— no se menciona el litigioso cargo y que cualquier posibilidad de integración al alcance de los adherentes hay que entenderla limitada por la falta de identificación mínima de la causa de la deuda y —como se dice en la sentencia recurrida— por la omisión en la redacción del documento de una «referencia específica al criterio de cálculo del coste asociado a dicha operación».

Recuerda la sentencia 22/2010, de 29 de enero (RJ 2010, 164), que el artículo 1281, párrafo primero, dispone que «ha de estarse, en primer lugar, a la interpretación literal» y «sólo si hay dudas o contraposición de la literalidad con la voluntad real de los contratantes o hay

evidencia de que ésta era contraria al texto literal», cumple acudir a las demás reglas.

II. Ciertamente —y así lo precisa la sentencia de 27 de septiembre de 1996 (RJ 1996, 6644), recaída en el recurso número 2731/1992— que el artículo 1288 del Código Civil —al que se refieren los motivos segundo y quinto— «no entra en juego cuando una cláusula contractual ha de ser interpretada, sino [...] una vez utilizados los criterios legales hermenéuticos y, por supuesto y primordialmente, las reglas de la lógica».

Procede, por ello, posponer el examen de ambos motivos al de los demás que integran el recurso.

III. El canon sistemático o de la totalidad, que permite iluminar el sentido de unas cláusulas con el de las demás del contrato, regulado en el artículo 1285 del Código Civil, no permite corregir la interpretación dada por el Tribunal de apelación, ya que, al fin, se trata de averiguar la voluntad contractual por medio de unas reglas elaboradas sólo por una de las partes.

En tal situación la compleja redacción del documento en que se consignó el contrato no justifica afirmar que los prestatarios aceptaron pagar un «cargo por cancelación», pese a no venir establecido claramente en la cláusula sexta ni aparecer mencionado, en la decimo-cuarta, entre los datos de identificación de la operación, por el hecho de que, con ocasión de regular otros supuestos, las cláusulas tercera y quinta contemplaran la posibilidad de repercutir en la cuenta del cliente gastos adicionales o la de efectuar una liquidación, positiva o negativa, en la misma, en función de lo que aconteciera en el mercado de tipos de interés.

IV. A la misma conclusión se llega con la aplicación de las reglas de interpretación objetiva contenidas en los artículos 1286 y 1287

del Código Civil, ya que no se explica en qué resulta disconforme con la naturaleza y efectos del contrato entender que, producida su extinción, los prestatarios no deban un poco expresivo cargo por cancelación que no aparece claramente pactado; ni se justifica la existencia de unos usos que, en tal concreta circunstancia y de acuerdo con la autonomía de la voluntad de los respectivos contratantes, hagan recaer en el cliente el discutido cargo.

V. Por último, el canon «contra proferentem» —inspirado en la buena fe, en la responsabilidad del declarante y en la protección de la confianza del destinatario de la declaración, y dirigido, como indicó la sentencia 158/2011, de 23 de marzo (RJ 2011, 3005), tras la 711/2008, de 22 de julio (RJ 2008, 4501), a evitar abusos derivados de la confusa redacción de las cláusulas del contrato— fue bien aplicado por el Tribunal de apelación, como resulta de lo expuesto, esto es, por hallarnos ante una cláusula oscura, cuya redacción fue sólo imputable a la recurrente.

En el último de los motivos se afirma también que la duda de que se trata la localizó el Tribunal de apelación no tanto en el sentido jurídicamente relevante de la cláusula sexta del contrato, cuanto en la omisión de una referencia a la causa del cargo y al método de su determinación. Lo cual no es exacto, al menos en el sentido excluyente con que el motivo parece haber sido redactado.

Sexto.—Régimen de las costas.

Las costas del recurso de casación que desestimamos quedan a cargo de la recurrente, en aplicación del artículo 398 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34 962 y RCL 2001, 1892). Por lo expuesto, en nombre del Rey y por la autoridad conferida por el pueblo español y su Constitución.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. HISTORIA DEL CASO.
- III. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA DE INTERÉS Y SU FINALIDAD DE COBERTURA.
 1. **Breve referencia a la figura contractual.**
 2. **La cobertura frente a fluctuaciones en el tipo de interés.**
- IV. ALGUNAS CONSIDERACIONES EN RELACIÓN A LA CANCELACIÓN ANTICIPADA DEL CONTRATO.
 1. **La regla general: los contratos despliegan eficacia hasta su vencimiento.**
 2. **La onerosidad de la cancelación anticipada en los contratos de swap.**
- V. LA INTERPRETACIÓN DEL CONTRATO EN SEDE DE CASACIÓN.
- VI. LA INTERPRETACIÓN DE LA CLÁUSULA SEXTA A LA LUZ DE LOS CRITERIOS ESTABLECIDOS EN EL CÓDIGO CIVIL.
 1. **El contenido de la controvertida estipulación sexta del contrato.**
 2. **La desestimación de los motivos del Recurso de Casación.**
 - A) El motivo primero: la infracción del art. 1281 CC.
 - B) El motivo segundo: la infracción del art. 1288 CC.
 - C) El motivo tercero: la infracción del art. 1285 CC.
 - D) El motivo cuarto: la infracción de los arts. 1286 y 1287 CC.
 - E) El motivo quinto: la infracción del art 1288 CC.
- VII. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los últimos años y en el presente contexto de crisis económica se ha producido un aumento notable en la litigiosidad de los contratos de permuta financiera de intereses, en particular en aquellos suscritos entre particulares y ciertas entidades financieras, lo que a su vez ha generado una amplia jurisprudencia menor.

Tras un estudio de esta jurisprudencia, no es difícil concluir que, en la inmensa mayoría de las controversias relacionadas con estos productos financieros, la pretensión fundamental de los demandantes gira en torno a la declaración de nulidad del con-

trato⁽¹⁾, alegando normalmente que éste no es válido porque en el momento de su firma sufrieron un error de carácter esencial e invalidante⁽²⁾ que no les permitió comprender el contenido y los riesgos inherentes al mismo⁽³⁾.

También encontramos algunos casos aislados en los que al declarar la nulidad el fallo de la sentencia contiene un pronunciamiento de dolo⁽⁴⁾. Con frecuencia se manifiesta que se indujo a contratar a quien no lo hubiera hecho si el otro contratante hubiera actuado con la debida diligencia poniendo de manifiesto el verdadero alcance del contrato⁽⁵⁾.

En cualquier caso, parece claro que el escenario más habitual en este tipo de demandas es la invocación de la concurrencia de un defecto en la emisión de la voluntad negocial del cliente. Suele alegarse que éste defecto es imputable a la entidad financiera con la que se contrató⁽⁶⁾, al omitir ésta un deber esencial de información al consumidor⁽⁷⁾, no sólo sobre el significado del contrato, sino también sobre los ries-

(1) El art. 1265 CC sanciona con la nulidad el caso de que el consentimiento se prestara por error, violencia, intimidación o dolo. La evaluación de estos vicios del consentimiento resulta de apreciación restrictiva. *Vid.* LLAMAS POMBO, E., «Productos financieros complejos y nulidad contractual», en *Práctica de Derecho de Daños-La Ley*, núm 83, 2010.

(2) La Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 2012 (RJ 2012, 11052) señala los requisitos que debe tener el error para invalidar el consentimiento y provocar la nulidad de un contrato de permuta financiera de tipos de interés.

(3) PÉREZ DAUDÍ, V., «Aspectos Procesales de la impugnación de los contratos de permuta financiera o SWAP», *Diario la Ley*, Madrid, 2011

(4) *Vid.* arts. 1269 y 1270 del CC; y STS de 5 de marzo de 2010 (RJ 2010, 2390), de 21 de julio de 1993 (RJ 1993/6102) y de 29 de marzo de 1994 (RJ 1995, 234).

(5) Como es el caso de la sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 18 de enero de 2011 (JUR 2011, 59777). «*Lo que la prueba permite alumbra es que el banco ofreció la contratación dando a entender que de este modo el cliente se «cubría» frente a la eventual subida de tipos de interés. Tendencia de los tipos que, de forma sin duda imprecisa, iban a referenciar las obligaciones de una y otra parte. Esta forma de exponer el contenido del contrato quizá se explique por el escaso atractivo que para cualquiera supone realizar una apuesta en el que la otra parte implicada es una entidad con mayor conocimiento de las vicisitudes y tendencias de los vaivenes de la economía, flujos financieros y propensión de los mercados y tipos. Si el banco o cualquier otra entidad bancaria expusiera que el contrato en esencia se reduce a tal apuesta (paga el banco si los tipos de referencia suben por debajo de cierto nivel, paga el cliente si los tipos bajan), sería difícil conseguir la suscripción de esta clase de productos.*»

(6) Las acciones ejercitadas por los afectados por la contratación de swaps se formulan por vía civil, pero tal y como apunta ALONSO GARCÍA, J., en «Perspectiva penal de las permutas financieras», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 811, 2010, la comercialización de permutas financieras en ciertas condiciones podría encajar en el tipo penal del delito de estafa.

(7) El deber de información de las entidades financieras sobre este tipo de productos bancarios se regula entre otras, en la Ley 47/2007, de 29 de diciembre, que transpuso la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, más conocida como la «MiFID», y por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio, en sus artículos 78 y ss. El actual art. 79 bis de la LMV regula el deber de información, exigiendo a la entidad financiera un actuar con claridad, imparcialidad y no engañoso, debiendo practicarse la información de modo que el cliente pueda «*tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa*». Por otro lado, en razón de la transposición de la Directiva 2006/73/CE, el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero dispone en su art. 64.1 que «*las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes (...) una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o*

gos que comportaba y las consecuencias derivadas de una cancelación anticipada por parte del cliente.

En el caso que nos ocupa, sin embargo, el debate jurídico no se centra en la nulidad del contrato o en la de alguna de sus cláusulas, sino, más bien, en la interpretación del contrato con arreglo a las normas y criterios contemplados en nuestro Código Civil en los arts. 1281-1289 CC.

En particular, se trata de dilucidar si, a la luz de la cláusula sexta del contrato, fue legítimo el cargo de una comisión de cancelación por parte de la entidad financiera tras la resolución unilateral por parte de los clientes.

II. HISTORIA DEL CASO

La sentencia objeto de este comentario confirma la resolución dictada en apelación por la Audiencia Provincial de Lugo en relación con la interpretación de un contrato de intercambio de tipos de interés.

El origen de la relación contractual entre Bankinter, S.A., y los demandantes surgió cuando éstos procedieron a la compra de una vivienda, para cuya financiación solicitaron un préstamo con garantía hipotecaria. Adicionalmente a este contrato, el 22 de octubre de 2007 las partes celebraron un contrato vinculado al del préstamo hipotecario, bajo el título «intercambio de tipos/cuotas»⁽⁸⁾.

Este contrato de «intercambio de tipos/cuotas» también denominado «permuta financiera» o con el anglicismo «swap» de tipos de interés, tenía por objeto regular el interés generado por el préstamo con el propósito de neutralizar el riesgo que suponía la variación del tipo de interés de referencia. Con este fin, se pactó la sustitución del interés variable por una cuota periódica fija⁽⁹⁾ calculada en el momento de formalizar el préstamo.

profesional». Asimismo, el art. 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, desarrollado por el art. 9 de la Orden/ECO 2899/2011, de 28 de octubre, de Transparencia y Protección del Cliente de Servicios Bancarios obliga a las entidades de crédito a «*facilitar a todo cliente explicaciones adecuadas y suficientes para comprender los términos esenciales de todo servicio bancario ofertado y adoptar una decisión informada, teniendo en cuenta sus necesidades y su situación financiera*».

(8) La contratación de la permuta financiera de intereses, ha venido ligada a la contratación del préstamo hipotecario, especialmente a raíz de la Ley 36/2003 de 11 de noviembre que en los primeros apartados de su art. 19 establece que: «*1. Las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles. La contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original. 2. Las entidades a que se refiere el apartado anterior ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés*».

(9) Se trataba de un *coupon swap*, pues lo que acordaron las partes fue intercambiarse un flujo de pagos a un tipo de interés fijo por un flujo de pagos a tipo variable.

La relación contractual se desarrolló con normalidad y sin incidencias hasta que en enero de 2009 los prestatarios comprobaron que el Banco les estaba cargando una cantidad mensual más elevada de la que venían abonando hasta la fecha. Los demandantes consideraron injustificado este aumento y formularon la oportuna reclamación ante el Banco, a la que éste contestó alegando que la cuota que se les estaba cobrando resultaba del propio contrato.

El documento que se les entregó inicialmente sólo estaba firmado por los prestatarios en la última página de cinco, la cual tenía en blanco el apartado destinado a la fecha. La entidad bancaria justificó la falta de constancia de la fecha en que se trataba de una solicitud de información y que, posteriormente, les entregó un documento en el que se añadía tal dato, manteniéndose en lo demás el mismo contenido del documento inicial. Ante tales alegaciones, los prestatarios requirieron a la entidad financiera que dejara sin efecto el contrato y les permitiera continuar pagando la cuota que venían abonando hasta enero de 2009, momento en que se incrementó. La entidad bancaria respondió que lo procedente era la cancelación total del contrato ante la falta de conformidad de las partes. Con tal finalidad, les entregó un documento, de cuyo contenido resultaba la obligación de los prestatarios de pagar la cantidad de 3.314,75 euros en concepto de cargo de cancelación, documento que no fue aceptado por éstos porque en el contrato se había establecido que no habría comisión por cancelación —concretamente, el contrato disponía que esta comisión sería de «cero euros»—.

En este escenario, en marzo de 2009 los prestatarios procedieron a interponer una demanda contra Bankinter, S.A., en la que negaban que hubieran celebrado un contrato de intercambio de tipos/cuotas con Bankinter, S.A., y solicitaron al tribunal que declarara la inexistencia del mismo con la correspondiente condena para el Banco a devolver de las cantidades ilegítimamente cobradas, continuando el contrato de préstamo hipotecario en las mismas condiciones que antes de aplicarse el intercambio de tipos/cuotas.

Subsidiariamente, en el caso de que esta primera petición no fuera concedida por el tribunal por entenderse que el contrato de intercambio de cuotas sí existió, los demandantes solicitaron que se declarara que el Banco no tenía derecho a cobrar una comisión de cancelación, y que se le condenara al reintegro de las cantidades indebidamente cobradas.

Bankinter, S.A., en su contestación a la demanda alegó que los prestatarios estuvieron perfectamente informados y que estaban obligados por el contrato al abono del cargo por cancelación.

En noviembre de 2009, el Juzgado de Primera Instancia de Lugo dictó sentencia desestimando íntegramente la demanda planteada, al entender que la cuota de cancelación se debía por los demandantes como consecuencia de su inclusión en el contrato del que fueron parte.

Los demandantes presentaron recurso de apelación contra ésta sentencia que fue parcialmente revocada por la Audiencia Provincial de Lugo. La Audiencia, en contra del criterio utilizado por el tribunal de instancia dedujo del contrato que los recurrentes no tenían obligación de pagar ningún cargo por cancelación.

Bankinter, S.A., presentó recurso de casación contra la sentencia dictada en apelación en base a cinco motivos en los que se denunciaba la infracción de ciertas normas referentes a la interpretación del contrato, en particular, de los artículos 1281, 1285, 1286, 1287 y 1288 del Código Civil.

III. EL CONTRATO DE PERMUTA FINANCIERA DE INTERÉS Y SU FINALIDAD DE COBERTURA

1. Breve referencia a la figura contractual

Aunque nuestro ordenamiento define desde antaño el contrato de permuta⁽¹⁰⁾, las definiciones encontradas en el Código Civil y en el Código de Comercio resultan claramente insuficientes para caracterizar al contrato de permuta financiera, siendo necesario acudir a la doctrina⁽¹¹⁾ y jurisprudencia⁽¹²⁾ para hallar los elementos que lo caracterizan.

El Banco de España apunta⁽¹³⁾ que pueden distinguirse dos instrumentos de cobertura frente a las fluctuaciones de los tipos de interés. De un lado se encuentran las coberturas de carácter implícito, que son las que incluyen las llamadas «cláusulas suelo» o «floor» y/o «cláusulas techo» o «cap». De otro lado, se hallan las coberturas explícitas que consisten en la contratación de un producto financiero autónomo respecto del contrato de préstamo previamente suscrito, como ocurre en las permutas financieras de tipos de interés o *interest rate swaps (IRS)*.

El contrato de swap ha venido definido por parte de la doctrina⁽¹⁴⁾ como una transacción financiera en virtud de la cual las partes acuerdan intercambiarse flujos de pagos en el tiempo con la mutua suposición de verse ambos favorecidos en el trueque. Se

(10) La permuta civil viene regulada en el art. 1538 del Código Civil y la permuta mercantil en el art. 346 del Código de Comercio.

(11) DÍAZ RUIZ, E., «Contrato de Swap», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, 1989, pp. 733-806; ALONSO SOTO, R., «La permuta financiera» en ALONSO UREBA/BONARDELL LENZANO/GARCÍA VILLAYERDE, *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, pp. 435 y ss.; SANTAELLA LÓPEZ, M., «Permuta financiera (swap)», en VILLAGÓMEZ RODIL/SANTAELLA LÓPEZ, *Contratos mercantiles especiales*, Madrid, 1997, p. 387; VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera (SWAP)*, Navarra, 2002; MERCADAL VIDAL, F., HERNÁNDEZ PAULSEN, G., *La comercialización de SWAPS de tipos de interés por las entidades de crédito: Estudio de la jurisprudencia de las Audiencias Provinciales*, Madrid, 2012; VALPUESTA GASTAMINZA, E., «Las operaciones swaps», en BLANCO MORALES, P., *Contratos internacionales*, Madrid, 1997, pp. 1047 y ss.; ZAMORANO ROLDÁN, S. *El contrato de swap como instrumento financiero derivado*, Bolonia, 2003, p. 103; SOLER RAMOS, J.A., «El Mercado español de swap de tipos de interés», *Mercado Continuo*, julio-agosto 1992, pp. 54 y ss.

(12) *Vid.* Sentencias de la AP de Orense de 26 de octubre de 2012 (AC 2012, 2218), AP de Asturias de 27 de enero (AC 2010/6), AP de Valencia de 15 de enero de 2013 (JUR 2013, 119832), AP de Zaragoza de 18 de diciembre de 2012 (JUR 2013, 113091), entre otras.

(13) *Vid.* Publicaciones del Banco de España, *Recopilación de informe relevantes*, Madrid, 2009, p. 161.

(14) ALONSO SOTO, R., «La permuta financiera...», *cit.*, p. 465.

trata de un contrato por el cual las partes se comprometen a hacerse pagos recíprocos en fechas determinadas fijándose las cantidades que han de pagarse en base a unos baremos objetivos⁽¹⁵⁾.

Existen dos modalidades básicas de permutas de tipos de interés: la de «fijo contra variable» (*fixed-for-floating interest rate swap* o *coupon swap*) y la de «variable contra variable» (*floating-for-floating interest rate swap* o *basis swap*).

En el caso que nos ocupa, las partes contrataron un *coupon swap*, pues se trata de una operación en la que los usuarios finales convienen en liquidar por diferencias el resultado sobre un principal teórico llamado «nocional», de modo que uno pague al otro intereses calculados de acuerdo con un tipo variable y a su vez cobre de la contraparte los intereses calculados aun tipo fijo⁽¹⁶⁾. En definitiva, lo que pactaron los clientes y la entidad de crédito fue intercambiarse un flujo de pagos a un tipo de interés fijo por un flujo de pagos a tipo de interés variable.

Es menester señalar que estamos ante un contrato principal, consensual, oneroso y conmutativo, a pesar de que conlleve cierta aleatoriedad⁽¹⁷⁾.

- Es un contrato principal porque no existe subordinación entre el contrato de swap y el contrato de préstamo cuyas fluctuaciones del tipo de interés se intentan cubrir, sino tan sólo vinculación económica.
- Es consensual porque se perfecciona por el mero consentimiento (ex. arts. 1254 y 1258 CC) y oneroso porque en el contrato se imponen obligaciones y ventajas para ambas partes.
- Es conmutativo porque cada una de las partes tiene en cuenta la adquisición de su prestación, por lo que se entiende que las obligaciones que asumen las partes son equivalentes. Es evidente que este tipo de contratos contiene un elemento de aleatoriedad y que su suscripción conlleva ciertos riesgos ya que la repercusión económica que tendrá para cada una de las partes depende de un elemento incierto: la evolución de los tipos de interés en un plazo determinado. Sin embargo, no podría afirmarse que estamos ante un contrato aleatorio, pues ambas partes incurrir en el mismo riesgo⁽¹⁸⁾ y en el momento de suscripción del contrato la posición de ambas es equivalente⁽¹⁹⁾.

(15) SANTAELLA LÓPEZ, M., «Permuta financiera (swap)...», *cit.*, p. 387.

(16) VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera...*, *cit.*, p. 95; MARTÍNEZ ROSADO, J., «Una aproximación a la problemática jurídica de los productos derivados...», *cit.*, p. 8.

(17) *Vid.* SAP de Ávila de 12 de enero de 2012 (JUR 2012, 42030); SAP de Zaragoza de 20 de junio de 2011 (JUR 2011, 245705) y SAP de Baleares de 10 de octubre de 2012 (AC 2012, 1984); DÍAZ RUIZ, E., «Contrato de Swap», *cit.*, p. 742.

(18) Pues aunque las entidades bancarias cuenten con empleados con conocimientos financieros que son generalmente de mayor nivel que los de sus clientes, nadie podría predecir con exactitud la evolución de los tipos de interés.

(19) DÍAZ RUIZ, E. e IGLESIAS, J., «A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pp. 213 y ss.

Por último, conviene destacar que, aunque el contrato contenga cierto tinte especulativo por jugarse con el diferencial de los intereses que se intercambian, la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida y su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros. Su causa reside en el sinalagma recíproco de las prestaciones que obligan a los contratantes⁽²⁰⁾.

2. La cobertura frente a fluctuaciones en el tipo de interés

En España, la masiva contratación de swaps coincidió con el llamado «boom inmobiliario»⁽²¹⁾. El aumento de las compraventas de viviendas en el mercado del *real estate* provocó, como es obvio, un aumento en la formalización de préstamos hipotecarios. El prestatario desea suscribir un préstamo con un tipo de interés lo más estable posible⁽²²⁾, y en este escenario, la entidad financiera le ofrece un contrato independiente del préstamo inicialmente pactado para que obtenga cobertura frente a las variaciones en el tipo de interés⁽²³⁾.

En la permuta de tipos de interés, el cliente que se obligó con la entidad financiera en el contrato de préstamo a pagar cuotas periódicas dependientes de interés variable, acuerda con ésta intercambiar nuevos pagos periódicos, calculados sobre un principal «nocial» que suele coincidir con el nominal del préstamo que se pretende cubrir, de manera que en cada uno de los periodos de liquidación, el cliente se compromete a pagar su cuota a un tipo determinado⁽²⁴⁾, mientras que la entidad pagará la que le corresponda calculada al tipo variable que hayan pactado⁽²⁵⁾.

Como vemos, se estipulan unos intercambios de pagos mediante la fijación futura de valores de referencia. Si el valor de referencia pactado, normalmente, el Euribor, aumenta respecto de un determinado valor pactado será la entidad prestamista la que deberá abonar al prestatario la diferencia. En caso contrario, si el valor disminuye, será el prestatario el que deba de abonar a la entidad la diferencia.

(20) Sentencia AP de Cáceres de 18 de junio de 2010 (AC 2010, 1070).

(21) ZUNZUNEGUI, F., «SWAPS: apaño entre la CNMV y el Banco de España», *Revista de Derecho de Mercado Financiero*, 28 de abril de 2010; GALVEZ PASCUAL, J., «La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o «swap»», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 9, 2013, p. 109, apunta que la comercialización más intensa de los swaps se produjo en el panorama de tendencia más alcista de Euribor, de marzo de 2007 a octubre de 2008 llegando al histórico 5,38%.

(22) Sin que, en principio, el coste sea tan oneroso como el de los tipos fijos.

(23) SÁNCHEZ GALÁN, J.R., «Como cubrirse ante los riesgos del endeudamiento con los contratos de swap de tipos de interés» *Estrategia financiera*, núm. 220, Madrid, 2005.

(24) Si se trata de un *coupon swap*, el supuesto más común, el intercambio será de tipo fijo contra tipo variable. En cambio, si se trata de un *basis swap*, el intercambio será de tipo variable contra tipo variable.

(25) *Vid.* SAP de Pontevedra de 30 de septiembre de 2011 (AC 2011, 2213); SAP de Álava de 18 de enero de 2011 (JUR 2011, 59777) y SAP de Asturias de 25 de enero de 2010 (AC 2010, 6).

En la práctica, como es lógico, los pagos se realizan por una sola de las partes por el importe neto de la diferencia de intereses, es decir, se produce una compensación entre los flujos de pago⁽²⁶⁾. En este sentido, se prevé la creación de una única obligación jurídica que abarca todas las operaciones incluidas en el contrato, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones⁽²⁷⁾.

Por último, conviene destacar que, como han enunciado varias resoluciones judiciales, el swap no puede conceptuarse como un contrato de seguro⁽²⁸⁾ aunque pueda hallarse cierta similitud en lo referente a la finalidad de cubrirse los riesgos de las subidas de los tipos de interés y por ende de los mayores costes financieros⁽²⁹⁾.

IV. ALGUNAS CONSIDERACIONES EN RELACIÓN A LA CANCELACIÓN ANTICIPADA DEL CONTRATO

1. La regla general: los contratos despliegan eficacia hasta su vencimiento

La obligatoriedad de los contratos no sólo se funda en reglas éticas como la de no defraudar la confianza creada, y el deber de «atenerse a la palabra dada» (*pacta sunt servanda*) sino también, y, principalmente, en que los contratos deben ser obligatorios por ser medios institucionales de realización de fines e intereses⁽³⁰⁾.

En una primera aproximación, cabe afirmar que el cargo por cancelación tiene plena lógica jurídica y financiera, pues si la resolución no tuviera ningún tipo de consecuencia económica para las partes, el contrato perdería su objeto y finalidad de

(26) La sentencia de la AP de Pontevedra de 30 de septiembre de 2011 (AC 2011, 2213) enuncia que «el acuerdo consiste en intercambiar sobre un capital nominal de referencia y no real (nocial) los importes resultantes de aplicar un coeficiente distinto para cada contratante denominados tipos de interés (...) limitándose las partes contratantes, de acuerdo con los respectivos plazos y tipos pactados, a intercambiar pagos parciales durante la vigencia del contrato o, sólo y más simplemente, a liquidar periódicamente, mediante compensación, tales intercambios resultando a favor de uno u otro contratante un saldo deudor o, viceversa, acreedor».

(27) MARTINEZ ROSADO, J., «Una aproximación a la problemática jurídica de los productos derivados: en especial, las permutas financieras de tipos de interés», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil* 2013/70, *Eprints Complutense*, enero 2013, p. 6.

(28) Sobre las diferencias entre el contrato de swap y el de seguro, *vid.* SAP de Burgos de 19 de mayo de 2011 (AC 2011, 1413), SAP de Asturias de 12 de noviembre de 2012 (AC 2013, 124) y de 29 de octubre de 2012 (AC 2012, 1598), SAP de Soria de 8 de noviembre de 2012 (AC 2013, 113), SAP de León de 14 de mayo de 2012 (AC 2012, 1025) entre otras.

(29) La razón de ser del seguro es el riesgo, entendido como la probabilidad de que por azar ocurra un evento que produzca una necesidad patrimonial. Sobre el contrato de seguro pueden consultarse: SÁNCHEZ-CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2000, pp. 372 y ss., TIRADO SUÁREZ, F., en JIMENEZ SÁNCHEZ, G., *Derecho Mercantil*, II, Barcelona, 2000, pp. 637 y ss., GARRIGUES, J., *Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1983, pp. 282 y 283.

(30) Díez-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, T. I, *Introducción. Teoría del Contrato*, Navarra, 2007. p. 141.

cobertura, ya que cualquiera de las partes podría evitar que desplegara sus efectos, resolviéndolo cuando le perjudicase⁽³¹⁾.

Por ejemplo, supongamos que nos hallamos ante una tendencia de tipos de interés que se encuentra por debajo de la cuota que el cliente se comprometió a abonar, si éste pudiera resolver sin coste alguno, lo haría sin ninguna duda, así podría evitar que se produjeran liquidaciones negativas para él. Del mismo modo actuaría la entidad crediticia si nos encontráramos en un escenario en el que los tipos de interés estuvieran por encima de lo pactado, pues sufriría un perjuicio patrimonial al tener que abonar la diferencia al cliente, y sería más beneficioso cancelar anticipadamente el contrato sin coste alguno.

Por tanto, parece justo admitir que la resolución anticipada normalmente conlleva un cargo para aquel que resuelve, en caso contrario el cumplimiento del contrato podría quedar al arbitrio de cada una de las partes, infringiendo lo dispuesto en el artículo 1256 CC. Si la regla general fuera que la cancelación no supone coste alguno, la finalidad de cobertura frente oscilaciones en los tipos de interés —que constituye el objeto del swap— estaría a merced de la voluntad de cada uno de los contratantes.

Afirmado esto, cabe señalar que nos hallaríamos en un escenario completamente distinto si en las estipulaciones del contrato las partes pactaran (ex. 1255 CC) que no habría coste alguno asociado a la cancelación anticipada. En relación con el caso que nos ocupa, quedó acreditado en autos que en el contrato se establecía una comisión por cancelación de cero euros, aunque esto no aparecía contemplado en la cláusula sexta, que se encargaba de regular las consecuencias de la resolución anticipada.

En otro orden de cosas y tal como analizaremos al tratar de la resolución de los motivos del recurso, debido a la oscuridad en la redacción de la cláusula sexta, no cabe deducir de su simple lectura que la cancelación anticipada tuviera un coste económico para el cliente en todos los casos.

En último lugar, merece la pena destacar que el coste de la cancelación anticipada del contrato es un elemento esencial, pues de saber los clientes cuan elevado podría ser el coste de apartarse anticipadamente del contrato, es posible que hubieran decidido no suscribirlo⁽³²⁾. Siendo este un elemento esencial, debió quedar reflejado en la cláusula sexta del contrato de forma explícita y clara, y no de forma ambigua u oscura.

2. La onerosidad de la cancelación anticipada en los contratos de swap

Las formas anómalas de cancelar este tipo de contratos y sus consecuencias económicas suelen venir reguladas en los distintos contratos marco⁽³³⁾.

(31) DÍAZ RUIZ, E. e IGLESIAS, J., «A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés...», *cit.*, p. 230.

(32) Sentencia de la AP de Asturias de 22 de octubre de 2012 (AC 2012, 2204), AP de Valladolid de 25 de octubre de 2011 (JUR 2011, 394899), AP de Barcelona de 13 de diciembre de 2011 (JUR 2012, 28888).

(33) Si bien, se denominan de forma distinta dependiendo del acuerdo en cuestión, siendo los más utilizados el acuerdo SWAPCEMM, el CMOF de la AEB y el ISDA Master Agreement.

Con carácter general, el precio de cancelación se viene calculando a través del valor actual de las diferencias expresadas entre cobros y pagos previstos para la permuta financiera, evaluados según los datos existentes entonces para las diferentes bases sobre las que se calcularían los referidos cobros y pagos⁽³⁴⁾. Este valor representaría el coste de neutralización de la permuta financiera, que debe ser pagado a la contraparte como indemnización por la resolución anticipada y que sería equivalente al valor actual de los intereses diferenciales que dejaría de percibir la parte perjudicada, o que se ahorraría la parte contraria como consecuencia de la extinción del contrato.

Una vez producido el vencimiento anticipado, tras efectuarse la notificación pertinente, se procedería al abono de la indemnización según la liquidación que resulte y el plazo pactado.

El CMOF de la AEB, en su estipulación 14.^a dispone distintos modos de calcular la indemnización, distinguiendo entre si existe una parte afectada o ambas. Para los casos análogos al nuestro en los que a raíz de la cancelación resulta perjudicada una de las partes correspondería calcular el importe de acuerdo con el «valor de mercado».

Este método parece ser el contemplado en el contrato que firmaron las partes en el caso que analizamos, pues en la cláusula sexta del contrato el precio de liquidación viene referido a «*las condiciones existentes en el mercado de tipos de interés en el momento de la resolución*».

No obstante lo anterior, aunque se señale que el método de cálculo del precio de cancelación es el valor de mercado, al ser los términos de la cláusula sexta vagos e imprecisos, el tribunal argumenta que no cabe deducir que esto sea aplicable a todos los supuestos de terminación del contrato sino sólo a la relación de cuatro supuestos en los que Bankinter, S.A., quedaba facultado para resolver unilateralmente el contrato.

V. LA INTERPRETACIÓN DEL CONTRATO EN SEDE DE CASACIÓN

Se ha venido afirmando que la interpretación del contrato consiste simple y llanamente en «encontrar la verdad»⁽³⁵⁾, descubrir el supuesto de hecho realmente contemplado y las consecuencias jurídicas que las partes quisieron regular haciendo uso de su autonomía de la voluntad.

A través de la interpretación se pretende captar la voluntad realmente querida por los particulares que suscribieron un determinado documento o fijaron sus palabras en un determinado soporte, constituyendo este encuentro de voluntades un pacto que tiene fuerza de ley entre las partes⁽³⁶⁾.

(34) VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera...*, cit., p. 158.

(35) RAGEL SÁNCHEZ, L.F., «Principios y criterios legales de interpretación del contrato», *Aranzadi Civil*, núm. 21, 2010, p. 17.

(36) DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Madrid, 1971, pp. 73 y ss.

Esta voluntad real es la que presidió la formación y la celebración del contrato, es decir, la voluntad histórica y no la que las partes pudieran tener en un momento posterior⁽³⁷⁾. Para este fin, el Código Civil nos facilita una serie de criterios en los artículos 1281-1289 CC, que no son meros parámetros voluntarios para interpretar los contratos, sino que, como ha declarado la jurisprudencia en numerosas ocasiones, «son auténticas normas jurídicas con carácter imperativo»⁽³⁸⁾.

En esta línea enuncia la sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 2002 (RJ 2002, 10269) que la interpretación del contrato «*es el mecanismo jurídico que tiene por finalidad investigar la verdadera y real voluntad de los contratantes para establecer el alcance y sentido de lo pactado fijando las obligaciones asumidas*».

En sus orígenes, la doctrina del Tribunal Supremo sobre las relaciones entre interpretación y casación partió de la premisa consistente en considerar la actividad interpretativa como una cuestión de hecho y por tanto, de la soberana apreciación del tribunal de instancia. Es decir, se asumía que las cuestiones relacionadas con la interpretación de los contratos eran cuestiones fácticas, y que por tanto eran competencia exclusiva del tribunal *a quo*.

Fue a partir de la famosa sentencia de nuestro Alto Tribunal de 29 de abril de 1926 cuando se invirtió esta tendencia y comenzó a considerarse que, bajo determinadas circunstancias, el Tribunal Supremo podría asumir tareas referentes a la interpretación del contrato. Desde ese momento, el Tribunal Supremo se ha manifestado en numerosas ocasiones en torno a sus facultades en materia de interpretación de los contratos, dando lugar a una abundante jurisprudencia que sostiene que únicamente deberá prosperar el recurso de casación en caso de disconformidad con la interpretación realizada por los tribunales de instancia cuando esta fuera arbitraria, ilógica o contraria a la ley⁽³⁹⁾. Por este motivo, salvo en esos supuestos, prevalecerá el criterio del tribunal de instancia, incluso en aquellos casos en los que la interpretación contenida en la sentencia «no sea la única posible, o pudiera haber alguna duda razonable acerca de su acierto o su absoluta exactitud»⁽⁴⁰⁾. Esta interpretación jurisprudencial es coherente con lo enunciado por el legislador en el art. 477.1 LEC dispone que el recurso de casa-

(37) DÍEZ-PICAZO, L., en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial, t. I, Introducción. Teoría del Contrato...*, cit., p. 498, también señala en la que en la interpretación del contrato es necesario tener en cuenta tres principios clave: la búsqueda de la voluntad real de los declarantes, la conservación del contrato y el principio de buena fe.

(38) Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de junio de 2011 (RJ 2011, 4394). La única excepción a la aplicación de estas normas la encontramos en el art. 1289 CC que establece un criterio supletorio al anunciar que «*cuando absolutamente fuere imposible resolver las dudas por las reglas establecidas en los artículos precedentes, si aquéllas recaen sobre circunstancias accidentales del contrato, y éste fuere gratuito, se resolverán en favor de la menor transmisión de derechos e intereses*».

(39) Entre otras, conviene consultar las sentencias del Tribunal Supremo de 26 de febrero de 1973 (RJ 1973, 540); 17 de marzo del 1983 (RJ 1983, 1564); 17 de junio de 1986 (RJ 1986, 3554); 16 de julio de 2001 (RJ 2001, 5227); 3 de mayo de 2000 (RJ 2000, 3382); 3 de septiembre de 2007 (RJ 2007, 4709); 1 de octubre de 2009 (RJ 2009, 6825); 9 de mayo de 2007 (RJ 2007, 3439).

(40) *Vid.* Sentencias del TS de 13 de junio de 2011 (RJ 2011, 4525); 20 de marzo de 2009 (RJ 2009, 1994); 19 de diciembre de 2009 (RJ 2010, 296).

ción habrá de fundarse únicamente en la infracción de normas aplicables para resolver las cuestiones objeto del proceso.

Es de especial relevancia en este sentido la sentencia del Tribunal Supremo de 22 de febrero de 2010 (RJ 2010, 3774) que señala que *«la interpretación de los contratos realizada por el tribunal de instancia, ajustada a los hechos considerados probados en el ejercicio de su función exclusiva de valoración de la prueba, no puede ser revisada en casación salvo que se demuestre su carácter manifiestamente ilógico o arbitrario o vulnere alguna de las normas o reglas sobre la interpretación de los contratos, por desnaturalización de sus presupuestos y vulneración del derecho a la tutela judicial efectiva»*.

Siguiendo esta argumentación se manifiesta el tribunal en la sentencia que comentamos, sosteniendo que en casación no se persigue averiguar cuál es la interpretación más adecuada del contrato litigioso, sino realizar un control de legalidad de las normas imperativas contenidas en los arts. 1281-1289 CC.

En conclusión, el Tribunal Supremo, en el caso que nos ocupa sólo puede manifestarse en cuanto a la interpretación de la cláusula discutida, y además sólo en la medida en que la interpretación que realizó la Audiencia Provincial resulte contraria a los artículos del Código Civil que regulan la interpretación de los contratos.

VI. LA INTERPRETACIÓN DE LA CLÁUSULA SEXTA A LA LUZ DE LOS CRITERIOS ESTABLECIDOS EN EL CÓDIGO CIVIL

1. El contenido de la controvertida estipulación sexta del contrato

La cuestión clave de la sentencia que comentamos es la interpretación del contrato que gobernaba la relación jurídica entre las partes, y en particular, la interpretación de la cláusula sexta, que se ocupaba de regular las causas de resolución del contrato, así como los casos en los que debía abonarse un cargo por cancelación anticipada.

Según la sentencia que comentamos, en dicha estipulación, tras una mención de los supuestos en los que las partes podrían resolver el contrato anticipadamente, *«la amortización total del préstamo [...]»; la reducción del plazo del préstamo por debajo del plazo pactado para el intercambio»; y la «resolución voluntaria del intercambio por parte del cliente o por Bankinter»*, se contenía una relación de cuatro supuestos en los que Bankinter, S.A., quedaba facultado para resolver unilateralmente el contrato: *«la falta de pago por el cliente [...]»; el incumplimiento por parte del cliente de cualquiera de las obligaciones contraídas [...]»; la comprobación de la falsedad, ocultación o inexactitud en los datos o documentos facilitados por el cliente a Bankinter [...]»*; y *«la variación sustancial de las circunstancias que sirvieron de base a la formalización de la operación [...]»*.

Tras esa enumeración, en otro párrafo, aparecía en el documento la regla contractual litigiosa, *«en estos casos, se procederá a la correspondiente liquidación positiva o negativa en la cuenta del cliente, en función de las condiciones existentes en el mercado de tipos de interés en el momento en que se produzca la mencionada resolución*

[...]. *La resolución anticipada del contrato conlleva gastos para Bankinter que pueden ser repercutidos al cliente».*

El juez de primera instancia entendió, atendiendo a un criterio teleológico, que los gastos de cancelación tienen por objeto indemnizar al banco de los perjuicios ocasionados por tener que modificar las contrataciones que pudiera haber realizado para garantizar las obligaciones de los prestatarios, y que por tanto la regulación de los gastos de cancelación iba referida a todas las causas de resolución contempladas en la cláusula sexta⁽⁴¹⁾.

En contra de este planteamiento, la Audiencia Provincial, interpretó que la frase «*en estos casos*» iba referida únicamente a los cuatro supuestos inmediatamente anteriores a ella, pues de haber querido hacer referencia a todos los supuestos de la cláusula sexta, se habría especificado mediante la expresión «*en todos los casos*» o «*en cualquiera de los casos*». Esta interpretación supone que los únicos escenarios en los que el Banco podría exigir una cuota de cancelación del contrato son aquellos en los que hubiera mediado incumplimiento de los prestatarios, pero no en todos los previstos en la estipulación sexta como de extinción anticipada del vínculo.

Para interpretar esta disposición contractual en este sentido el tribunal de apelación hizo uso de las reglas de interpretación literal (art. 1281 CC) y de la regla «*contra proferentem*» (art. 1288 CC).

La resolución de la audiencia fue confirmada por nuestro Alto Tribunal resolviendo el recurso de casación presentado por Bankinter, S.A., en el que se alegaban cinco motivos que procedemos a analizar en detalle.

2. La desestimación de los motivos del Recurso de Casación

A) El motivo primero: la infracción del art. 1281 CC

En el motivo primero, Bankinter, S.A., alega la infracción del artículo 1281 CC al no haber entendido que las palabras «en estos casos» se referían a todos los de extinción del vínculo mencionados en la cláusula sexta del contrato, y no sólo a aquellos casos en los que Bankinter podía resolver unilateralmente el contrato debido a algún incumplimiento de los prestatarios.

El tribunal rechaza este motivo enunciando que una interpretación literal del contrato no permitía afirmar claramente que los prestatarios hubieran aceptado al firmar el documento quedar obligados al pago de la comisión de cancelación si resolvían anticipadamente el vínculo contractual, esto es, en todos los supuestos de extinción del mismo sin haber vencido su plazo determinado.

Como es sabido, una de las cuestiones más discutidas por nuestra doctrina y jurisprudencia en relación a la interpretación del contrato va referida al orden de prelación de los criterios proporcionados por nuestro ordenamiento.

(41) *Vid.* Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Lugo de 4 de noviembre de 2009 (sentencia núm 304/2009), Fundamento de Derecho Tercero.

La doctrina está dividida en este aspecto, pues para algunos, los criterios de interpretación se complementan, sin que prevalezcan unos sobre otros⁽⁴²⁾. De otro lado, hay un sector doctrinal que da prevalencia a los criterios subjetivos —aquellos que están destinados a reconocer o averiguar la voluntad de los contratantes— sobre los objetivos —aquellos criterios que se encargan de resolver los problemas derivados de las dudas o la ambigüedad—⁽⁴³⁾.

A pesar de estas discrepancias, parece doctrina científica y jurisprudencial consolidada que el artículo que cobra primacía sobre el resto es el 1281 CC⁽⁴⁴⁾ que dispone en su apartado primero que «*si los términos de un contrato son claros y no dejan duda sobre la intención de los contratantes se estará al sentido literal de sus cláusulas*».

Siendo el criterio de interpretación gramatical o literal el que cobra prioridad sobre el resto de las reglas interpretativas, el tribunal entiende que no se puede afirmar que se deba un cargo por cancelación de la letra de la cláusula sexta. Y es que, la misión del tribunal al actuar como intérprete del contrato consiste en averiguar la verdadera voluntad de los contratantes, comenzando por la voluntad común que ha sido declarada⁽⁴⁵⁾.

Hemos comentado que el principio más relevante en la actividad interpretativa del contrato debe ser el de atender a la voluntad de las partes en el momento de perfección del contrato. En este aspecto, si observamos el tenor literal del 1281.1 CC, se presume la coincidencia entre la voluntad real y la declarada contenida en el contrato, dicho de otro modo, se entiende que hay una presunción *iuris tantum* de veracidad en el sentido literal⁽⁴⁶⁾. Muy probablemente esta presunción se deba al hecho de que lo habitual en la realidad es que la voluntad real y declarada sean coincidentes o compatibles, no contrarias.

Es por tanto éste el criterio el que debe utilizarse por el intérprete en primer lugar, debiendo sólo acudir a las demás reglas en caso de duda o contradicción de la litera-

(42) Vid. JORDANO BAREA, J. «La interpretación de los contratos», *Academia Sevillana del Notariado*, Madrid, 1988, p. 183; Las resoluciones de la DGRN de 25 de junio de 2001 (RJ 2001, 5687), y de 28 de septiembre de 2008 (RJ 2000, 10224) enuncian que «ninguno de los medios (literal, sistemático, finalista) es jerárquicamente superior o excluyente de los otros».

(43) Vid. LÓPEZ LÓPEZ, A., «Capítulo IV», en ALBALADEJO, M./DÍAZ ALABART, S., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, Madrid, 1995, p. 25. LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil*, II, Barcelona 1994, p. 523; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., *Manual de Derecho Civil. Contratos*, Madrid, 2003, p. 63.

(44) Vid. Sentencias del TS de 27 de septiembre de 1996 (RJ 1996, 6644), de 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164), de 16 de noviembre de 2011 (RJ 2001, 9458), de 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164), esta última enuncia: «*la labor interpretativa, de averiguación y comprensión del sentido y alcance del contrato, descansa en un conjunto complementario y subordinado de normas (artículos 1281 a 1289 CC), de entre las cuales tiene preferencia la regla contenida en el artículo 1281.1 CC, que obliga a interpretar el contrato según el sentido literal de los términos en que están redactadas, siempre que sean claros y no surjan dudas sobre la verdadera intención de los contratantes*».

(45) STS de 23 de junio de 1994 (RJ 2004, 3636).

(46) PUIG BRUTAU, J., *Compendio de Derecho Civil*, II, Barcelona, 1987, p. 227.

lidad con la voluntad real⁽⁴⁷⁾. Sólo cuando no se hallara veracidad en la literalidad del contrato el 1281 CC dejará de ser de aplicación, dando paso al resto de las reglas de interpretación.

En el caso que nos ocupa, lo que acontece es que la estipulación sexta, tanto a juicio del tribunal de apelación, como del de casación, «no es clara», más bien «presenta oscuridad». Por lo que el tribunal da paso a otros criterios tras la cita de la célebre sentencia del Tribunal Supremo 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164)⁽⁴⁸⁾.

B) El motivo segundo: la infracción del art. 1288 CC

En el motivo segundo la entidad bancaria denuncia que se ha infringido la norma del artículo 1288 del Código Civil, argumentando que esta norma es de aplicación subsidiaria, y que solo cabe utilizarla si previamente se ha intentado indagar la voluntad contractual por medio de las otras reglas de interpretación contenidas en el Código Civil que tengan la condición de preferentes.

Responde el tribunal a este motivo afirmando que el recurrente está en lo cierto en cuanto a que la norma del precepto citado sólo cabe aplicarla tras haber utilizado los criterios legales hermenéuticos y los de la lógica, para lo que se refiere a la sentencia de 27 de septiembre de 1996 (RJ 1996, 6644), y enuncia que procederá a posponer el examen del motivo al del resto de los que componen el recurso.

La respuesta del tribunal al segundo motivo resulta correcta y coherente con la jurisprudencia en esta materia, que afirma que el 1288 CC sólo entra en juego cuando, al realizar la tarea de interpretar el contrato se ponen de manifiesto las dudas sobre el alcance de una determinada cláusula.

Este precepto, al disponer que «*la interpretación de las cláusulas oscuras de un contrato no deberá favorecer a la parte que hubiere ocasionado la oscuridad*», recoge una manifestación del principio de buena fe en el ejercicio de los derechos (art. 7.1 CC). Para que pueda aplicarse, es imprescindible que la cláusula sea oscura, que haya sido redactada por una de las partes y que pueda ser interpretada en más de una manera⁽⁴⁹⁾, requisitos que reúne la estipulación sexta que se discute en la sentencia que comentamos.

(47) Esta idea ya se señaló en la Sentencia de 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164) al disponer: «*ha de estarse, en primer lugar, a la interpretación literal. Tan sólo si hay dudas o contraposición de la literalidad con la voluntad real de los contratantes o hay evidencia de que ésta era contraria al texto literal, hay que acudir a la interpretación lógica. El texto del primer párrafo del artículo 1281 dice taxativamente que si los términos de un contrato son claros y no dejan duda sobre la intención de los contratantes se estará al sentido literal de sus cláusulas y es el segundo párrafo el que permite acudir a la interpretación lógica si falla la literal al decir que si las palabras parecieren contrarias a la intención evidente de los contratantes, prevalecerá ésta sobre aquéllas*».

(48) Dispone esta sentencia que en aplicación del 1281.1 CC ha de estarse, en primer lugar, a la interpretación literal «*y sólo si hay dudas o contraposición de la literalidad con la voluntad real de los contratantes o hay evidencia de que esta era contraria al texto literal debe acudirse a las demás normas interpretativas*».

(49) RAGEL SÁNCHEZ, L.F., «Principios y criterios legales...», *cit.*, p. 26.

El contratante que redactó la estipulación, es decir, la entidad financiera, tuvo el deber de aportar claridad y precisión al fijar los supuestos en los que debía abonarse un cargo por cancelación, pero no lo hizo.

No obstante lo anterior, como se entiende que no existirán dudas sobre el alcance de una cláusula aunque sea oscura si su sentido puede aclararse acudiendo a otras del mismo contrato⁽⁵⁰⁾, el tribunal posterga la evaluación sobre la procedencia del art. 1288 CC al examen del motivo tercero, que precisamente invoca la infracción del 1285 CC.

C) El motivo tercero: la infracción del art. 1285 CC

En el motivo tercero Bankinter, S.A., denuncia la infracción del artículo 1285 CC sosteniendo que el tribunal de apelación no había aplicado la regla de interpretación sistemática, para extraer el sentido jurídicamente relevante de la estipulación sexta.

Según el recurrente, debió el tribunal interpretar la cláusula sexta en relación con la tercera, que al disponer que el cliente tendría derecho a solicitar una alteración del valor nominal del intercambio, indicaba claramente que tal modificación conllevaría una liquidación positiva o negativa dependiendo del valor de los tipos de interés en el mercado en el momento de la modificación. También indicaba la cláusula tercera que si la modificación del valor nominal del intercambio conllevara gastos adicionales para el Banco, éstos podrían ser repercutidos al cliente.

Al hilo de lo anterior, también alega el recurrente que no se tuvo en cuenta el contenido de la estipulación quinta que, al regular las variaciones que podrían afectar al principal del préstamo, como en el supuesto de una amortización anticipada, disponía que *«el intercambio de tipos de interés/cuotas se ajustará en idéntica proporción en que se vea afectado el principal»*, así como que estos ajustes podrían conllevar *«la correspondiente liquidación positiva o negativa en la cuenta del cliente en función de las condiciones existentes en el mercado de tipos de interés en el momento en que se produzca la mencionada circunstancia»*.

Según el Banco, si se aplicara el criterio sistemático o de la totalidad podría entenderse que si una modificación del porcentaje del intercambio —regulada en la cláusula tercera del contrato— o una amortización parcial del préstamo —regulada en la cláusula quinta— podía dar lugar a una liquidación positiva o negativa para el cliente, la misma regla debería ser aplicada en los casos de amortización total.

A este motivo responde el tribunal apuntando que, una aplicación del art. 1285 CC no permite corregir la interpretación realizada por la Audiencia Provincial, ya que, se trata de averiguar la voluntad contractual por medio de unas reglas elaboradas sólo por una de las partes.

Asimismo se afirma que, como este cargo de cancelación no venía definido en la estipulación sexta ni tampoco en la decimocuarta —que contenía los datos de identifica-

(50) Vid. STS de 24 de abril de 1993 (RJ 1993, 3104).

ción de la operación—, no bastaba con que las cláusulas tercera y quinta, regulando otros supuestos, contuvieran la posibilidad de tuviera lugar una liquidación positiva o negativa.

Es cierto que el art. 1285 CC es de aplicación preferente sobre el 1288 CC, ya que el primero puede cumplir su cometido de aclarar el sentido de una cláusula dudosa u oscura, en cuyo caso ya no sería necesario acudir al segundo que sólo entra en juego cuando subsiste la oscuridad. Sin embargo, como sostiene el tribunal, el 1285 CC no es aplicable al caso que nos ocupa porque las disposiciones contractuales no fueron negociadas, sino redactadas por la entidad bancaria. En efecto, nos encontramos ante un contrato de adhesión, pues contiene un régimen predispuesto para una de las partes contratantes, en la que los clientes —los adherentes— solo participan con su aceptación en unas condiciones de libertad y voluntad notoriamente disminuidas⁽⁵¹⁾.

D) El motivo cuarto: la infracción de los arts. 1286 y 1287 CC

El recurrente denuncia la vulneración de las normas contenidas en los arts. 1286 y 1287 CC en el motivo cuarto.

En referencia a la violación del art. 1286 CC, el Banco alega que la Audiencia privaba de eficacia al plazo de duración del contrato y eliminaba la función estabilizadora del coste del préstamo hipotecario que el mismo estaba destinado a cumplir, mediante la sustitución de una cuota variable de intereses por una fija.

Adicionalmente, en referencia al art. 1287 CC, Bankinter enuncia que no se habían tenido en cuenta los usos y costumbres del sector financiero, que acostumbraban a penalizar la extinción anticipada del este tipo de contratos.

Nuestro Alto Tribunal responde tajantemente a estas alegaciones del recurso, enunciando que no resulta disconforme con la naturaleza y efectos del contrato entender que no ha lugar a una comisión de cancelación que ni siquiera aparece claramente pactada, ni se justifica en unos usos la imposición por parte del Banco de dicho cargo a los clientes.

E) El motivo quinto: la infracción del art 1288 CC

El recurrente vuelve a denunciar la vulneración del art. 1288 CC, no haciendo referencia esta veza la subsidiariedad de este criterio respecto de las reglas hermenéuticas, sino a la oscuridad de la estipulación sexta.

Explica el tribunal en respuesta a este motivo que el canon «*contra proferentem*» fue bien aplicado por la audiencia, al ser la cláusula sexta una cláusula oscura cuya redacción fue sólo imputable a la recurrente⁽⁵²⁾.

(51) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial, t. I, Introducción. Teoría del Contrato...*, cit., p. 513. LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil*, t. II. Madrid, 2010, p. 347.

(52) Tal y como se defendió en la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de junio de 2002 (RJ 2002, 5263) «*la regla de interpretación contra proferentem, acogida en el art. 1288 CC, como aplicación*

La cláusula sexta dista de ser clara, no sólo por su confusa redacción, sino también por la omisión de una referencia específica al criterio de cálculo de la comisión de cancelación. El tribunal incluso llega a afirmar que hay una «falta de identificación mínima de la causa de la deuda» para justificar que los clientes no debían conocer porque se devengaba el cargo. Por estos motivos, se estima correcta la aplicación del 1288 CC, cuya finalidad es evitar abusos derivados de la confusa redacción de las cláusulas del contrato⁽⁵³⁾.

La redacción de la estipulación sexta guarda cierta similitud con otras cláusulas de cancelación incluidas en contratos de swaps que ya han sido analizadas por la jurisprudencia. En particular, la sentencia de la Audiencia Provincial de Baleares de 10 de octubre de 2012 (AC 201271984) enuncia acerca de un cláusula con redacción semejante que «*se trata de una cláusula abierta, en la que en modo alguno se establece un procedimiento de liquidación contractual, (...) como en otros contratos de los que ha conocido este tribunal, que deja la determinación del saldo a merced de una sola de las partes y que, por todo ello, no puede ser considerada sino como poco clarificadora y provocadora de ambigüedad y error en los clientes a los que, de hecho, priva de la posibilidad de cancelación anticipada no pactada*».

En esta línea, la jurisprudencia menor ha venido entendiendo que el coste por cancelación anticipada es un elemento esencial del contrato y que, la información sobre su contenido reviste singular relevancia por lo que «*no basta una explicación general de la que no resulte con claridad*»⁽⁵⁴⁾.

Por último, es digno de mencionar que el tribunal, en el Fundamento de Derecho Primero de la sentencia hace alusión al hecho de que los demandantes no denuncian la vulneración de la normativa que regula la documentación y protección de la clientela bancaria o la contratación de instrumentos financieros, ni tampoco de la relacionada con el control de incorporación de las condiciones generales, pero que lo dispuesto por esas normas⁽⁵⁵⁾, será tenido en cuenta por el tribunal para dar respuesta a las cuestiones planteadas en casación.

Como es sabido, conforme al principio *iura novit curia*, el juzgador puede aplicar normas distintas o no invocadas por las partes a los hechos que ellas mismos hayan establecido, siempre que se respete el componente fáctico introducido por ellas y no se altere la *causa petendi*⁽⁵⁶⁾.

concreta del básico principio de la buena fe en la interpretación negocial, requiere no sólo la redacción unilateral del contrato, sino principalmente oscuridad en la cláusula cuya contenido se cuestiona». Vid. también las STS de 13 de diciembre de 1986 (RJ 1986, 7439) y de 17 de octubre de 1998 (RJ 1998, 8071).

(53) STS de 23 de marzo de 2011 (RJ 2011, 3005), STS de 22 de julio de 2008 (RJ 2008, 4501).

(54) SAP de Valladolid de 25 de octubre de 2011 (JUR 2011, 34899), SAP de Barcelona de 13 de diciembre de 2011 (JUR 2012, 28888).

(55) La sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza de 2 de junio de 2011 (JUR 2011, 245705) resulta muy instructiva al hacer mención de la legislación vigente en materia de contratación bancaria, en particular de la aplicable a los derivados financieros.

(56) STS de 6 de abril de 2005 (RJ 2005, 2704) y 24 de julio de 2006 (RJ 2006, 5137).

En este sentido, parece que para dar respuesta a este motivo el tribunal, aunque no lo mencione, ha aplicado el art. 6.2 de la Ley 7/1998 de 13 de abril sobre Condiciones Generales de la Contratación que dispone que «*las dudas en la interpretación de las condiciones generales oscuras se resolverán a favor del adherente*»⁽⁵⁷⁾.

Igualmente ocurre con el art. 80 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, que dispone que en los contratos con consumidores y usuarios que utilicen cláusulas no negociadas individualmente, aquéllas deberán cumplir los requisitos de «*concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa*»⁽⁵⁸⁾.

Del mismo modo, aplicable al caso que nos ocupa es la Ley 26/1988 de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito cuyo art. 48.2 establece que los contratos deben reflejar «*de forma explícita y con la necesaria claridad los compromisos contraídos por las partes y los derechos de los mismos ante las eventualidades propias de cada clase de operación*»⁽⁵⁹⁾.

Por último, es evidente suponer que el tribunal tuvo en consideración el perfil no profesional de los clientes que contrataron la permuta de tipos de interés y su correspondiente grado de conocimientos financieros de acuerdo con lo dispuesto por la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, más conocida como la «MiFID»⁽⁶⁰⁾.

VII. CONSIDERACIONES FINALES

En la resolución comentada nuestro Alto Tribunal confirma la sentencia de apelación que invalida los efectos económicos de la cancelación anticipada de un contrato de swap de intereses utilizando los criterios de interpretación de los contratos del Código Civil.

Considero acertada esta resolución, pues la cláusula sexta no fue redactada con la claridad que hubiera sido deseable, y, como consecuencia de su oscuridad, no cabe deducir que los clientes llegaron a conocer los términos empleados y las consecuencias económicas de la cancelación en el momento de la firma del contrato. Si a la vaga

(57) GARCÍA-CRUCES, J.A., «Contratación bancaria y consumo», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* núm. 30, 1998, pp. 259 y ss., RUBIO TORRANO, E., «Hacia la mejora en la protección de los consumidores y usuarios», *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 5, 2006.

(58) DE MIGUEL ASENSIO, P., «Contratación mediante condiciones generales de la contratación», *Civitas-Estudios y Comentarios Legislativos*, Madrid, 2011.

(59) GALVEZ PASCUAL, J., «La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o “swap”...», *cit.*, p. 109.

(60) *Vid.* MARTÍNEZ-ECHEVERRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «La MiFID: la protección del inversor en un mercado financiero europeo integrado», *El Notario del Siglo XXI*, núm. 48, marzo-abril 2013; URÍA FERNÁNDEZ, F., «La aplicación de la “MIFID” a las entidades de crédito: una aproximación a partir del Anteproyecto de Ley de Modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores», *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 106, 2007, pp. 41-82.

redacción de la estipulación sexta le añadimos que en otro lugar del contrato constaba que el coste de cancelación sería de cero euros, parece claro que la pretensión del recurrente no debe prosperar.

La sentencia es coherente con la legislación dispuesta para los contratos de adhesión, así como con la normativa aplicable a las entidades financieras en lo referente a la necesidad de reflejar de manera clara y explícita los compromisos adquiridos por las partes y de tener en cuenta el perfil del cliente y su grado de conocimientos financieros. Del mismo modo, la resolución muestra coherencia con la normativa de protección consumidor en materia de cláusulas no negociadas individualmente. Todo ello, proporciona mayor consistencia a la resolución dictada por el tribunal.

Por último, cabe mencionar que esta sentencia ha establecido los parámetros adecuados para resolver casos análogos, como es el de la sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia de 27 de diciembre de 2012 (JUR 2013, 119829) en la que se declara la nulidad de la cláusula sexta del contrato de intercambio de tipos/cuotas de Bankinter relativa a la cancelación del contrato⁽⁶¹⁾.

(61) La audiencia apunta que, aunque el fundamento jurídico de la sentencia que comentamos es concluir que conforme a las normas de interpretación de los contratos el coste de cancelación no es aplicable al caso de resolución unilateral, la conclusión práctica en uno y otro caso es la misma, pues se declara la cancelación de los contratos de intercambio tipos/cuota sin coste alguno para los clientes.

NOTICIAS

1. NUEVA SENTENCIA DEL PLENO DE LA SALA DE LO CIVIL DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 18 DE ABRIL DE 2013 SOBRE UN CONTRATO DE GESTIÓN DISCRECIONAL DE CARTERA DE INVERSIÓN

1. El 18 de abril de 2013, el Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo ha dictado la Sentencia núm. 244/2013 que resuelve el recurso de casación 1979/2011 (RJ 2013, 3387), en la que ha sido ponente el Excmo. Sr. D. Rafael Sarazá Jimena. Esta Sentencia complementa la doctrina jurisprudencial sobre el contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión que estableció —siguiendo otras precedentes, en particular, la Sentencia núm. 687/1998, de 11 de julio (RJ 1998, 6601)— la Sentencia núm. 240/2013, del mismo Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo del día anterior, 17 de abril de 2013 (RJ 2013, 2600), de la que dimos noticia en el anterior número de esta RDBB.
2. También esta Sentencia de 18 de abril de 2013 resuelve un caso paradigmático de la crisis financiera con un ingrediente de especialísima importancia en nuestro mercado de valores porque implica un tipo de instrumento financiero «maldito», cual es la participación preferente. En concreto, el litigio deriva de la comercialización por el BBVA de participaciones preferentes emitidas por el banco Lehman Brothers que fueron adquiridas para la cartera de los demandantes por BBVA en ejecución de un contrato de gestión discrecional de su cartera de inversión.
3. Ambas Sentencias coinciden en condenar a los bancos gestores al apreciar una gestión negligente por su parte concretada, por una parte, en una falta de información suficiente a los respectivos clientes sobre el riesgo de los productos financieros adquiridos para sus respectivas carteras (v. Vázquez García, D., «Responsabilidad del banco gestor por pérdida de la cartera de valores. Falta de información sobre el riesgo. Comentario a la STS de 17 de abril de 2013», *Diario La Ley* núm. 8101, 10 de junio de 2013, *La Ley* 3298/2013); y, por otra parte, en una inadecuación de aquellos productos al perfil de riesgo conservador que en ambos casos tenían los inversores administrados (v. Carrasco García, F.A., «El perfil de riesgo del cliente sobre sus preferencias de inversión desempeña una función integradora del contenido del contrato. Comentario a la STS de 18 de abril de 2013, sobre contrato de gestión discrecional de cartera de inversión», *Diario La Ley* núm. 8110, 21 de junio de 2013, *La Ley* 3537/2013).
4. Esta Sentencia de 18 de abril de 2013, a diferencia de la del día anterior, estima el recurso de casación interpuesto por los clientes del Banco contra la

Sentencia de la Audiencia Provincial absolutoria que, a su vez, había estimado el recurso de apelación interpuesto por el Banco contra la Sentencia de primera Instancia condenatoria del mismo. En concreto, el litigio al que pone fin la Sentencia comentada se inicia a resultas de la demanda que interponen dos personas físicas contra el Banco con el que tienen suscrito un contrato de gestión de su cartera de inversión (v. nuestro estudio sobre los «Contratos bancarios sobre instrumentos financieros: gestión de carteras y custodia y administración de instrumentos financieros», en ZUNZUNEGUI, F. (dir.), «Derecho Bancario y Bursátil», Madrid, 2012, pp. 595 y ss.). Banco que, en ejecución de aquel contrato, adquirió participaciones preferentes emitidas por la entidad Lehman Brothers que eran productos de alto riesgo financiero que se convirtió en siniestro cuando aquella entidad emisora quebró.

5. En cuanto a su desarrollo procesal, la demanda de los clientes frente al Banco fue estimada por Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 27 de Valencia de 30 de diciembre de 2010 que condenó al Banco al pago de la cantidad reclamada (291.488,84 euros) y al interés legal correspondiente, sin imposición de costas. Sentencia que fue revocada por la de la Sección 9.^a de la Audiencia Provincial de Valencia de 28 de junio de 2011 que, estimando el recurso de apelación interpuesto por BBVA, absolvió a dicho Banco sin imposición de costas en ninguna de las instancias. Finalmente, esta última Sentencia se casa por la Sentencia núm. 244/2013 del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 18 de abril de 2013 de la que damos noticia que, por consiguiente, confirma la condena al Banco contenida en la Sentencia de Primera Instancia.
6. Dejando al margen los aspectos procesales por los que el Alto Tribunal desestimó el recurso extraordinario por infracción procesal interpuesto por la parte demandante alegando infracción de las reglas del art. 217 de la LEC sobre la carga de la prueba, procede sintetizar los motivos de Derecho material por los que se estimó el recurso de casación:
 - a. En primer lugar, tras una exposición completa de la normativa aplicable al caso que —si bien no regula de forma específica y detallada el contrato de gestión de carteras de inversión; sí hace relación al marco jurídico-público que regula las obligaciones del gestor— expone dichas obligaciones afirmando, en síntesis, que el gestor tiene que estar informado del perfil inversor del cliente titular de la cartera que gestiona; informar a dicho cliente de las características (especialmente, del nivel de riesgo) de los instrumentos financieros que adquiere para su cartera; y seguir sus instrucciones, que no tienen por qué referirse específicamente a una operación o producto financiero determinado, sino que el gestor debe inferir del perfil de riesgo de aquel cliente. Así, en su Fundamento de Derecho Sexto, dice:

«Como resumen de lo expuesto, el régimen jurídico resultante de la Ley del Mercado de Valores y de la normativa reglamentaria que la desarrolla, interpretadas a la luz de la letra y de la finalidad de la Directiva 1993/22/CEE

de la que son desarrollo, impone a las empresas que actúan en el mercado de valores, y en concreto a las que prestan servicios de gestión discrecional de carteras de inversión, la obligación de recabar información a sus clientes sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, y la de suministrar con la debida diligencia a los clientes cuyas carteras de inversión gestionan una información clara y transparente, completa, concreta y de fácil comprensión para los mismos, que evite su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Deben observar criterios de conducta basados en la imparcialidad, la buena fe, la diligencia, el orden, la prudencia y, en definitiva, cuidar de los intereses de los clientes como si fuesen propios, dedicando a cada cliente el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos, respondiendo de este modo a la confianza que el inversor deposita en el profesional en un campo tan complejo como es el de la inversión en valores mobiliarios.

La empresa que gestiona la cartera del inversor ha de seguir las instrucciones del cliente en la realización de operaciones de gestión de los valores de la cartera («con arreglo al mandato del cliente» o «a los mandatos del cliente», se dice en la Ley del Mercado de Valores y en la STJUE antes mencionados). Las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato, fundamental en el caso del mandato (arts. 1719 del Código Civil y 254 y 255 del Código de Comercio), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica. Por eso es fundamental que al concertar el contrato las preguntas formuladas al cliente para que defina su perfil de riesgo y los valores de inversión que pueden ser adquiridos sean claras, y que el profesional informe al cliente sobre la exacta significación de los términos de las condiciones generales referidas a dicho extremo y le advierta sobre la existencia de posibles contradicciones que pongan de manifiesto que la información facilitada al cliente no ha sido debidamente comprendida».

- b. En segundo lugar, aprecia la responsabilidad del banco gestor por el incumplimiento de las obligaciones de información y de actuación de buena fe que, en este tipo de contrato, habida cuenta de la propia discrecionalidad de la que goza el gestor, deben apreciarse con especial rigor. Así, afirma, en su Fundamento de Derecho Séptimo, lo siguiente:

«Esta Sala considera que una información como la facilitada por BBVA a los demandantes podría ser suficiente en el caso de otra relación contractual más simple, pero no lo es en el contrato de gestión discrecional de cartera de valores pues no alcanza el estándar de la conducta exigida al profesional con base en la normativa que lo regula y que ha sido expuesta.

En primer lugar, no se suministra una información completa y clara al inversor ni se actúa de buena fe cuando en el contrato existe una contradic-

ción evidente entre la respuesta que da el inversor cuando se le pregunta por su perfil de riesgo y la elección de los valores en que se puede invertir. Los demandantes optaron por un perfil de riesgo «muy bajo», que era el más conservador de los cinco posibles. Si la empleada del banco que les atendió marcó a continuación, y tras preguntar a los clientes, en las casillas que posibilitaban invertir en valores de riesgo elevado (pues marcó todas las casillas salvo la residual de «cualesquiera contratos u operaciones...»), es evidente que existe una contradicción no explicada ni resuelta. Es significativo que en la cláusula del contrato relativa al perfil de riesgo, tras indicar a qué responde cada uno de los perfiles posibles (de «muy bajo» a «muy alto») se añade: «además, se tomarán en cuenta los activos seleccionados en la cláusula cuarta [valores a contratar], de modo que sea coherente el perfil inversor y las operaciones que pueden realizarse». En este caso, la incoherencia es palmaria y no ha sido justificada.

(...)

En conclusión, el banco no cumplió el estándar de diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa que le era exigible al proponer a los demandantes la adquisición de determinados valores que resultaron ser valores complejos y de alto riesgo (así los define la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y así se acepta en la sentencia de la Audiencia Provincial) sin explicarles que los mismos no eran coherentes con el perfil de riesgo muy bajo que habían seleccionado al concertar el contrato de gestión discrecional de carteras de inversión. Este incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida casi absoluta de valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas».

7. Procede concluir diciendo que —a la vista de las dos Sentencias del Pleno de la Sala Civil del Tribunal Supremo de 17 y 18 de abril de 2013— la jurisprudencia sentada sobre el contrato de gestión discrecional de cartera de inversión, partiendo de que dicho contrato debe identificarse con los modelos genéricos de mandato o comisión, considera que, dado que el gestor está vinculado por una obligación de medios y no de resultado, debe emplear una diligencia profesional específicamente adaptada a dicho contrato que se concreta en estar informado sobre el perfil de riesgo del cliente, informar a este último del riesgo de los productos financieros adquiridos en ejecución de ese contrato y garantizar la coherencia del perfil y las instrucciones del cliente con los productos financieros adquiridos. Y, dado que el Alto Tribunal apreció que los bancos gestores adquirieron productos financieros complejos de alto riesgo inadecuados para los perfiles conservadores de los clientes, sin informarles adecuadamente de ello, condenó a dichos bancos a indemnizar a los clientes administrados por las pérdidas sufridas por las carteras de inversión gestionadas.

Alberto Javier Tapia Hermida

2. NUEVA NORMATIVA SOBRE INFORMACIÓN AL INVERSOR EN RELACIÓN CON LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La nueva normativa europea incluye como una de sus principales novedades el documento con los datos fundamentales para el inversor, en sustitución del anterior folleto simplificado en aras de pretender la armonización a nivel europeo del documento que recoge los datos fundamentales de las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC) que un inversor necesita conocer para poder adoptar una decisión fundada sobre la inversión.

Este documento figura recogido en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009 y aparece detallado en el Reglamento (UE) núm. 583/2010, de la Comisión, de 1 de julio de 2010.

Al objeto de adaptar nuestra normativa a tales disposiciones comunitarias, se procedió a modificar el contenido de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (LIIC) a través de la Ley 31/2011, de 4 de octubre, y se atendió a aprobar un nuevo reglamento de desarrollo de la citada Ley (RIIC) por medio del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio (RIIC).

No obstante lo anterior, también resultaba necesario adecuar estas modificaciones legislativas al contenido y la forma de presentar el folleto informativo de las IIC, y el documento con los datos fundamentales para el inversor con el fin de facilitar a los inversores la comparativa entre productos así como por razones de homogeneidad y transparencia.

De esta forma, y por medio del mandato establecido desde los arts. 17.6 de la LIIC, y 24. 1 y 2 del RIIC, por los que se señala que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) estará habilitada para establecer los modelos normalizados del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto de las IIC, así como que estará facultada para determinar el contenido y la forma de presentar el folleto informativo, establecer especialidades cuando resulten necesarias en función de la clase, categoría o tipo a la que pertenezca la IIC, así como exigir información adicional, advertencias o explicaciones para la adecuada información y protección del inversor, se ha procedido a aprobar la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV (BOE de 24 de mayo de 2013), sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las IIC.

La presente Circular, que será de aplicación al folleto y al documento con los datos fundamentales para el inversor que las IIC, a las que se refiere el art. 2.1.a) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, o en su caso, sus correspondientes sociedades gestoras y depositarios presenten en la CNMV, para su registro, y adicionalmente, en el caso de los fondos de inversión, para su verificación previa, persigue cuatro objetivos. Esto es, en primer lugar, regular el documento con los datos fundamentales para el inversor estableciendo aquellas especialidades que resulten necesarias para las IIC, inmobiliarias y las de inversión libre. En segundo término, establecer los modelos del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto de las IIC. En tercer lugar, proceder a adecuar el contenido de la Circular a las recientes modifica-

ciones legislativas relativas, entre otras, a los nuevos supuestos que otorgan derecho de separación a los partícipes. Y finalmente, revisar y actualizar el contenido de otras circulares de la CNMV, que desarrollaban cuestiones vinculadas con la materia.

Efectivamente, en primer lugar, la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, procede a regular el documento con los datos fundamentales para el inversor estableciendo aquellas especialidades que resulten necesarias para las IIC, inmobiliarias y las de inversión libre.

Así, en esta Circular la norma segunda describe brevemente aquellos documentos informativos de las IIC, de los recogidos en el art. 17.1 de la LIIC, que figuran incluidos en el ámbito de la Circular, así como sus distintas formas de presentación y modelos, agrupando aquellas disposiciones comunes que afectan a ambos documentos.

Los principios relativos al diseño y al lenguaje del documento con los datos fundamentales para el inversor —detallados en la norma cuarta de la Circular— están extraídos de un desarrollo de Nivel 3 (CESR 10-1320).

Igualmente, por medio de la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, se da cumplimiento al mandato del art. 25.2 RIIC, por el que se señala que la CNMV, determinará para las IIC, no armonizadas las especialidades que resulten necesarias en relación con el documento con los datos fundamentales para el inversor de estas IIC. Ciertamente, si bien el documento con los datos fundamentales para el inversor conforme se regula en el Reglamento (UE) núm. 583/2010, de la Comisión, de 1 de julio de 2010, es un documento ideado para las IIC, financieras que cumplan con la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, al extender la exigencia de este documento a la totalidad de las IIC, resultaba necesario establecer para cierto tipo de IIC, no armonizadas (en particular, IIC, inmobiliarias y de inversión libre) determinadas excepciones así como realizar ciertos ajustes respecto del contenido y forma de dicho documento. A tal efecto, desde la norma quinta de la Circular 2/2013, de 9 de mayo, se atiende a establecer aquellas especialidades relativas al documento con los datos fundamentales para el inversor de las IIC, de carácter no financiero, inmobiliarias y las de inversión libre, referentes, entre otras, a su extensión máxima o a la determinación del perfil de riesgo de estas IIC.

Por otra parte, se han incluido en la Circular dos nuevas normas en línea con otro desarrollo de Nivel 3 (ESMA/2012/832): la norma undécima, que recoge las especialidades relativas al folleto y al documento con los datos fundamentales para el inversor de las IIC, cuyo objeto sea desarrollar una política de inversión que replique o reproduzca, o que tome como referencia, un determinado índice bursátil o de renta fija que cumpla con los requisitos descritos en la letra d) del apartado 2 del artículo 50 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, así como de los fondos de inversión cotizados y de las SICAV, índice cotizadas, y la norma duodécima, que describe otros contenidos del folleto referentes a técnicas de gestión eficiente de la cartera e instrumentos financieros derivados, así como gestión de las garantías en relación con esa operativa.

En segundo término, la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, atiende a establecer los modelos normalizados incluidos como anexos a la misma tanto del documento con los datos fundamentales para el inversor de un fondo de inversión (anexo

c) o de las sociedades de inversión (anexo d), así como del folleto de una IIC, bien sea de un fondo de inversión (anexo a) o de una sociedad de inversión (anexo b).

En tercer lugar, la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, procede a adecuar el contenido de la Circular a las recientes modificaciones legislativas, relativas, entre otras, a los nuevos supuestos que otorgan derecho de separación a los partícipes. Así pues, desde la norma novena de la comentada Circular, se viene a establecer que cuando la actualización del documento con los datos fundamentales para el inversor y/o del folleto sea consecuencia de alguna de las modificaciones esenciales comprendidas entre las letras a y k, ambas incluidas, del apartado 2 de la norma séptima de esta Circular, y siempre que exista comisión de reembolso o gastos o descuentos asociados a él, la comunicación deberá mencionar el derecho de los partícipes a optar, durante un plazo de 30 días naturales contado a partir de la remisión de la comunicación a los partícipes por el reembolso o traspaso de sus participaciones, total o parcial, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo que corresponda a la fecha del último día de los 30 días naturales del plazo de información. No obstante, se reconoce que no existirá derecho de separación ni el derecho de información previa a la inscripción durante el plazo de 30 días naturales en los casos de sustitución de la sociedad gestora o del depositario, siempre que la entidad sustituta sea del mismo grupo y se acredite una continuidad en la gestión del fondo.

Finalmente, la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV, atiende a revisar y actualizar el contenido de otras circulares de la CNMV, que desarrollaban cuestiones vinculadas con la materia. De esta forma, procede a derogar la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC, con las salvedades indicadas en los apartados 1 y 2 de la norma transitoria de la comentada Circular, atiende a modificar la Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre hechos relevantes de las IIC, ocasiona la alteración de la Circular 4/2008, de 11 de septiembre de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de IIC, y del estado de posición, así como cambia la Circular 6/2010, de 21 de diciembre de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC, y la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

3. LAS FACULTADES DE INVESTIGACIÓN DE LA AMF Y EL SECRETO DE LA CORRESPONDENCIA CON EL ABOGADO

En uno de los últimos números de la *Revue des Sociétés* se publica una nota comentando la Sentencia del Tribunal de Casación (com.) de 29 de enero de 2013 (FS-P+B, núm. 11-27.333, *StéElixens c/ Autorité des marchés*). El origen de esta Sentencia se encuentra en un recurso interpuesto contra la decisión la Comisión San-

cionadora de la Autorité des Marchés Financiers (AMF). En concreto, se cuestiona el procedimiento seguido por los inspectores de la autoridad bursátil en relación con la correspondencia de carácter confidencial mantenida entre abogado y cliente [v. DEZEUZE, E./ FRANÇON, M., «Enquête AMF et secret des correspondances d'avocat: "C'est Quand Qu'on Va Où?"», Revue des Sociétés núm. 6 (junio 2013), pp. 367-371].

El problema se plantea en torno a la entrega a la AMF de copias de mensajes de correo electrónico intercambiados entre trabajadores de la empresa investigada y sus abogados con ocasión del ejercicio del derecho de información que corresponde a los investigadores de la AMF. Se trata de una cuestión que se plantea recurrentemente en los procedimientos de investigación seguidos por la Autoridad bursátil cuando no se elimina de la documentación la correspondencia existente entre abogado y cliente. El ámbito del secreto ha sido objeto de diversas decisiones de la Comisión Sancionadora de la AMF y de los tribunales en los últimos tiempos (decisiones en muchas ocasiones audaces y a menudo criticadas por la doctrina). En todo caso, se entiende que no puede sacrificarse o eliminarse la protección del secreto más que en circunstancias excepcionales debido a que, por un lado, el secreto está contemplado y protegido por la propia ley y, además, porque diversos acuerdos internacionales obligan al Estado francés a cumplirlo. Debe pues buscarse un equilibrio adecuado entre la protección del orden público y el respeto a los derechos fundamentales, algo que no siempre logran los Tribunales tal y como sucede en la Sentencia que se comenta en este artículo de 29 de enero de 2013. En el supuesto de hecho, el administrador de la sociedad reclama a la Comisión Sancionadora la anulación del procedimiento seguido sobre la base de la vulneración del principio de lealtad en el desarrollo del procedimiento. Sancionados por la Comisión, los afectados interponen recurso ante el Tribunal de Apelación de París que decide, el 29 de septiembre de 2011, que habiéndose entregado la documentación de forma voluntaria con ello tácitamente, se está renunciando al beneficio o protección que deriva del secreto. El Tribunal añade que el secreto no podía invocarse por una persona como era la solicitante. El Tribunal de Casación adopta una decisión absolutamente novedosa en este campo hasta ese momento y que gira en torno a tres elementos:

- la entrega voluntaria de la documentación. Al respecto los autores del artículo vierten dos tipos de críticas. La primera es que parece dudoso que pueda emplearse el término «voluntario» en relación con la entrega de documentos teniendo en cuenta las sanciones que lleva aparejada una negativa: pero, además, la entrega «voluntaria» no puede implicar o considerarse sinónimo de renuncia a la confidencialidad;
- el hecho de que no se hayan utilizado dichas comunicaciones en la elaboración del Informe Final de la Comisión; y, finalmente,
- la ausencia de comunicación a los investigadores acerca del contenido secreto de algunas de las correspondencias retenidas.

En relación con estas dos cuestiones, los autores resaltan que no se trata sólo de que en el Tribunal no se utilicen como una prueba formal en el procedimiento sino

que también debe impedirse que los documentos se consulten o copien. Cualquier otra interpretación vaciaría de contenido el concepto de confidencialidad. Además, dichos documentos pueden ser interpretados erróneamente por los investigadores.

Los autores confían en que llegue a implantarse en Francia un sistema que garantice el secreto tal y como sucede ya a nivel europeo.

Isabel Fernández Torres

4. NUEVA NORMATIVA SOBRE INFORMACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Las obligaciones de naturaleza informativa que las empresas de servicios de inversión detentan frente a sus clientes en el art. 79 bis de la Ley 24/1988, del mercado de valores, han sido objeto de una nueva redacción por la disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito en aras tanto de establecer nuevas obligaciones para las entidades, así como en lo concerniente a venir a facultar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) para que especificase los términos en que las mismas deberían de prevenir a sus clientes.

Así pues y dado que la intención de todo este elenco normativo va dirigido a que se tomen las decisiones con pleno conocimiento de causa y que por razón de la especialidad, la complejidad de los servicios que se ofertan y los potenciales riesgos que se pueden asumir en el mercado, se requiere para su completo entendimiento de un cierto grado de conciencia, se hacía necesario incrementar el ámbito de protección en el mercado de valores, a efectos de que se pudiese establecer un proceso que permitiese determinar que hay base razonable para pensar que los potenciales clientes pueden comprender el alcance y el riesgo que implica la operación.

Es por ello por lo que teniéndose en cuenta tales circunstancias, se ha venido a reforzar el marco de tutela del inversor mediante la Circular 3/2013, de 12 de junio (BOE de 19 de junio), por el que haciéndose uso de aquella habilitación, se procede a desarrollar las nuevas materias incorporadas a la Ley del mercado de valores relativas a la evaluación de la idoneidad y conveniencia de los productos y servicios que se ofrecen o adquieren a los inversores.

En concreto, a través de la Circular 3/2012, de 12 de junio, se procede a especificar la forma de acreditar el cumplimiento de la obligación, a indicar los términos en que las entidades deben de advertir a los clientes, a mostrar las expresiones manuscritas concretas que tendrán que recabarse junto a la firma del cliente, así como a señalar los requisitos que se deberán de cumplir para el mantenimiento del registro de clientes y productos no adecuados.

Ciertamente, en primer término, la presente Circular, atiende desde su art. 3.2 y 4.1 a especificar la forma de acreditar el cumplimiento de la obligación de información de las recomendaciones y la evaluación realizada. En este sentido, las entidades deberán de recabar una copia firmada por el cliente del documento entregado en el que deberá de figurar la fecha en que se realiza dicha entrega y a través del registro de la comunicación al cliente por medios electrónicos o por cualquier otro medio que resulte fehaciente.

En segundo lugar, la Circular 3/2012, de 12 de junio, atiende a establecer los términos en que las entidades deben de advertir a los clientes en el proceso de evaluación de la idoneidad. En efecto, desde la norma tercera se viene a indicar que el deber informativo que ha de realizarse por la entidad en aras de proceder a indicar cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor establecida desde el art. 79 bis 6 LMV, ha de venir referida a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio de inversión tanto desde el punto de vista del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, como de su complejidad, así como a la evaluación de la idoneidad realizada por el cliente en sus tres componentes. No obstante, y en aras de no suponer una costosa, innecesaria e infructuosa carga para la entidad, la citada norma permite una descripción abreviada cuando la recomendación se realice sobre un mismo tipo o familia de productos de forma reiterada.

En tercer término, la norma cuarta de la Circular 3/2012, de 12 de junio, atiende a mostrar las expresiones manuscritas concretas que tendrán que recabarse junto a la firma del cliente y que formarán parte de de la documentación contractual de la operación en aras de la puesta de manifiesto de que no ha sido posible evaluarle porque no hubiese proporcionado la información suficiente a la entidad (apartado 2), de que la operación se trata de un instrumento de carácter complejo que no ha podido ser evaluado como conveniente para el inversor (apartado 3), de que el inversor ha sido advertido que el producto no le resulta conveniente (apartado 4), o bien cuando la entidad preste un servicio relativo a instrumentos de carácter complejo diferente del asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras y desease incluir una manifestación en el sentido de que no le ha prestado al inversor el servicio de asesoramiento en materia de inversión (apartado 5).

En último lugar, y al objeto de tutelar al inversor desde la aportación para que no se les ofrezcan de forma personalizada productos cuya conveniencia hubiese sido evaluada previamente con un resultado negativo, la norma quinta de la Circular 3/2012, de 12 de junio, procede a establecer los términos en que debe mantenerse el registro de clientes y productos no adecuados como consecuencia de haberse realizado una evaluación con resultado negativo. Dicho registro, que formará parte del registro de clientes a que hace referencia la Resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV, permitirá identificar la fecha a partir de la cual la entidad consideró no adecuado cada tipo de producto para cada cliente concreto, registrando igualmente, cuando resulte necesario, la fecha a partir de la que dejó de considerarse no adecuado.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

5. COMPLETADO EL DESARROLLO REGLAMENTARIO DE LA LEY DE ECONOMÍA SOSTENIBLE EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO

La Ley de Economía Sostenible (LES) estableció distintas medidas relevantes en materia de gobierno corporativo entre las que destacaban la nueva disciplina informativa en materia de retribuciones y la necesaria adaptación de la clasificación de los consejeros a las definiciones establecidas en la propia normativa. Un primer paso para la concreción reglamentaria de esta nueva disciplina se dio con la aprobación de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo.

El siguiente y definitivo paso se ha producido con la aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de dos Circulares que culminan el nuevo marco de los deberes informativos que en materia de gobierno corporativo deben observar las sociedades cotizadas. La Circular 4/2013, de 12 de junio, establece los modelos del informe anual de remuneraciones que deberán elaborar sociedades cotizadas y cajas de ahorros, mientras que la Circular 5/2013, de la misma fecha establece los modelos del informe anual de gobierno corporativo que deben presentar las citadas entidades (ambas Circulares han sido publicadas en el BOE de 24 de junio de 2013).

El hecho de ver completada la concreción reglamentaria de la LES dos años después de su aprobación coincide con nuevas iniciativas que van a afectar a las disposiciones recientes. Tanto por las consecuencias que tenga la revisión del Código Unificado de Buen Gobierno encomendada a una Comisión de Expertos, como por la influencia de las medidas anunciadas en esta materia dentro del Plan de Acción de la Comisión Europea al que se hizo referencia en una precedente noticia (v. RDBB núm. 130).

Juan Sánchez-Calero

6. MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. En el DOUE de 31.05.2013 (L 146/1 y ss.) se ha publicado el Reglamento (UE) núm. 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia, que ya había sido modificado previamente por el Reglamento (UE) núm. 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de mayo de 2011 [v. nuestra noticia «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating)» en esta RDBB núm. 123, 2011, pp. 295 y ss.]. Este Reglamento de 2013 adapta la regulación de dichas agencias a las novedades que se han

producido a nivel internacional reflejadas, en particular, en la Resolución del Parlamento Europeo de 8 de junio de 2011 sobre las perspectivas futuras del régimen de dichas agencias y los principios del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), de 20 de octubre de 2010, destinados a reducir la dependencia de las autoridades y entidades financieras respecto de las calificaciones crediticias (v. nuestra noticia «Los principios del Consejo de Estabilidad Financiera para reducir la dependencia de los intermediarios financieros en las calificaciones de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)», en esta RDBB núm. 120, 2010, pp. 278 y ss.).

2. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia —ya modificado por el Reglamento de 2011— ha sido desarrollado en diversos aspectos por los Reglamentos Delegados de la Comisión núm. 272/2012, de 7 de febrero de 2012 y núm. 446/2012, 447/2012, 448/2012 y núm. 449/2012, de 21 de marzo de 2012 que, en su caso, deberán ser revisados para adaptarse a esta nueva modificación de 2013 (v. nuestra noticia «Reglamentos comunitarios de desarrollo sobre las agencias de calificación crediticia», en esta RDBB núm. 127, 2012, pp. 310 y ss.).
3. Este Reglamento de 2013 —que entró en vigor a los 20 días de su publicación en el DOUE (art.2)— incide en varios de los aspectos centrales de la compleja regulación comunitaria de este tipo de agencias de los que nos ocupamos a continuación de forma sucinta (v. «Stricter rules for credit rating agencies to enter into force», European Commission, Brussels 18.06.2013, IP/13/155 y v. «New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force - frequently asked questions», European Commission, Brussels 18.06.2013, MEMO/13/571).
4. En primer lugar, amplía el objeto del Reglamento de 2009 con referencias a las obligaciones que impone a los emisores y a las entidades originadoras y patrocinadoras de los instrumentos de titulización (art. 1) e introduce nuevas definiciones coherentes con la ampliación de su objeto y de su ámbito de aplicación. En este sentido, podemos destacar las definiciones de gestor de FIAs, de entidad de contrapartida central, de entidad originadora y patrocinadora, calificación soberana, perspectiva de calificación crediticia, puntuación crediticia o retitulización (art. 3) (v. nuestra noticia «Documento consultivo de la ESMA de directrices y recomendaciones sobre el objeto del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia» en esta RDBB núm. 129, 2013, pp. 322 y ss.).
5. En segundo lugar, las modificaciones que introduce este Reglamento de 2013 buscan reducir la dependencia excesiva que tienen las entidades financieras respecto de las calificaciones crediticias y, para ello, les obliga a realizar sus propias evaluaciones del riesgo de crédito (art. 5 bis). En este mismo sentido, limita el uso de dichas calificaciones crediticias por las Autoridades Europeas de Supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (art. 5 ter) e insta a la Comisión a seguir revisando las referencias que a las calificaciones

crediticias se hacen en la legislación de la Unión (art. 5 quater) y le obliga a presentar un informe de situación sobre la aplicación de las normas destinadas a reducir la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias en el Derecho de la Unión no más tarde del 31 de diciembre de 2015 (art. 39 ter). Con este mismo propósito de reducir la excesiva dependencia de los intermediarios financieros respecto de las calificaciones crediticias, estimulando su propia capacidad de análisis de los riesgos de crédito; se crea una Plataforma Europea de Calificación en la página web de la AEVM a la que las agencias de calificación crediticia registradas y certificadas deberán comunicar información sobre sus calificaciones y perspectivas (art. 11 bis).

6. En tercer lugar, otro aspecto central de la regulación de estas agencias que aborda el Reglamento de 2013 es el de su independencia y los conflictos de intereses que pueden plantear bien sus relaciones con las entidades que inviertan en su capital (art. 6 bis, sobre «conflictos de intereses relacionados con inversores en agencias de calificación crediticia») o bien la prolongación excesiva de sus contratos para la emisión de calificaciones crediticias sobre retitulizaciones (art. 6 ter, sobre «duración máxima de la relación contractual con una agencia de calificación crediticia»).
7. En cuarto lugar, la obligatoria rotación de las agencias a la que nos hemos referido antes está relacionada también con el estímulo a la competencia entre agencias mediante la ampliación del abanico de las tres grandes agencias globales que dominan por completo el mercado. En este sentido se busca estimular el uso por los emisores o terceros vinculados de múltiples agencias con cuotas no superiores al 10% del mercado total (art. 8 quinquies).
8. En quinto lugar, el Reglamento de 2013 incide en la metodología de calificación crediticia de dos tipos de instrumentos financieros que son la deuda soberana y los instrumentos de financiación estructurada; metodología que se ha revelado como particularmente problemática en los últimos tiempos. Así, primero y por razones obvias, los Estados están particularmente interesados en los efectos que las calificaciones crediticias de sus deudas soberanas tienen sobre las condiciones de colocación de estas últimas y, por ello, el Reglamento de 2013 introduce la exigencia de que las calificaciones soberanas analicen la especificidad del Estado miembro emisor y la prohibición de anuncios de revisión de las calificaciones de un grupo determinado de países, amén de nuevas exigencias sobre las comunicaciones públicas de dichas calificaciones soberanas (art. 8 bis). Segundo, también se introducen novedades en cuanto a la información sobre los instrumentos de financiación estructurada que ha de servir de base para las respectivas calificaciones crediticias, dado que en dicha información están implicados no solo el emisor sino también las entidades originadoras y patrocinadoras. Es por ello por lo que estas novedades inciden tanto en los proyectos de normas técnicas de regulación (art. 8 ter) como en la exigencia de doble calificación crediticia de aquellos instrumentos (art. 8 quater).
9. En sexto lugar, el Reglamento de 2013 introduce la novedad más relevante desde el punto de vista jurídico en la regulación de las agencias de califica-

ción crediticia que es la incorporación al Reglamento de 2009 de un Título III bis —integrado por un único artículo 35 bis— que regula la responsabilidad civil de dichas agencias.

Hay que empezar constatando que estamos ante un tipo específico de responsabilidad civil que no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los Ordenamientos nacionales y que delimita su legitimación activa por referencia bien a los inversores que han tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias o bien a los emisores que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general.

Dicho lo anterior, comprobamos que la redacción final del artículo 35 bis difiere significativamente de la Propuesta de Reglamento de 2011 porque «suaviza» notablemente la posición de las agencias de calificación crediticia frente a las eventuales demandas de responsabilidad. Ello es así porque el texto final que introduce el Reglamento de 2013 elimina mecanismos típicos de protección de los inversores como pueden ser la inversión de la carga de la prueba o la irrenunciabilidad anticipada de sus derechos por el inversor, extremos ambos contemplados en aquella Propuesta de 2011 (v. nuestras «Conclusiones de la Jornada» sobre «Las agencias de rating en una nueva encrucijada», en esta RDBB núm. 129, 2013, pp. 271 y ss.).

En efecto, el texto definitivo del artículo 35 bis del Reglamento de 2009 que introduce el Reglamento de 2013 retoma los principios clásicos de la responsabilidad civil por daños de tal modo que obliga al inversor o emisor que reclame la responsabilidad civil de una agencia a presentar información precisa y detallada sobre la comisión de una infracción del Reglamento y la aceptación de la calificación por la misma. En este mismo sentido, permite también la limitación anticipada de la responsabilidad civil de las agencias siempre que sea razonable y proporcionada y esté autorizada por el Derecho nacional aplicable. En coherencia con lo anterior, el artículo 35 bis establece que las reclamaciones de responsabilidad civil se regirán por el Derecho nacional aplicable conforme a las normas del Derecho internacional privado.

10. Por último, procede recordar que el Reglamento de 2013 introduce numerosas modificaciones en el Anexo I del Reglamento de 2009, relativo a la «independencia e inexistencia de conflictos de intereses», y en el Anexo III que contiene la lista de las infracciones típicas que pueden cometer las agencias de calificación crediticia.
11. En conclusión, constatamos una vez más que, en esta materia de regulación de las agencias de calificación crediticia, como en tantas otras de la regulación de los mercados financieros, la normativa comunitaria avanza con paso decidido hacia una exuberancia normativa que dificulta notablemente su comprensión e incluso su mero conocimiento. En este sentido, la técnica de Reglamentos (en nuestro caso de 2013) que modifican Reglamentos (de

2009), previamente modificados por otros Reglamentos (de 2011), si bien es cierto que puede venir impuesta por el propio dinamismo del mercado financiero; no parece la más adecuada para garantizar la seguridad jurídica de la estructura regulatoria. Pareciendo que, en algunas ocasiones, las reformas obedecen a impulsos no ya coyunturales, sino «espasmódicos».

Alberto Javier Tapia Hermida

7. TRABAJOS DE UNCITRAL SOBRE INSOLVENCIA

El Grupo de Trabajo V de UNCITRAL dedicado a estudiar el Régimen de la Insolvencia celebró el pasado mes de abril su 43.º periodo de sesiones. El Informe correspondiente puede consultarse en el Documento A/CN.9/766. Este Informe tiene especial interés porque recoge los trabajos que se han venido desarrollando con respecto a determinados conceptos interesantes enunciados en la Ley Modelo sobre la Insolvencia Transfronteriza como son el centro de los principales intereses y el análisis de las obligaciones de los directores en el periodo cercano a la insolvencia.

Por otro lado, en dicha reunión se abordó también otro documento redactado por la Secretaría y que lleva por título «Ley Modelo de la CNUDMI sobre la Insolvencia Transfronteriza: la perspectiva judicial» (v. Documento A/CN.9/778), que es una actualización de la jurisprudencia reciente que se ha producido en distintos Estados interpretando la Ley Modelo.

Juan Sánchez-Calero

8. CONSULTA DE LA AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS SOBRE NORMAS TÉCNICAS DE DESARROLLO DEL REGLAMENTO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. El 20 de junio de 2013 entró en vigor el Reglamento (UE) núm. 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia, del que damos noticia en este mismo número de la Revista. Las modificaciones que introduce este Reglamento de 2013 inciden sobre aspectos básicos de la regulación de estas agencias y, en particular, sobre tres aspectos precisados de desarrollo mediante normas técnicas de regulación (la

información sobre instrumentos de financiación estructurada, sobre la Plataforma Europea de Calificación y sobre las comisiones que las agencias cobran a sus clientes) cuyos proyectos se encomiendan a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM / ESMA). En consecuencia, el 10 de julio de 2013 esta AEVM ha publicado un Documento de debate sobre la implementación de los tres aspectos mencionados (2013/891 Discussion Paper on CRA3 Implementation) que permanece abierto a los comentarios de los interesados hasta el 10 de octubre de 2013.

2. En cuanto a la información sobre instrumentos de financiación estructurada, el apartado 3 del art. 8 *ter* del Reglamento de 2009, tal y como ha quedado modificado por el Reglamento de 2013; establece que la AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar la información que deben publicar los emisores, originadores y patrocinadores establecidos en la UE sobre este tipo de instrumentos, la frecuencia con la que deba actualizarse esta información y la presentación de la misma mediante un modelo normalizado. En consecuencia, el Documento de debate de la AEVM, tras clasificar los instrumentos de financiación estructurada sujetos a los requisitos de transparencia y aclarar la radicación de los emisores, originadores y patrocinadores; establece, en su apartado II, los proyectos de normas técnicas de regulación sobre el contenido, frecuencia y normalización de aquellas informaciones.
3. En cuanto a la Plataforma Europea de Calificación establecida en el art. 11 bis del Reglamento de 2009, tal y como ha quedado modificado por el Reglamento de 2013; el art. 21 detalla la información que las agencias de calificación registradas y certificadas deben proporcionar a la AEVM para la correspondiente publicación de las calificaciones y perspectivas de calificación en el sitio web de esta AEVM. En concreto, el Documento de debate de la AEVM establece, en su apartado III, los proyectos de normas técnicas de regulación relativos al contenido y al formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones, previstos en el art. 21.4.e) del Reglamento, y el contenido y presentación de la información que las agencias deberán comunicar a la AEVM con particular referencia a su estructura, formato y calendario de notificación, según lo previsto en el art. 21.4bis.a) del Reglamento.
4. Por último, en cuanto a las comisiones que las agencias cobran a sus clientes, el Documento de debate de la AEVM, en su apartado IV, establece los proyectos de normas técnicas de regulación destinados a lograr que dichas comisiones no sean discriminatorias, no dependan del nivel de la calificación crediticia otorgada por la agencia a un emisor o instrumento o de cualquier otro aspecto relacionado con la prestación de servicios auxiliares al emisor por parte de la agencia y tomen en consideración la estructura de costes correspondiente.

Alberto Javier Tapia Hermida

9. SOCIEDADES COTIZADAS Y AUTOCARTERA

Las operaciones con las propias acciones plantean un catálogo de problemas, objeto de un muy amplio tratamiento doctrinal y de una especial ponderación a la hora de permitir legalmente su tenencia dentro de ciertos límites: el 20% del capital en el caso de sociedades anónimas (art. 146.2 de la Ley de Sociedades de capital —LSC—) y el 10% en el de las sociedades cotizadas (art. 509 LSC). En estas últimas, ese límite máximo de la autocartera permite su lícita utilización en distintas situaciones, pero desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados supone que, en ciertas ocasiones, se produzca una alteración extraordinaria de los mismos.

Para hacer frente a esos riesgos, la CNMV publicó el pasado 18 de julio una nota de prensa por medio de la que anunciaba la aprobación de diez directrices dirigidas a la «operativa discrecional con autocartera». Esas directrices o recomendaciones se dirigen a las sociedades cotizadas tenedoras de autocartera y a las entidades que ejecuten las operaciones correspondientes por cuenta de las primeras. Tomo las diez directrices de la mencionada nota:

- «1. No debería superar el 15% del volumen medio diario contratado en las últimas 30 sesiones (Se admite hasta el 25% en casos de compras o fusiones con requisitos especiales de información).
2. Debe realizarse a precios ajustados a mercado, con límite máximo para compras y mínimo para ventas para que éstos no generen tendencia en el mercado.
3. No se deberían introducir órdenes en los períodos de subasta de apertura y cierre. Se contempla sólo de forma excepcional, por causa justificada, y se contempla el caso de valores que cotizan en 'fixing'. No deberían introducir órdenes de mercado o por lo mejor.
4. No se deberían introducirán (sic) órdenes durante el periodo de subasta previo al levantamiento de la suspensión de negociación de sus acciones hasta que se hayan cruzado operaciones.
5. No se debería operar en el periodo de tiempo que media entre la fecha en la que el emisor es consciente de una información privilegiada y decide retrasar su difusión y la fecha en la que ésta se hace pública.
6. No se debería operar durante un plazo previo de 15 días naturales anteriores a la publicación de la información financiera periódica del emisor y su grupo.
7. El emisor debe procurar que la operativa con autocartera sea estanca, nombrar un responsable y comunicarlo a la CNMV.
8. El comité de auditoría del emisor debe conocer de manera mensual la negociación llevada a cabo con acciones propias.
9. El emisor que opere con autocartera debería informar a la CNMV de aquellos intermediarios financieros a través de los que realicen esta operativa y de los contratos suscritos para su gestión.
10. Recomendaciones específicas de información cuando las acciones se usan para contraprestaciones en compras de otra sociedad y canjes en fusiones».

Como se deduce de su lectura, lo que se hace es establecer mecanismos especiales de información (en el seno de la sociedad y hacia el mercado) y limitaciones operativas que permitirán atenuar las perturbaciones que para el mercado puedan comportar esas operaciones, en especial las que tienen un mayor volumen.

A través de la nota de prensa puede accederse al documento que desarrolla el acuerdo de la CNMV en este asunto.

Juan Sánchez-Calero

10. NOVEDADES LEGISLATIVAS Y JURISPRUDENCIALES SOBRE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA: LA LEY 1/2013 Y LA SENTENCIA DEL PLENO DE LA SALA CIVIL DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 9 DE MAYO DE 2013

1. Novedades legislativas: Medidas de protección a los deudores hipotecarios mediante la Ley 1/2013

La Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social (BOE núm. 116, de 15 de mayo de 2013, corrección de errores en BOE núm. 123, de 23 de mayo de 2013) pretende proteger a determinados colectivos de deudores que, en su día, contrataron un préstamo hipotecario para la adquisición de su vivienda habitual y que, a resultas de la crisis económica y financiera, se encuentran en situación de dificultad para hacer frente a sus obligaciones.

Para lograr la finalidad mencionada, esta Ley 1/2013 adopta una serie de medidas que se ordenan en cuatro capítulos:

El Capítulo I (arts.1 y 2) sobre «suspensión de los lanzamientos», prevé la suspensión inmediata y por un plazo de dos años de los desahucios de sus viviendas habituales que afectan a colectivos especialmente vulnerables. Para ello define los supuestos de especial vulnerabilidad por referencia a las familias que se encuentren en una situación de especial riesgo de exclusión y las formas de acreditar tales supuestos. Esta medida de suspensión tiene un carácter excepcional y temporal y afectará a cualquier proceso judicial de ejecución hipotecaria o venta extrajudicial por el cual se adjudique al acreedor la vivienda habitual de personas pertenecientes a los colectivos señalados; con lo que se impide que se proceda al lanzamiento que culminaría con el desalojo de las personas.

El Capítulo II (arts.3 a 6) introduce «medidas de mejora en el mercado hipotecario» a través de la modificación de la Ley Hipotecaria (Texto Refundido según Decreto de 8 de febrero de 1946); la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario; y la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica esta última Ley 2/1981 y otras normas del sistema hipotecario y financiero,

de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria. Estas medidas consisten, básicamente, en la limitación de los intereses de demora a un máximo de tres veces el ILD; en la prohibición expresa de capitalización de dichos intereses; en la aplicación del resultado de la ejecución en último lugar a los intereses de demora, para lograr, en la mayor medida posible, que el principal deje de devengar intereses; en el fortalecimiento del régimen de venta extrajudicial de bienes hipotecados; y en el refuerzo de la independencia de las sociedades de tasación respecto de las entidades de crédito.

El Capítulo III (art.7) trata de las «mejoras en el procedimiento de ejecución hipotecaria» a través de diferentes modificaciones a la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil con el fin de garantizar que la ejecución hipotecaria se realice de manera que los derechos e intereses del deudor hipotecario sean protegidos de manera adecuada y se agilice y flexibilice el procedimiento de ejecución. Estas modificaciones permiten condonar parte del pago de la deuda remanente si tras la ejecución hipotecaria de una vivienda habitual quedara aún deuda por pagar; la participación del deudor en la revalorización futura de la vivienda ejecutada; facilitan el acceso de postores a las subastas (disminuyendo el aval necesario para pujar del 20% al 5% del valor de tasación); mejoran el procedimiento de subasta, etc.

Entre estas modificaciones queremos destacar, por la relación que tiene con las novedades jurisprudenciales a las que nos referiremos después, la modificación del procedimiento ejecutivo a efectos de que, de oficio o a instancia de parte, el órgano judicial competente pueda apreciar la existencia de cláusulas abusivas en el título ejecutivo y, como consecuencia, decretar la improcedencia de la ejecución o, en su caso, su continuación sin aplicación de aquellas consideradas abusivas. Esta modificación se adopta, según veremos, como consecuencia de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 14 de marzo de 2013, dictada en el asunto, por la que se resuelve la cuestión prejudicial planteada por el Juzgado de lo Mercantil núm. 3 de Barcelona respecto a la interpretación de la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993 (ver Holgado Madruga, F., «La relativa novedad del tratamiento de las cláusulas abusivas en la Ley 1/2013, de 14 de mayo», La Ley 3508/2013, 9 de julio de 2013). En relación con esta novedad, procede destacar tanto el documento sobre «Cláusulas abusivas no inscribibles en el Registro de la Propiedad elaborado por el Colegio de Registradores tras analizar esta Ley 1/2013 como el Acuerdo de 8 de mayo de 2013 de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo que recoge las Conclusiones de la «Jornada sobre las repercusiones de la Doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en materia de cláusulas abusivas en los procedimientos de ejecución hipotecaria. Especial referencia al régimen transitorio».

El Capítulo IV (art.8) introduce una «modificación del Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos», tanto en lo que afecta al ámbito de aplicación, como en lo relativo a las características de las medidas que pueden ser adoptadas. En particular, da nueva redacción al Anexo en el que consta el «Código de Buenas Prácticas para la rees-

tructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual» que afecta tanto a las «medidas previas a la ejecución hipotecaria» mediante la reestructuración de deudas hipotecarias, como a las «medidas complementarias», así como a las «medidas sustitutivas de la ejecución hipotecaria» a través de la dación en pago de la vivienda habitual y, por último, a la publicidad del propio Código. En este último sentido, la Resolución de 5 de julio de 2013 de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Competitividad (BOE núm. 166, de 12 de julio de 2013) ha publicado, en su Anexo I, la lista de entidades de crédito adheridas al Código de Buenas Prácticas en la versión prevista por la Ley 1/2013 y, como Anexo II, la lista de entidades de crédito adheridas al Código de Buenas Prácticas en la versión vigente desde la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 6/2012.

En su Disposición Adicional Primera, esta Ley 1/2013 incluye un mandato al Gobierno para que impulse, con el sector financiero, la constitución de un Fondo social de viviendas destinadas a ofrecer cobertura a aquellas personas que hayan sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario. Fondo destinado a movilizar un amplio parque de viviendas, propiedad de las entidades de crédito, en beneficio de aquellas familias que sólo pueden acceder a una vivienda en caso de que las rentas se ajusten a la escasez de sus ingresos.

2. Novedades jurisprudenciales: la declaración de nulidad de determinadas cláusulas suelo de contratos de préstamo hipotecario por la Sentencia del Pleno de la Sala Civil del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013.

La Sentencia de la Sala Primera del Tribunal de Justicia de Luxemburgo de 14 de marzo de 2013 en el asunto C-415/11 que enfrentó al Sr. Aziz y a la Caixa d'Estalvis de Catalunya, a raíz de las cuestiones prejudiciales planteadas por el Juzgado de lo Mercantil núm. 3 de Barcelona en torno al procedimiento ejecutivo de préstamos bancarios con garantía hipotecaria reavivó la llama del control judicial de las cláusulas abusivas en este tipo de contratos bancarios a la luz de la Directiva 93/13/CEE, de 5 de abril, sobre este tipo de cláusulas en los contratos celebrados con los consumidores. Llama que ya se había prendido con las Sentencias del mismo Tribunal de 14 de junio de 2012 en el asunto C 618/10 de Banesto y de 21 de febrero de 2013 en el asunto C 472/11 de Banif.

En nuestro Ordenamiento, esta tendencia ha tenido su máxima expresión en la Sentencia núm. 241/2013, de 9 de mayo (RJ 2013/3088) del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo que declara el carácter abusivo de determinadas cláusulas suelo en los préstamos hipotecarios contratados con consumidores (ver Sánchez Martín, C., «El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predispuestas. Su aplicación en la STS 241/2013, de 9 de mayo, sobre cláusulas suelo en préstamos con garantía hipotecaria», La Ley 3128/2013, 25 de junio de 2013 y Plaza Penadés, J., «Delimitación del control de transparencia de las condiciones generales de la contratación, sobre la base de la STS de 9 de mayo de 2013 sobre cláusulas suelo», La Ley 3134/2013, 25 de junio de 2013).

Damos noticia telegráfica de esta última Sentencia en los términos siguientes:

- 2.1. El objeto del litigio consistió en el control judicial abstracto del carácter abusivo de una serie de cláusulas suelo insertas en otros tantos contratos de préstamo con garantía hipotecaria a resultas de una acción colectiva de cesación de aquellas cláusulas suelo al amparo del art. 12.2 de la Ley 7/1998. En particular, con la demanda se aportaron copias simples de 4 escrituras que contenían las cláusulas litigiosas. El pleito se tramitó como juicio verbal.
- 2.2. Se enfrentaron en el litigio, como parte demandante, AUSBANC Consumo y, como partes demandadas, el BBVA, NCG Banco y CAJAMAR.
- 2.3. El conflicto jurídico transcurrió con distinta suerte en las tres instancias:
 - 2.3.1. La Sentencia de 30 de septiembre de 2010 del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla admitió la legitimación de AUSBANC y estimó que las denominadas «cláusulas suelo» existentes en los préstamos hipotecarios a interés variable celebrados por las demandadas con los consumidores debían considerarse condiciones generales integradas en una pluralidad de contratos, elaboradas de forma unilateral y previa por las entidades de crédito demandadas. Partiendo de esta calificación genérica y atendido el desfase en relación con las «cláusulas techo», las declaró abusivas y condenó a las demandadas a eliminar dichas condiciones generales de contratación y a abstenerse a utilizarlas en lo sucesivo.
 - 2.3.2. La Sentencia de 7 de octubre de 2011 de la Sección Quinta de la Audiencia Provincial de Sevilla, aun cuando rechazó la legitimación activa de AUSBANC para el ejercicio de las acciones colectivas en defensa de los intereses generales de consumidores y usuarios por no estar inscrita en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores y Usuarios; entró en el fondo del asunto, al haberse personado el Ministerio Fiscal en defensa de los intereses generales. Y, una vez dentro, rechazó que las cláusulas suelo y techo tuviesen naturaleza de condiciones generales de contratación abusivas porque entendió que: a) las cláusulas impugnadas no tenían la naturaleza de condiciones generales de la contratación, por ser un elemento esencial del contrato negociado entre prestamista y prestatario; b) no existió imposición de aquellas cláusulas por el empresario, sino aceptación libre y voluntaria por el consumidor; c) aquellas cláusulas no tenían carácter abusivo por tratarse de cláusulas negociadas, incorporadas siguiendo las previsiones normativas sobre transparencia bancaria y no generadoras de desequilibrio en los derechos y las obligaciones de las partes.
 - 2.3.3. La Sentencia de 9 de mayo de 2013 del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo —estimando parcialmente los recursos de casación interpuestos por el Ministerio Fiscal y por AUSBANC Consumo— declaró la nulidad de las cláusulas suelo contenidas en las condiciones generales de los contratos suscritos con consumidores objeto del

litigio; condenó a las entidades de crédito demandadas a eliminar dichas cláusulas de los contratos en los que se insertaban y a cesar en su utilización; declaró la subsistencia de los contratos de préstamo hipotecario en vigor suscritos por las entidades de crédito demandadas, concertados con consumidores en los que se hubieran utilizado dichas cláusulas; y declaró la irretroactividad de la sentencia que, por lo tanto, no afectó a las situaciones definitivamente decididas por resoluciones judiciales con fuerza de cosa juzgada ni los pagos ya efectuados en la fecha de publicación de la sentencia.

- 2.4. La declaración de nulidad de este último fallo y las condenas subsiguientes contenidas en el mismo se debieron a las siguientes razones:
 - 2.4.1. La creación de la apariencia de un contrato de préstamo a interés variable en el que las oscilaciones a la baja del índice de referencia, repercutirán en una disminución del precio del dinero.
 - 2.4.2. La falta de información suficiente de que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato.
 - 2.4.3. La creación de la apariencia de que el suelo tiene como contraprestación inescindible la fijación de un techo.
 - 2.4.4. Su ubicación entre una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas y que diluyen la atención del consumidor.
 - 2.4.5. La ausencia de simulaciones de escenarios diversos, relacionados con el comportamiento razonablemente previsible del tipo de interés en el momento de contratar, en fase precontractual.
 - 2.4.6. Inexistencia de advertencia previa clara y comprensible sobre el coste comparativo con otros productos de la propia entidad.
- 2.5. Para llegar a las anteriores conclusiones, la Sentencia desarrolla un razonamiento que —en lo sustancial y prescindiendo de los aspectos procesales atinentes a la legitimación de AUSBANC y a los motivos del recurso extraordinario por infracción procesal interpuesto por dicha Asociación— podemos sintetizar en las siguientes premisas:
 - 2.5.1. El control judicial de las cláusulas abusivas debe realizarse en condiciones de flexibilidad procesal tanto respecto de la congruencia con las pretensiones de las partes como de la estructura de recursos.
 - 2.5.2. Una cláusula contractual puede ser calificada como condición general de la contratación aun cuando se refiera al objeto principal del contrato y el empresario haya cumplido los deberes de información exigidos por la regulación sectorial.
 - 2.5.3. El conocimiento de una cláusula es requisito previo al consentimiento y —por lo tanto— necesario para su incorporación al contrato.

- 2.5.4. La imposición de una cláusula o condición general por el empresario a los consumidores no comporta, de por sí, su ilicitud.
 - 2.5.5. La posibilidad del consumidor de escoger entre una pluralidad de ofertas de contrato sometidas a condiciones generales de la contratación e incluso de eliminar alguna de estas condiciones no puede equipararse a negociación individual que elimine su imposición.
 - 2.5.6. La existencia de una regulación sectorial —en este caso bancaria— no excluye la posible aplicación de la Ley 7/1998 a las condiciones generales de los contratos celebrados.
 - 2.5.7. Las condiciones generales de la contratación deben superar un doble control de inclusión a efectos de incorporación al contrato y de transparencia.
 - 2.5.8. El control de transparencia de condiciones generales de contratos con consumidores incluye el control de comprensibilidad real de su importancia en el desarrollo razonable del contrato.
 - 2.5.9. Lo elevado del suelo pactado en los contratos de préstamo litigiosos hizo que, siendo teóricamente a interés variable, se convirtieran realmente en préstamos a interés fijo, únicamente variable al alza.
 - 2.5.10. El control abstracto del carácter abusivo de una condición general no permite valorar todas las circunstancias y contextos que deben tenerse en cuenta en el caso de impugnación por un concreto consumidor adherente.
- 2.6. En relación con esta última premisa, interesa destacar que la Sentencia núm. 291/13 de 9 de julio de 2013 de la Audiencia Provincial de Álava confirmó la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Vitoria de 3 de abril de 2013 estimando una demanda interpuesta por un consumidor contra LIBERBANK, declarando la nulidad, por abusiva, de una cláusula suelo integrada en un contrato de préstamo hipotecario y condenando al Banco a devolver al demandante las cantidades cobradas en virtud de dicha cláusula. Si bien esta Sentencia se cuida de aclarar la distinción entre la acción de nulidad ejercitada en este pleito conforme al art. 9 de la Ley 7/1998 y la acción colectiva de cesación ejercitada en el litigio resuelto por la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013.
 - 2.7. En conclusión, nos encontramos ante una Sentencia paradigmática del control judicial abstracto de las cláusulas abusivas en contratos celebrados con los consumidores que establece la jurisprudencia aplicable al interpretar la legislación reguladora de este tipo de cláusulas tanto en el marco de los contratos celebrados en sectores regulados, tales como los contratos bancarios o los contratos del mercado financiero; como en el marco de los contratos en general.

Alberto Javier Tapia Hermida

11. PRÉSTAMO HIPOTECARIO: LA GUÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

Los productos bancarios vinculados con la financiación hipotecaria están registrando en los últimos tiempos cambios relevantes. Se trata, como es notorio, de una de las modalidades contractuales que mayor difusión ha alcanzado en la actividad bancaria tradicionalmente pero que como consecuencia de la crisis económica se ha visto rodeada de una serie de críticas en función de algunas de sus principales cláusulas que han sido objeto de revisión por parte de los Tribunales nacionales e internacionales (por ejemplo, con respecto al procedimiento de ejecución hipotecaria o a las cláusulas subsuelo) y también como consecuencia de la falta de transparencia que se achacaba a determinados supuestos.

Para hacer frente a esta situación se han adoptado distintas iniciativas legislativas sobre las que ya me he referido en anteriores entradas. Asistimos a una iniciativa adicional y de gran utilidad para la fase precontractual como es la publicación por el Banco de España en el mes de julio de 2013 de la denominada «Guía de acceso al préstamo hipotecario». Esta Guía supone completar las medidas que en defensa de la clientela y en particular concreción de la transparencia en las relaciones entre entidades y consumidores está facultado para adoptar el Banco de España con apoyo reglamentario en la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios y en la propia Circular del Banco de España 5/2012, de 27 de junio.

Como explica el Banco de España a través de la nota de prensa de presentación de la Guía el 17 de julio pasado, se trata de poner a disposición de los clientes un documento que permita una adecuada comprensión y valoración de los distintos elementos que comporta la contratación de un préstamo hipotecario. Se acierta de lleno cuando se destaca que la contratación de un préstamo de esa naturaleza será en la vida de muchos la decisión financiera más trascendente, lo que justifica que se vincule esa posible contratación de una especial información.

La Guía está acompañada de una especial accesibilidad tanto a través de la web del Banco de España como del portal del cliente bancario.

Es una iniciativa acertada por cuanto refuerza sensiblemente y desde ámbitos especialmente cualificados la información de la que disponen los clientes estén interesados en la contratación de estos productos.

Juan Sánchez-Calero

12. SOCIEDADES COTIZADAS E INFORME DE GESTIÓN

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó en el mes de julio de 2013 un interesante documento denominado «Guía para la elaboración del informe de gestión de las sociedades cotizadas» (179 pp.), destinado a formular unas

recomendaciones sobre el contenido del informe de gestión. Son recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas con la finalidad de dotar de una cierta homogeneidad el contenido del informe de gestión, si bien es cierto que en el documento de la CNMV aparecen determinadas recomendaciones específicas dedicadas al sector bancario (apartado IV) o también para las pequeñas y medianas empresas cotizadas (apartado V). Se trata de adaptar el contenido del informe de gestión a las particularidades de las entidades de crédito en el primer caso y también de dispensar de un mayor detalle a determinadas sociedades cotizadas en atención a la dimensión de su actividad en el segundo.

En la correspondiente nota de prensa de 29 de julio pasado, que explicaba la presentación de dicho documento, la CNMV destacaba el papel que juega el informe de gestión (cuya regulación encontramos en el art. 242 de la Ley de Sociedades de Capital) a la hora de ofrecer información sobre la sociedad complementando sus estados financieros. Porque mientras éstos suelen recoger hechos pasados, el informe de gestión debe servir para ofrecer información sobre las principales decisiones que se han adoptado y también sobre la evolución, los riesgos y los previsibles resultados que el negocio de la sociedad debe deparar en el futuro.

Juan Sánchez-Calero

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

ZELEDÓN ZELEDÓN, R., «La defensa del derecho privado frente a la globalización económica», en *Revista de Derecho Privado* núm. 2 (2013), p. 87.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

LEUTHEUSSER-SCHNARRENBERGER, S., «Dritte Stufe der Insolvenzrechtsreform - Entwurf eines Gesetzes zur Erleichterung der Bawältigung von Konzerninsolvenzen», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 3 (2013), p. 97.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

FEHRENBACH, M., «Die Rechtsprechung des EuGH zur Europäischen Insolvenzverordnung: Der Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen und andere Entwicklungen im Europäischen Insolvenzrecht», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* núm. 2 (2013), p. 353.

GRUNDMANN, S., «European Company Law. Organization, Finance and Capital Markets», 2.^a ed., Cambridge (2012), 985 pp.

HOPT, K./VON HIPPEL, T. «Die Europäische Stiftung: Zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über das Statut der Europäischen Stiftung (FE)», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* núm. 2 (2013), p. 235.

KOHLER, C./SEYR, S./PUFFER-MARIETTE, J-CH., «Unionsrecht und Privatrecht - Zur Rechtsprechung des EuGH im Jahre 2011», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* núm. 2 (2013), p. 323.

VIEIRA DA COSTA CERQUEIRA, G., «Pour une interprétation autonome de la notion de «raisons d'intérêt public» dans le régime des opérations transfrontalières concernant la société anonyme européenne», en *Revue Trimestrielle de Droit Européenne* núm. 4 (2012), p. 771.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

HIDALGO ROMERO, R./PIAZZA DOBARGANES, L., «Consideraciones preliminares sobre la regulación proyectada de las fundaciones bancarias», en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 11 (2013), p. 27.

GINEVRA, E., «Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 1.^a (2013), p. 169.

RODRÍGUEZ MIGUEZ, J.A., «Una aproximación a los rescates bancarios desde la perspectiva del control comunitario sobre las ayudas estatales ¿Un crimen sin castigo?», en *Revista El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho* núm. 35 (2013), p. 58.

VON DER CRONE, H.C./MONFERRINI, I., «Kapital und Notfallplanung: Standortbestimmung zur Regulierung systemrelevanter Finanzinstitute», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 494.

WÜNSCH, O., «Die Quadratur des Kreises: Rechtliche und ökonomische Aspekte der Abwicklung von Banken», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 523.

— CAJAS DE AHORROS

ARIÑO ORTIZ, G./GARCÍA, M., «Vindicación y Reforma de las Cajas de Ahorro. Juicio al Banco de España», Cizur Menor (2013), 302 pp.

ROMERO FERNÁNDEZ, J.A., «El proceso de saneamiento y reestructuración de las cajas de ahorros», Madrid (2013), 245 pp.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BALTENSPERGER, E., «Geldpolitik, Währungssystem und Zentralbankinterventionen», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 480.

BARBAZZA, A., «La segnalazione di operazioni sospette nel panorama giurisprudenziale: il difficile punto di equilibrio fra la visione oggettiva della Corte di Cassazione e quella maggiormente personalistica dei Giudici di merito», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 231.

HERTIG, G., «Central Bank Governance», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 486.

WEBER, R., «Systemstabilitätsfördernde Neukonzeption der Konglomeratsaufsicht?», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 535.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

SETHE, R., «Einlagensicherung und Systemstabilität - Einige Gedanken zur Reform des Schweizer Einlegerschutzes», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 507.

— CONTRATOS BANCARIOS

BASILE, E., «Art. 217-bis I l. fall. e gruppi di società», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 1.^a (2013), p. 203.

BENOIT, M./TAFT, J., «CFPB Developments: Coordinating the Supervision of Depository and Non-Depository Institutions», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 619.

BERROCAL LANZAROT, A.I., «La protección del deudor hipotecario en el actual contexto de crisis económica», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 58 (2012), p. 13.

CADILI, P., «Raccolta bancaria e depositi. La competenza dell'ABF e gli orientamenti», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 1.^a (2013), p. 181.

CAYSER, G./DORNBLÜTH, S., «Anerkennung und Vollstreckbarerklärung italienischer Zahlungsbefehle nach der EuGVVO», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 2 (2013), p. 57.

CICCHINELLI, S., «La formazione del contratto bancario: i "requisiti organizzativi" tra protezione dei "soggetti deboli" ed efficienza del mercato creditizio», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* núm. 1 (2013), p. 97.

CILENTO, A., «Convenzioni commissorie tra integrità del consenso e funzione negoziale», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 207.

DELLE MONACHE, S. «Arbitro bancario finanziario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 1.^a (2013), p. 144.

DERLEDER, P./HORN, M.A., «Die Titulierungserfordernisse für die Banken als Darlehensgläubiger und das Verjährungsrecht», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 15 (2013), p. 709.

DIECKMANN, A., «Öffentlich-rechtliche Normen im Vertragsrecht», en *Archiv für die Zivilistische Praxis* núm. 1 (2013), p. 1.

DOLMETTA, A.A., «Funzione di provvista del credito vs funzione di «custodia» nel contratto bancario di raccolta a vista.

Da un'idea di Niccolò Salanitro», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 7.

FERRO-LUZZI, P./OLIVIERI, G., «Le (nuove?) commissioni bancarie (prime riflessioni in margine alla delibera CICR n. 644/2012) Postilla», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 34.

FREITAG, R., «Die Geldschuld im europäischen Privatrecht», en *Archiv für die Zivilistische Praxis* núm. 1 (2013), p. 128.

FRANZÉN, T./HARRELL, A./FRUSH MUNRO, N./ROPIQUET, J., «Introduction to the 2013 Annual Survey of Consumer Financial Services Law», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 533.

GERHARD GANTER, H., «Das personengebundene Massendarlehen», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 13 (2013), p. 597.

GIRINO, E., «Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 92.

GOLBY, M., «Anti-money laundering reporting requirements imposed by English law: measuring effectiveness and gauging the need for reform», en *Journal of Business Law* núm. 4 (2013), p. 367.

GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Sentencia de 14 de junio de 2012. Efectos de la no vinculación del consumidor a las cláusulas abusivas. (Abusa, que algo (ya) no queda)», en *Cuadernos Cívitas de Jurisprudencia Civil* núm. 91 (2013), p. 339.

HOBSON BRAWN, L./MODLIN DAVIS, C./WOODWARD, L./STINNEFORD, R., «Current Developments in Deposit Products and Payment Systems», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 603.

HUBER, M., «Unwirksamkeit von insolvenzbedingten Lösungsklauseln: Vertragspraxis, was nun?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 11 (2013), p. 493.

JIMÉNEZ PARÍS, T.A., «Sobreendeudamiento y vivienda familiar», en *Revista General de Legislación y Jurisprudencia* núm. 1 (2013), p. 49.

KROPF, C., «Beratung durch Banken bei Abschluss von Swap-Geschäften», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 9 (2013), p. 401.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D., «La autorregulación de la firma digital: las declaraciones de prácticas y las políticas de certificación», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 58 (2012), p. 271.

MOGILNICKI, E./MALPASS, M., «The First Year of the Consumer Financial Protection Bureau: An Overview», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 557.

PAGADOR LÓPEZ, J., «De nuevo sobre las cláusulas predisuestas relativas a la parte económica del contrato», en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 268 (2013), p. 7.

PÉREZ CONESA, C., «Improcedencia del cobro de comisión por cancelación ante la extinción de contrato concertado con entidad bancaria. Interpretación de los contratos. Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de noviembre de 2012», en *Aranzadi Civil-Mercantil. Revista Doctrinal* núm. 1 (2013), p. 45.

PERONE, G., «La postergazione dei finanziamenti ascendenti infragruppo», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2012), p. 883.

PIEPOLI, G., «Sovraindebitamento e credito responsabile», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 38.

PLANA PALUZIE, A., «Análisis teórico y práctico de la anulabilidad de los swaps», en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 1 (2013), p. 143.

ROCCHIO, F., «Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 106.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «Preferentes: un catálogo de debates», en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 1 (2013), p. 35.

ROMANO, G., «La riforma dei derivati "OTC" negli USA: delle regole di "common law" al Dodd-Frank act», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* núm. 1 (2013), p. 137.

ROPIEQUET, J./NAVEJA, C./JEAN NOONAN, L., «Fair Lending Developments: Enforcement Intensifies, Class Actions Diminish», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 637.

ROY PÉREZ, C., «El régimen de protección del consumidor de productos bancarios y financieros», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 287 (2013), p. 151.

SCHMIDT, K., «Überschuldung und Unternehmensfortführung oder: per aspera ad astra», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 11 (2013), p. 485.

SMITH, A./GILBERT, P., «Fair Credit Reporting Act Update-2012», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 593.

TUCCI, A., «La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 1.^a, (2013), p. 68.

— PRÉSTAMO

D'AIELLO, C.P., «Osservazioni a Trib. Santa Maria Capua Vetere, 6 settembre 2011, n. 2489, in tema di interessi usurari nel mutuo a tasso variabile», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 192.

— APERTURA DE CRÉDITO

LARA GONZÁLEZ, R., «La problemática actual de las líneas de crédito: swaps y concurso de acreedores», en *Revista Aranzadi civil-mercantil* núm. 9 (2013), p. 69.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

AXELSON, A./HUTCHINGS, H., «Mortgage Servicing Developments», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 571.

CAMEDDA, A., «Brevi note in tema di polizza fideiussoria ed escussione abusiva delle garanzie autonome», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 113.

COLESANTI, V., «Divagazioni processuali in tema di dichiarazioni di garanzia e legittimazione all'indennizzo nella vendita di

“pacchetti azionari”», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 1.^a (2013), p. 128.

D'AIELLO, G.M.^a, «Osservazioni a Trib. Santa Maria Capua Vetere, 20 gennaio 2010, in tema di insinuazione del fideiussore al passivo del coobbligato fallito», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 53.

LYCZKOWSKA, K.M., «Sentencia de 20 de junio de 2012. La resistencia concursal de la prenda financiera», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* núm. 91 (2013), p. 395.

PELAYO, R.C., «En torno a la medida cautelar de suspensión de la ejecución de los “avales a primer requerimiento”», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 287 (2013), p. 129.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «Consideraciones para la tramitación parlamentaria del RDL 27/2012 de protección a deudores hipotecarios», en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 9 (2013), p. 25.

SAAVEDRA MUÑOZ, C., «El deber de información al consumidor: caso de los deudores de créditos hipotecarios en la crisis del 2008», en *Revista E-mercatoria* núm. 2 (2012), p. 146.

SABATER BAYLE, E., «Sentencia de 30 de mayo de 2012. Posposición de condición resolutoria a futura hipoteca en un contrato de permuta de solares por fincas futuras», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* núm. 91 (2013), p. 287.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

PAMCORBO LÓPEZ, M.L., «Los créditos documentarios como usos del comercio internacional», en *Revista de Derecho de los Negocios* núm. 267 (2013), p. 33.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

POINDEXTER, O., «Credit Card Developments in 2012», en *The Business Lawyer* núm. 2 (2013), p. 613.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AL-HAWAMDEH, A./CHIU, I./GOERGEN, M./MALLIN, C./MITLETON-KELLY, «The interpretation of the Director's duty under section 127 Companies Act 2006: insights from complexity theory», en *Journal of Business Law* núm. 4 (2013), p. 417.

ALTMEPPEN, H., «Haftungsrisiken für Organwalter im Vorfeld der Konzerninsolvenz», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 17 (2013), p. 801.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Crisis y derecho de sociedades: nuevos problemas y respuestas», en *Revista Jurídica del Notariado* núm. 81 (2012), p. 9.

AMATUCCI, C., «La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2012), p. 864.

DE LUCA, N., «Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 65.

FLORSTEDT, T., «Die Unabhängigkeit des Aufsichtsratsmitglieds vom kontrollierenden Aktionär», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 8 (2013), p. 337.

HÖPFNER, C., «Vertrauensschaden und Erfüllungsinteresse Zur Begrenzung der Schadensersatzpflicht des Anfechtenden», en *Archiv für die Civilistische Praxis* núm. 6 (2012), p. 853.

MAGNIER, V., «Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne: réponse à la consultation publique de la Commission européenne. The european corporate governance framework: response to the european commission public consultation paper», en *Société de législation comparée*, vol. 4 (2012), p. 129.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Crisis económica y gobierno corporativo», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 287 (2013), p. 63.

SCAROINA, E., «La responsabilità del gruppo di imprese ai sensi del d.lgs. 231/2011: problema risolti e questioni aperte», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* núm. 1 (2013), p. 1.

VICENT CHULIÁ, F., «Notas sobre convocatoria e información previa de la junta en la sociedad cotizada española», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 287 (2013), p. 29.

YEOH, P., «Self-regulation, regulation, co-regulation: the credit rating industry case», en *Journal of Business Law* núm. 2 (2013), p. 186.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

GARCÍA PEDROVIEJO, J., «Supervisión de los mercados de valores a nivel europeo», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 12 (2013), p. 185.

RULLI, E., «La responsabilità civile della Consob per omesso o carente esercizio dei poteri di vigilanza», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 11.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

PASCHOS, N./KLAASSEN, K., «Offene Fragen nach der Entscheidung des BVerfG zum Delisting und Folgen für die Beratungspraxis», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 4 (2013), p. 154.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

ACETTELLA, F., «Ancora sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede ex art. 30, comma 6.^o, t.u.f.»,

en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 157.

BERTI DE MARINIS, G., «L'invalidità formale nei contratti di investimento», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 37.

MARTINO, F., «Sulla nullità del contratto quadro per inosservanza della forma prescritta, quanto al contenuto imposto dal Regolamento intermediari», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 1, parte 2.^a, (2013), p. 84.

RAMUALDI, L., «La nullità del contratto di intermediazione finanziaria per vizio di forma», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 222.

SASSO, L., «L'impatto sul mercato dei derivati OTC», en *Giurisprudenza Commerciale* núm. 6 (2012), p. 899.

SCHAUB, P./SCHAUB, M., «Ratingurteile als Entscheidungsgrundlage für Vorstand und Abschlussprüfer?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 14 (2013), p. 656.

SPOLAORE, P., «Trust con funzione liquidatoria e valutazione di meritevolezza», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 170.

WIENEKE, L./HOFFMANN, T., «Der Erhalt der Börsennotierung beim echten und unechten Debt Equity Swap in der Insolvenz der börsennotierten AG», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 15 (2013), p.697.

— OPAS

SCHOCKENHOFF, M./LUMPP, S., «Der verschmelzungsrechtliche Squeeze out in der Praxis», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 16 (2013), p. 749.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

HONSELL, H., «Haftung für wahre Äußerungen?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 10 (2013), p. 444.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

PALÁ LAGUNA, R., «Los Hedge Funds y sus sociedades gestoras», Madrid (2013), 260 pp.

TITULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

LA CASA GARCÍA, R., «La expresión documental de la *contemplatio domini* en la representación cambiaria», en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 269 (2013), p. 21.

PRESCIANI, C., «Osservazioni a Cass., 20 gennaio 2011, n. 1361, in tema di presupposti per l'acquisto di azioni proprie», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 126.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

ROMANO, P., «L'accertamento della sottoscrizione cambiaria nel proceso di

esecuzione», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 200.

— CHEQUE

VIZIOLI, A., «Osservazioni a Trib. Napoli, 11 aprile 2012, in tema di assegno sbarrato pagato a persona diversa dal cliente del trattario», *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 2, parte 2.^a (2013), p. 243.

— PAGARÉ

QUIJANO GONZÁLEZ, J., «Sentencia de 2 de julio de 2012. Pagaré endosado, «exceptio doli» y falta de causa», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* núm. 91 (2013), p. 417.

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ella vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación expresa de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para reseñas deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (c/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y de 4 a 6 palabras clave, todo ello tanto en castellano como

en inglés. Si el autor no incluyera el resumen en inglés, aceptará la traducción realizada por la Revista. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
 - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.).
 - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título de artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.).
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.