ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

— Posesión, registro contable y valores negociables tabulares. *José Luis García-Pita y Lastres* 7

— La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los Mercados Financieros. Las NRSRO. *Ignacio Moralejo Menéndez* 53

— Las nuevas "SOCIMI" ante el fracaso de los instrumentos de estímulo de la vivienda en alquiler en España. *Jesús Antonio Romero Fernández* 109

CRÓNICA

— Contratos de financiación y morosidad. *Luis María Miranda Serrano* y *Javier Pagador López* 167

— La contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: el "Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)". *André de Sousa Vieira* y *Sofía Santos Machado* 193

— Las garantías "autoliquidables": problemática de su ejecución en el marco del proceso concursal en el Derecho argentino. *Mauricio Boretto* 209

JURISPRUDENCIA

— Nulidad de las cláusulas abusivas en la contratación bancaria. *Emilio Díaz Ruiz* 279

NOTICIAS

1. Hacia la conexión de los Registros Mercantiles europeos. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 309

2. Desarrollo reglamentario del régimen de los servicios de pago y de las entidades de pago: el Real Decreto 712/2010 y la Orden EHA/1608/2010. *Alberto Javier Tapia Hermida* 310

Página

3. El Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, y sus modificaciones al Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 313
4. Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros: conclusiones de los Jueces de lo Mercantil de Barcelona. *Alberto Sainz de los Terreros Hernáez* 315
5. Comunicación de la Comisión Europea sobre "Bank Resolution Funds". *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 320
6. Desarrollo reglamentario de las normas de protección de la clientela en los servicios de inversión: la Orden EHA/1665/2010, sobre tarifas y contratos-tipo, y la Orden EHA/1717/2010, sobre publicidad. *Alberto Javier Tapia Hermida* 321
7. Estado actual del proceso de reforma de la compensación y liquidación bursátil en España. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 326
8. Publicada la reforma de la Ley de Auditoría y de aspectos importantes de la LSA y la LMV. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 328
9. Un breve comentario a la reciente Sentencia de 26 de febrero de 2010 de la *Delaware Court of Chancery* en el asunto *Selectica, Inc. Vs Versara Enterprises, Inc.:* A vueltas con la nueva generación de Poison Pills. *Luis Cazorla González-Serrano* 331
10. Publicada la Ley de Sociedades de Capital. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 336
11. Creación del Grupo de Usuarios de Servicios Financieros. *Isabel Fernández Torres* 338
12. Iniciativas sobre posiciones cortas. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 338
13. Mediación de seguros y reaseguros privados: desarrollo de la Ley 26/2006 por el Real Decreto 764/2010. *Alberto Javier Tapia Hermida.* 339
14. Transposición de la Directiva 2009/65/CE sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). *Fernando Sánchez Calero* 341
15. Modificaciones en el régimen aplicable a la publicidad de servicios y productos bancarios. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 343
16. La nueva regulación de las agencias de calificación crediticia en los EE.UU. *Alberto Javier Tapia Hermida.* 344

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 349

Artículos

POSESIÓN, REGISTRO CONTABLE Y VALORES NEGOCIABLES TABULARES

JOSÉ LUIS GARCÍA-PITA Y LASTRES

Catedrático de Derecho mercantil
Universidad de La Coruña

RESUMEN

El trabajo aborda la cuestión de la incidencia, real o ficticia, del Derecho registral inmobiliario, sobre la naturaleza jurídica y el régimen de los valores representados por anotaciones contables, partiendo de la base de varias tesis o premisas, entre las cuales destacan —como principales— la de que la desincorporación del derecho no ha supuesto más que un mero cambio formal de representación, y la de que el Derecho registral inmobiliario contempla el funcionamiento de un instrumento jurídico —el Registro de la Propiedad— que tiene una naturaleza jurídico-pública y está servido por funcionarios públicos que ejercen funciones que abarcan la calificación jurídica de los actos y los documentos registrados, así en cuanto al fondo como en cuanto a la forma.

Palabras clave: *Valores negociables, títulos-valores, anotaciones contables, posesión, registro.*

ABSTRACT

The subject-matter of this paper refers to the level of influency of the Law relating to Real Estate Registry on the Law of uncertificated securities; specially on the nature and regulation of such securities, on the basis of some assumptions: first of all, that the uncertification has meant only a formal change, which does not modify the nature of securities —now "unincorporated"— as true securities and true "negotiable instruments". And, secondly, that the absence of any kind of in-deep change is due to the fact that Real Estate Registry is a public agency, served by people —los "registradores de la propiedad"— who are civil servants or public functionaries that exercise functions that include the juridical qualification of the acts and the registered documents, as for the content as as for the form.

Key words: *Securities, negotiable instruments, uncertificated securities, book entries, possession, registry.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. PRIMERA TESIS: LA MASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES DEL MERCADO DE CAPITALES HA REQUERIDO UNA SOLUCIÓN TÉCNICA NOVEDOSA.

1. ¿Qué son los valores mobiliarios y/o negociables?
2. ¿Cuáles son las características de los valores negociables?
3. ¿Cuál es su función?
4. ¿Qué forma adoptan?: el Título-valor como soporte formal por excelencia de los valores mobiliarios.

III. SEGUNDA TESIS: LA DESINCORPORACIÓN DEL DERECHO NO HA SUPUESTO MÁS QUE UN MERO CAMBIO FORMAL DE REPRESENTACIÓN.

IV. TERCERA TESIS: LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES ES LA DE VERDADEROS "TÍTULOS-VALORES". LA FIGURA DEL —SUPUESTO— "DERECHO-VALOR" ES INNECESARIA.

1. **La "desincorporación" es una noción descriptiva, pero tan engañosa como su contraria, la "incorporación".**
2. **Lo importante son las *propiedades* que el soporte informativo proporciona al derecho incorporado.**

V. CUARTA TESIS: EL RÉGIMEN DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES NO DEBE ASIMILARSE AL DEL DERECHO REGISTRAL INMOBILIARIO, SINO AL DE LOS TÍTULOS-VALORES Y —POR TANTO— AL DE LA TRANSMISIÓN DE COSAS MUEBLES CORPORALES.

1. **El registro contable no admite parangón con el Registro de la Propiedad.**
2. **La presencia de ciertos *principios registrales* se limita a los meramente *formales*, pero no incluye los materiales o sustantivos.**
3. **El registro contable de valores es un fenómeno que —con independencia del Derecho de títulos-valores y el derecho de cosas— experimenta cierta influencia del Derecho *contable* formal.**
4. **La anotación contable no sustituye a la posesión, sino que *es* ella misma una *posesión*.**

VI. QUINTA TESIS: LA DINÁMICA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES RESPONDE A LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DEL TÍTULO-VALOR.

1. **Transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta.**
2. **Constitución de derechos reales y gravámenes sobre los valores negociables tabulares.**

I. INTRODUCCIÓN

El presente estudio, titulado *"Posesión, registro contable y valores negociables tabulares"*, tiene por objeto analizar —una vez más— el problema de la naturaleza jurídica del sistema de representación de valores negociables, por medio de anotaciones en cuenta, con el fin de poner de manifiesto —o así lo espera, quien estas líneas escribe— que la naturaleza jurídica de los valores representados por anotaciones contables es la de verdaderos "títulos-valores", y que su régimen jurídico no debe considerarse proveniente del Derecho registral inmobiliario —como muchos han defendido—, sino que es el propio de los títulos-valores, y que —por consiguiente— nos hallamos en presencia de cosas muebles corporales *fictas*; documentos virtuales, res-

pecto de los cuales es posible defender la susceptibilidad de **posesión**, de **tradición** y —por consiguiente— de **legitimación posesoria** y **circulación *real autónoma***.

Para exponer estas opiniones, he considerado apropiado —en aras de la contundencia de la exposición— formular una serie de tesis o premisas, que sucesivamente irán vertebrando el contenido del presente estudio. Las tesis o premisas o premisas a las que me refiero son las siguientes:

PRIMERA TESIS: LA MASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES DEL MERCADO DE CAPITALES HA REQUERIDO UNA SOLUCIÓN TÉCNICA NOVEDOSA.

SEGUNDA TESIS: LA DESINCORPORACIÓN DEL DERECHO NO HA SUPUESTO MÁS QUE UN MERO CAMBIO FORMAL DE REPRESENTACIÓN.

TERCERA TESIS: LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES ES LA DE VERDADEROS "TÍTULOS-VALORES". LA FIGURA DEL —SUPUESTO— "DERECHO-VALOR" ES INNECESARIA.

CUARTA TESIS: EL RÉGIMEN DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES NO DEBE ASIMILARSE AL DEL DERECHO REGISTRAL INMOBILIARIO, SINO AL DE LOS TÍTULOS-VALORES Y —POR TANTO— AL DE LA TRANSMISIÓN DE COSAS MUEBLES CORPORALES.

QUINTA TESIS: LA DINÁMICA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES RESPONDE A LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DEL TÍTULO-VALOR.

II. PRIMERA TESIS: LA MASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES DEL MERCADO DE CAPITALES HA REQUERIDO UNA SOLUCIÓN TÉCNICA NOVEDOSA

1. ¿Qué son los valores mobiliarios y/o negociables?

Los conceptos de valores mobiliarios y/o valores negociables se encuentran asociados al concepto de *"títulos-valores"*, planteándose —como mucho— el problema de en qué términos se plantea esa relación asociativa o en qué sentido se hallan asociados ambos conceptos. Pues bien; en mi opinión, la relación —*prima facie*— es una relación de género a especie: el género son los títulos-valores y la especie (acaso las especies), los valores mobiliarios y/o valores negociables. Así las cosas, es evidente que la noción de valores mobiliarios y/o valores negociables debe construirse partiendo de la definición de *títulos-valores*; definición que podría —muy bien— ser la siguiente: documentos esencialmente transmisibles, cuya posesión es necesaria para ejercer los derechos —literales y autónomos— incorporados en ellos. Por consiguien-

te, también los valores mobiliarios y/o valores negociables son documentos esencialmente transmisibles, cuya posesión es necesaria para ejercer los derechos —literales y autónomos— incorporados.

Sin embargo, comoquiera que la relación entre los valores mobiliarios y/o valores negociables, y los títulos-valores, es —*prima facie*— es una relación de especie a género; comoquiera que el género son los títulos-valores y la especie (acaso las especies), los valores mobiliarios y/o valores negociables, entonces otra conclusión a la que debemos llegar es que —con independencia de su identidad de naturaleza jurídica— los valores mobiliarios y/o valores negociables deben presentar alguna *nota o característica cualificadora; especificadora*, respecto de las demás categorías del género: "títulos-valores".

Tradicionalmente, esa *nota o característica cualificadora* tenía que ver con el dato —más socioeconómico que propiamente jurídico— de la *forma de emisión* de unos y otros: los valores mobiliarios y/o valores negociables se caracterizarían, más precisamente, porque *suelen emitirse en el marco de operaciones de gran dimensión económico-financiera*, lo que da lugar a que las emisiones de los valores negociables y/o mobiliarios sean **en masa**, en gran número; incluso, en serie. Ahora bien; más que la nota de la emisión masiva —cuando no seriada—, lo verdaderamente cualificador, el rasgo verdaderamente distintivo de los valores mobiliarios y/o valores negociables, respecto de las demás categorías de títulos-valores, reside en su **función económica**: se trata de lo que podríamos describir como **títulos *de inversión de capital***. De este aspecto trataré, nuevamente, en un momento posterior, pero sí quisiera señalar ahora que esa especial función económica ha traído graves consecuencias, algunas de las cuales constituyen —en el fondo— el objeto del presente estudio.

En efecto, que los valores mobiliarios y/o valores negociables sean títulos de inversión de capitales hace que su ámbito propio sean los **mercados de valores**. Por este motivo, si existe una definición legal de los valores negociables o mobiliarios, no habrá que buscarla en el Derecho de Títulos-valores, sino en el Derecho *del Mercado* de valores. En este sentido, silente la LMV/1988, la definición se encuentra —en forma de cláusula general— en el art. 3.º, núm. 1, del Real Decreto núm. 1310/2005 [RD AdmiOpvs.]:

"1.—A los efectos de este Real Decreto, tendrá la consideración de valor negociable 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".

Se formula, así, una noción **general** (1) que precede a una lista meramente ejemplificativa, y expresamente se refiere a *"cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal*

(1) RUIZ PERIS, J.I., "Grupos de Empresas, Mercado de Valores e igualdad entre los inversores", en *RDM*, 1995, núm. 218, octubre/diciembre, p. 1451.

en un mercado de índole financiera", cabe extraer la conclusión de que, en efecto, el RD AdmiOpvs./2005 *sí define* qué son los valores negociables (2), y lo hace en términos de afirmar que los valores:

1. Son "derechos de contenido patrimonial, con una configuración jurídica propia y un régimen de transmisión, que los hacen susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera",
2. o bien derechos susceptibles de procurar **rentas**, bien sea porque su titular es un ***socio*** (renta variable), o bien porque su titular es un ***acreedor*** (renta —generalmente— fija) (3), etc.
3. O —más brevemente— *"**derechos** esencialmente **negociables** que recaen **sobre activos financieros**"*. Como esa esencial negociabilidad deriva de su modalidad de transmisión, y —además— el **art. 5.º de la LMV** prevé, como dos formas únicas de representación de esos derechos, la documentación en títulos, o por anotaciones en cuenta, hemos de concluir la esencial identidad de esos derechos, con otros a los que, por su función económica común, su esencial vocación circulatoria y la representación externa que poseen, que los hace especialmente adecuados para una circulación entre una pluralidad indefinida de titulares, se analiza bajo la rúbrica común de *títulos-valores.*

En mi opinión, los puntos 1) y 3) son formas diferentes de expresar lo mismo: que los valores negociables son esencialmente transmisibles y, por este motivo, son idóneos para ser objeto de tráfico económico en mercados financieros. Pero todavía queda por describir qué es lo que circula realmente, y esto nos lo dice —fundamentalmente— el punto 2), pero con ciertas matizaciones ampliatorias: son ***derechos susceptibles de procurar rentas*, *directamente o de modo indirecto*, porque su titular es un *socio* (renta variable), o bien porque su titular es un *acreedor* (renta —generalmente— fija)**. Considerados desde la perspectiva del Derecho de Títulos-Valores, los valores negociables constituyen un **subconjunto** englobado dentro de otro conjunto —de mayor amplitud—, que está formado por la total categoría de los **títulos-valores**, en sentido **amplio**.

---

(2) Como ya hiciera, anteriormente, el RD núm. 291/1992, modificado en 1998, sobre emisiones y ofertas públicas de valores negociables (RD Emiopvs./92/98) (TAPIA HERMIDA, A.J., *El Contrato de Gestión de carteras de inversión*, ed. CENTRO DE DOCUMENTACIÓN BANCARIA Y BURSÁTIL, Madrid, 1995, pp. 272 y ss.).

(3) ALONSO ESPINOSA, F.J., *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de mayo*, edit. J.M. BOSCH EDITOR, S.A., Barcelona, 1994, p. 172. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al artículo 2.º", en VV.AA.: *Régimen jurídico de las Emisiones y Ofertas públicas de venta (OPVs.) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, dir. por F. Sánchez Calero, ed. CENTRO DE DOCUMENTACIÓN BANCARIA y BURSÁTIL/EDITORIALES DE DERECHO REUNIDAS, S.A., Madrid, 1995, p. 43, inspirado en GUYÓN.

Acto seguido, el art. 3.º, núms. 2 y 3 del RD AdmiOpvs. recurre al sistema de doble lista positiva/negativa, considerando que son valores negociables:

"a) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.

b) Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y las cuotas participativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

c) Las obligaciones, incluidas las convertibles y canjeables, y otros valores análogos representativos de partes de un empréstito.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

e) Los valores de titulización, entendiendo por tales los valores que representan un interés en activos, incluido todo derecho destinado a asegurar a los tenedores de activos el servicio, el pago o la puntualidad de los importes pagaderos en virtud de aquellos; y todos los valores que estén garantizados por activos cuyos términos prevén pagos relacionados con pagos o previsiones razonables de pagos calculados por referencia a activos identificados o identificables.

f) Las participaciones preferentes.

g) Las cédulas territoriales

h) Los 'warrants' y demás valores derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier valor negociable o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o materias.

i) Las acciones y participaciones emitidas por instituciones de inversión colectiva.

j) Los certificados que representen acciones o bonos.

k) Los instrumentos del mercado monetario como pagarés, certificados de depósito y otros valores análogos, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables.

l) Certificados de transmisión de hipoteca.

m) Aportaciones financieras subordinadas en las cooperativas de crédito" (4).

---

(4) La lista es más larga, prolija y variada que la contenida en la norma anterior, pues lo primero que hacía el derogado art. 2.º, núm. 1 del RD EmiOpvs./92/98 era adoptar un sistema de acotación basado en la simple *enumeración* de los activos o documentos que se consideran valores negociables:

"1. A los efectos del presente Real Decreto, tendrán la consideración de valores negociables:

a) Las acciones de Sociedades Anónimas y las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, 'warrants' u otros análogos que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

A continuación, el mismo precepto recurre, de nuevo, al sistema de **lista, para llevar a cabo una delimitación negativa** (5), estableciendo que no se considerarán valores negociables:

"... a) Las participaciones en Sociedades de responsabilidad limitada.

b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.

c) Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase, salvo las que por su régimen propio específico tengan la consideración de valores negociables.

d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca".

Como se podrá apreciar, las exclusiones se refieren a derechos que, o bien carecen de las condiciones precisas para servir como instrumentos de inversión y, por tanto, no pueden estar destinados a un mercado financiero (6), o bien **no pueden incorporarse a títulos-valores**, por carecer de esencial vocación circulatoria y/o estar teñidas de un cierto *intuitus personae*. A este respecto, quiero llamar la atención sobre una aparente contradicción, que no lo es: por una parte, se excluyen las participaciones representativas del capital de la SRL, mientras que —por otra— se consideran como valores negociables, *"*[e]*n particular, (...) las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos"*. No hay, realmente, tal contradicción: las participaciones que *son* valores negociables no son las que conforman el capital social de la

---

b) Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o de intereses de aquéllos.

c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.

f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos".

[*Vid.* RUIZ PERIS, J.I., "Grupos de Empresas, Mercado de Valores ...", *cit.,* p. 1451. BELLOCH JULBE, J.F., "La emisión de obligaciones y otros títulos con garantía hipotecaria", en *AAMN*, t. XXXIV, p. 175. TAPIA HERMIDA, A.J., *El Contrato de Gestión de carteras de inversión*, *cit.,* p. 272, quien habla de un sistema de delimitación "trifásico"].

(5) Como el derogado art. 2.º, RD.EmiOpvs. (RUIZ PERIS, J.I., "Grupos de Empresas, Mercado de Valores...", *cit.,* p. 1451).

(6) Sobre el triple sistema de delimitación del concepto de "valor negociable", *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al artículo 2.º", en VV.AA.: *Régimen jurídico de las emisiones...*, *cit.,* pp. 38 y ss., quien habla de un sistema "mixto" de delimitación: por enumeración positiva, negativa y cláusula general. TAPIA HERMIDA, A., "El desarrollo reglamentario del régimen de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores", en *RDBB*, 1992, núm. 45, enero/marzo, p. 303.

SRL, sino aquellas que *"se refieran a valores o créditos"*; es decir: se trata de derechos que confieren participación en otros derechos, pudiendo éstos ser valores o créditos, lo cual constituiría una nueva puerta abierta a la **atipicidad** en los valores negociables, y podría —muy bien— contener una referencia implícita al fenómeno de la **titulización**.

2. ¿Cuáles son las características de los valores negociables?

Desde el punto de vista del Derecho patrimonial, y —concretamente— en el plano jurídico-cartáceo o cartular [si se me permite describirlo así], lo expuesto, hasta el momento, determina que los valores mobiliarios y/o negociables constituyan títulos:

1. Causales.
2. Literales incompletos o imperfectos.
3. De contenido complejo, que suele traducirse —además— en que confiere el derecho a la percepción de prestaciones periódicas, en forma de intereses o de dividendos.
4. Normalmente compuestos [existe el título principal y, con frecuencia, lleva asociados títulos accesorios].
5. Homogéneos, e incluso idénticos, lo que —frecuentemente— se traduce en que, desde la perspectiva del Derecho de cosas, se consideren ***genéricos* y *fungibles***.

El art. 2.º de la LMV —fuente instrumental principal de nuestro Derecho del Mercado de Valores— dice que el objeto de la Ley está constituido por *"los **valores negociables** emitidos por personas o entidades públicas o privadas, y agrupados en emisiones"*, añadiendo a continuación que reglamentariamente se establecerían *"los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una misma emisión"*. No se habla, pues, de valores mobiliarios, sino de valores ***"negociables"***, mas comoquiera que el primero de ambos conceptos no ha desaparecido de nuestras leyes positivas, y —además— engloba derechos y documentos que también son calificados como valores negociables, da la impresión de que —desde la perspectiva tradicional— los valores mobiliarios constituirían una subespecie de un concepto —en principio, *más amplio*— que es el concepto de ***"Valor Negociable"***, enunciado en el **art. 2.º de la LMV** y que, si posee un ámbito objetivo más vasto, es —precisamente— porque nuestro legislador quiso *evitar* el recurso a una noción *parcialmente superada*, que conceptualmente *exigía la unidad de origen negocial y una identidad de rasgos tan absoluta*, como las que son propias de los valores mobiliarios. Fue ésta la razón por la cual —y reproduciendo las palabras de la propia EM de la LMV— se vino a abandonar la idea de la *"emisión en serie"*, sustituyéndola por la de *"agrupación en emisiones"*, no sólo por la difícil concreción de aquélla, sino también porque *no hay motivo para no considerar integrados en una misma emisión, valores que pueden ser bastante heterogéneos en rasgos como su plazo o su tipo de*

interés. En resumen, tal vez habría que hablar —más que de unidad de negocio de emisión— de **unidad de *"programa"* de emisión** (7).

Ahora bien, al igual que el citado art. 2.º de la LMV no define lo que sea un valor *negociable*, tampoco define lo que sea la *"agrupación en emisiones"* (8), aunque esta aparente actitud omisiva resulta ser una **verdad a medias**, porque la EM de la LMV afirma que, en cuanto a la negociabilidad, *"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..."* (9). Por consiguiente, la negociabilidad supone una vinculación del valor a *un mercado* de índole financiera, en el que los valores son objeto de transmisión, y esa transmisión se lleva a cabo merced a negocios contractuales en los que, más que la discusión personalizada de los términos de la negociación, **priman las condiciones objetivas** —*"términos económicos"*— **del propio mercado**.

Los valores negociables y/o mobiliarios son posiciones jurídicas **esencialmente transmisibles**, que —con ese fin— han sido dotadas de un régimen sustantivo y circulatorio especiales, más propios de la riqueza mueble corporal que de los derechos *in personam*. Aquí reside —en definitiva— la **razón** de que se trate de títulos-valores: son títulos valores *porque* se trata de *posiciones jurídico-patrimoniales documentadas*, cuya documentación propicia su *esencial destino circulatorio*.

3. ¿Cuál es su función?

La función de los valores negociables es doble: por una parte, satisfacen los objetivos generales, propios de los títulos-valores. Por otra, sirven a fines de **inversión de capital** y de **liquidez** de la inversión.

Ciertamente, el término "inversión" presenta notable complejidad. Para empezar, más que jurídico, es un concepto económico, e incluso considerado así, es **polisémico**: posee varias acepciones, por cada distinta rama de la Ciencia Económica (la **Macroeconomía** —o lo que es igual: desde la perspectiva del papel de la inversión en el

---

(7) JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A., *Derecho público del Mercado de Valores*, ed. CEURA, Madrid, 1989, p. 41.

(8) En este sentido, la referida EM de la LMV señala que se trata de *"... dos características que la Ley no ha intentado precisar, pues se trata de temas de imposible concreción sin un casuismo que resultaría impropio de una disposición de rango legal..."*.

(9) SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al artículo 2.º", en VV.AA.: *Régimen jurídico de las emisiones..., cit.,* p. 44. ZURITA SAINZ DE NAVARRETE, J., "La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el nuevo régimen de la Fundación Sucesiva de la Sociedad anónima", en VV.AA.: *Derecho de Sociedades Anónimas. Estudios,* t. I, *"La Fundación"*, coord. por A. Alonso Ureba, J. Duque Domínguez, G. Esteban Velasco, R. García Villaverde y F. Sánchez Calero, ed. CIVITAS, SA, Madrid, 1991, pp. 666 y ss.

cálculo del PNB.—, la **Teoría Económica** o Economía de la **Empresa)** (10). En el Diccionario RAE, la voz "inversión" se define en relación con *bienes o caudales*, y equivale a *"**emplearlos o colocarlos*** (tales bienes o caudales) ***en aplicaciones productivas"*** en sentido amplio, porque ese beneficio, producto o rendimiento, no solamente puede consistir en el mero uso de los bienes y los caudales, sino que —por otra parte— incluso puede suceder que el beneficio, esperado, no llegue a producirse (11). Tal concepto de inversión parece comportar —aunque el Derecho positivo suele desmentir esta presuposición— la idea de ***acto* a título *oneroso***: el inversor emplea o transmite unos bienes, unos caudales, y —en contraprestación— recibe otros, cuya propiedad adquiere. A los primeros bienes o caudales, se les denomina medios de pago, y los bienes que se adquieren constituyen **la *"inversión"* en sí misma** (12).

Desde la **perspectiva *financiera* o *microeconómica***, el término inversión equivale a *aplicación del dinero acumulado, en un proceso de inversión*: sería, por consiguiente, *el **gasto** realizado para la **adquisición de activos financieros** con la intención de obtener una **rentabilidad*** (13). Partiendo de esta noción financiera y microeconómica de la inversión (14), las inversiones pueden ser de muchas clases, y esta pluralidad y diversificación puede depender de la forma en que se canalizan los activos aplicados:

---

(10) PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ªC., *La Inversión directa en el régimen de las inversiones extranjeras*, ed. EUNSA, Pamplona, 1986, p. 1.

(11) NÚÑEZ LAGOS, F., *Inversiones extranjeras. Régimen de adquisición y transmisión de bienes*, ed. JUNTA DE DECANOS DE LOS COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1984, p. 11.

(12) Por este motivo —tradicionalmente— nuestra legislación de inversiones extranjeras ha empleado indistintamente los términos "inversión" y "adquisición" (NÚÑEZ LAGOS, F., *Inversiones extranjeras...*, *cit.,* p. 11). Sin embargo, ello no debe llevar a la conclusión de que las adquisiciones de activos extranjeros (por nacionales) o nacionales (por extranjeros), efectuadas de forma gratuita, por título no oneroso, no constituyan "inversión", a efectos del régimen jurídico de las "inversiones extranjeras", etc... Bien por el contrario: el régimen jurídico de las inversiones transnacionales se aplica, igualmente, a aquellas que tienen carácter gratuito.

(13) PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ªC., *La Inversión directa...*, *cit.,* p. 3. PRIETO PÉREZ, E., "El Seguro como inversión", en *Prev. y S.,* 1989, núm. 1, septiembre/octubre, p. 69.

(14) En cambio, desde la perspectiva macroeconómica, "inversión" es el *incremento de los bienes de capital del Sistema económico en su conjunto*: constituye una parte de la Renta nacional, que se caracteriza por no estar destinada al consumo directo, y que —por el contrario— *se gasta en la adquisición de bienes de capital que se obtienen con los factores productivos que el ahorro deja libres para esta función*. Esta magnitud se denomina "inversión bruta" de capital, porque la "inversión *neta*" resulta de sustraer a la primera la amortización por desgaste, depreciación u obsolescencia y las disminuciones de stocks. Para calcular el PNB la inversión privada incluye tres categorías principales: plantas —o sea: fábricas y otras estructuras—, equipos y variación de inventarios (PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ªC., *La Inversión directa...*, *cit.,* pp. 1 y ss.).

En definitiva, la inversión puede ser definida como todo *gasto* realizado *en activos reales* dentro de la nación, como un todo (PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ªC., *La Inversión directa...*, *cit.,* p. 3).

así, cabe distinguir entre inversiones **inmediatas** e inversiones **mediatas**; es decir: entre aquellas inversiones en las que el sujeto que posee el "capital" para su inversión, personal o directamente, adquiere cualquier instrumento o capital en general, y aquellas otras en las que el poseedor del capital lo presta a otra unidad económica para que ésta lo utilice, en sentido opuesto (15).

La índole de cada diverso tipo de inversión puede —asimismo— depender del **tipo de *bienes* o *activos*** en los que las referidas inversiones se concretan. Así, es posible distinguir entre: **inversión *real*** e **inversión *financiera***. Ambas difieren por el hecho de que los fondos destinados a la inversión **real** sirven para financiar únicamente **nueva producción de *bienes de capital***, mientras que los fondos destinados a la inversión **financiera**, al estar destinados a **financiar un *incremento* del *gasto***, en general, pueden servir para financiar la producción de nuevos bienes **e capital**, pero también de **nuevos bienes de consumo**. Además —y esto es lo más importante—, porque la inversión real responde a la **adquisición efectiva de bienes de capital** con los cuales se aumentará la corriente de producción futura de una economía, mientras que la inversión **"financiera"** es **meramente transvase de fondos** de unas unidades económicas, a otras, sin tener que estar relacionada esta transferencia con la adquisición posterior de bienes de capital por parte de las unidades que los reciben (16).

El inversor es portador de una serie de ***intereses* económicos** específicos, que —a su vez— el ordenamiento considera *dignos de protección*, y entre los cuales se encuentra el **interés en la *liquidez* de la propia inversión**, como factor asociado a:

1. La vocación circulante de los propios activos adquiridos, que facilita su ulterior enajenación; propiedad o condición a la que me voy a permitir calificar de **liquidez *endógena* o *interna***.

2. La existencia de **mercados** —organizados; oficiales, incluso— **especializados en el tráfico de los *activos de inversión***; condición o circunstancia a la que me voy a permitir calificar de **liquidez *exógena* o *externa***.

---

(15) PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ª C., *La Inversión directa...*, *cit.,* p. 3.

(16) FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *"La Protección jurídica del Accionista Inversor"*, *cit.,* p. 48, quien señala que los "inversores *reales*" afectan bienes económicos a tareas productivas, con el fin de incrementar el capital productivo, mientras que los "inversores *financieros*" se caracterizan por el hecho de colocar en el mercado financiero los excedentes de renta no consumidos, bien sea mediante la adquisición de activos financieros o bien mediante su colocación en forma de depósito, en una institución financiera. PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, M.ª C., *La Inversión directa...*, *cit.,* p. 4. PRIETO PÉREZ, E., *cit.,* p. 69, quien señala que la inversión supone adquisición por un agente inversor de activos reales o financieros, capaces de proporcionar servicios o rentas durante un período de tiempo. Esa inversión puede ser: real, cuando el objeto de la inversión es *incorporado a algún proceso productivo* en el más amplio sentido de la palabra, que tenga por finalidad *ofrecer bienes o servicios para el mercado*. O bien financiera, cuando el objeto que se adquiere a título oneroso, por el inversor, son los activos *financieros*.

4. ¿Qué forma adoptan?: el Título-valor como soporte formal por excelencia de los valores mobiliarios

El **art. 5.º de la LMV** permite que los valores adopten una de dos formas: **título-valor** o **anotación en cuenta**. En efecto, si la negociabilidad es una manifestación específica de la esencial vocación circulatoria, nota esencial de los títulos-valores, a la cual añade una referencia económica —la existencia de un mercado, aunque sea de dimensiones reducidas— semejante circunstancia posee un doble alcance, o bien un doble significado: Por una parte, potencia la capacidad circulatoria de los derechos, lo cual redunda en su esencial circulabilidad. Es el culmen de esa vocación circulante, y permite decidir positivamente esa tensión, ese equilibrio —a veces, inestable— entre el sistema de transmisión del documento o del derecho y su duración temporal (17). Y, por otra parte, **justifica y explica el recurso a *modalidades de representación* de los derechos, que *facilitan su circulación* como solamente pueden hacerlo los *títulos-valores***... Pero, al propio tiempo, **justifica y explica el recurso a *modalidades de representación* de los derechos, que *constituyen el nuevo "estado de la materia"* en que se hallan los títulos-valores**.

Como ya se expuso, anteriormente, un título-valor es, ante todo, un ***documento***, toda vez que —como una de sus funciones inmediatas consiste en proporcionar seguridad al tráfico de los bienes incorporales, dotándolos de las características propias de los bienes muebles corporales, a través de la **literalidad**— la consecución de este objetivo presupone la **documentación** del derecho patrimonial que se quiere "literal"; es decir: de la ***constancia*** —típicamente, la constancia ***escrita***— **de las condiciones de los referidos derechos**. Así pues, parecería que la posibilidad de funcionamiento de una institución como el título-valor, que presenta estos acusados rasgos de literalidad, abstracción, autonomía, etc., exige que los títulos-valores sean documentos esencialmente *formales*. Quienes afirman esto se refieren a una doble circunstancia: en primer término, que *en el texto* del documento deben estar *presentes determinados elementos (*cláusulas y menciones), algunos de los cuales —en mayor o menor número y medida— incluso se consideran esenciales para que puedan producirse los efectos jurídicos propios de los títulos-valores. Y, por otra parte, por cuanto, para ciertos títulos-valores, está previsto legalmente que la *declaración cartácea sea redactada* sobre un módulo o ***formato especial,*** fundamentalmente de índole y significación tributaria o fiscal (18).

Ahora bien, la afirmación de que los títulos-valores son documentos *"formales"* posee un significado más profundo y dogmáticamente más correcto: escondido bajo esta afirmación, que es formulada de modo un tanto inapropiado, hay un defecto de expresión que puede situarnos en una perspectiva tal vez errónea, porque, cuando se

---

(17) RUIZ CABRERO, J., *Los contratos bursátiles*, ed. CENTRO DE ESTUDIOS Y DOCUMENTACIÓN BANCARIA Y BURSÁTIL, Madrid, 1987, p. 86.

(18) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho mercantil,* t. II, *"Títulos-valores"*, Madrid, 1955, p. 21.

habla del formalismo de los títulos-valores, es posible referirse a **dos** aspectos: el más importante exige recordar que el título-valor es, primariamente, **la manifestación de un *negocio jurídico* de emisión**; un negocio jurídico cuyos efectos son la creación del título y la vinculación de un sujeto que queda obligado. Por consiguiente, la emisión de cualquier título-valor constituye un negocio jurídico que produce *efectos vinculantes* para el sujeto emisor. Pues bien; afirmar que el título-valor es formal, que es formalista o solemne, lo primero que sugiere es el **formalismo *del propio negocio* o de la relación jurídica** (documentada y, eventualmente, constituida por la redacción y emisión del título-valor), en la medida en que se trata de **negocios jurídicos *cartáceos***. En este sentido, es obvio que la obligación (o —en general— la relación jurídica) nacida del título-valor, o incorporada en él, se configura como obligación cartácea, o incluso surge *ex novo*, sobre la base de **una *declaración* de voluntad *escrita sobre el propio documento***. Dicho de otro modo: sólo hay derecho o relación jurídica que tenga los caracteres del título-valor; sólo existe el derecho o la relación jurídica cartácea, **cuando se emite un *documento***.

El problema reside en saber **qué es** un *"documento"* (19). Tradicionalmente, se venía asociando la noción de documento a la idea de redacción de un **instrumento físico de *papel*, sobre el cual se *escribe* algo, dotándolo de un *contenido ideológico* y, además, *jurídico***.

Sin embargo, es obvio que el concepto de documento ha experimentado una evolución y que esa evolución ha sido **expansiva**, lo cual se ha conseguido —precisamente— a través de un previo proceso de **destilación** de las notas esenciales de lo que sea un documento: al obtenerse, de este modo, la quitaesencia conceptual del concepto de documento, paradójicamente se hace posible expandir el ámbito material de esta categoría jurídica, hasta abrirla a todo el conjunto de los ***medios de representación* gráfica, sonora o visual que *contienen el testimonio de una situación, coyuntura o detalle*** (20), aunque los títulos-valores se sitúan en un ámbito más específico: documentan no un mero hecho, sino un ***derecho* subjetivo *privado*, de naturaleza *patrimonial* y** —además (y aquí se encuentra lo característico de ellos)— **revisten *relevancia para el tráfico económico-jurídico* de los derechos que consignan** (21).

Ahora bien, el sistema tradicional de los títulos-valores de presentación necesaria **entró en crisis** como consecuencia de su ***masificación***, vinculada a la aparición de las grandes sociedades por acciones, emisoras de grandes masas de títulos, hasta el punto de que, en la época inmediatamente anterior a las primeras medidas de corrección del funcionamiento de los títulos-valores, ya existía alguna SA concesionaria de un servi-

---

(19) Recientemente, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., *Títulos-valor simples y documentos de legitimación*, ed., THOMSON-CIVITAS, SL, Madrid, 2003, pp. 37 y ss., quien ya advierte de que "documento" viene del latín *documentum*, que —a su vez— deriva del verbo *docere* [lit. mostrar o enseñar], lo cual revela que el documento es aquello que muestra o enseña lo que el propio documento recoge; la información que incorpora.

(20) DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., *Títulos-valor simples...*, *cit.,* p. 38.

(21) DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., *Títulos-valor simples..", cit.,* p. 39.

cio público, que había emitido hasta **171.000.000 [ciento setenta y un millones] de títulos** (22). Y si a esta circunstancia se añade el que la especialización en este tráfico de ciertos sujetos: los bancos y otros intermediarios financieros, vino a polarizar en torno a ellos toda esa masa de papel, se podrá apreciar en toda su magnitud el problema de esta verdadera **"tiranía del papel"**, que —provocada por la aludida masificación— hizo que los títulos-valores tradicionales de papel, en determinadas circunstancias, no fueran —o dejasen de ser— apropiados para cumplir sus funciones de agilización de la transmisión de los títulos y de facilitamiento del ejercicio de los derechos incorporados (23). En este sentido, ya daba cuenta GARRIGUES de los problemas suscitados por la masificación de los títulos-valores, cuando esta realidad socio-económica se encontraba con la realidad de las normas del Derecho bursátil tradicional, al afirmar lo siguiente: "todavía leo con nostalgia el artículo 76 del Código de comercio que dice que las operaciones al contado en la Bolsa se ejecutarán el mismo día, o a lo sumo, en la época que media entre ese día y la próxima reunión de la Bolsa. Ni siquiera el Reglamento (...) que generosamente amplió ese plazo, sirve para atender a la realidad de la imposibilidad de respetar esos plazos..." (24).

---

(22) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre Liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, ed. SERVICIO DE ESTUDIOS DE LA BOLSA DE COMERCIO DE MADRID, Madrid, 1974, pp. 20 y 21. CANO RICO, J.R., *Mediación, Fe pública mercantil y Derecho bursátil*, ed. TECNOS, SA, Madrid, 1981, pp. 390 y ss. Por consiguiente —y sin entrar ya en los títulos nominativos— a medida que se agiliza el tráfico material de los títulos, precisamente por la *aplicación de la cláusula "Al portador"*, simultánea y paradójicamente esa expansión *va generando los problemas de la masificación*.

(23) Comoquiera que la necesaria manipulación física de los títulos-valores dificulta el ejercicio de los derechos incorporados y resulta inconveniente para su transmisión a terceros [DÍAZ MORENO, A., "La Prenda de Anotaciones en Cuenta", en RCDI, 1991, núm. 603, marzo/abril, año LXVII, p. 364; GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* pp. 36 y 51]. Se produce, así, una verdadera servidumbre y esclavitud documental (BROSETA PONT, M., cit. 8.ª ed. pp. 564 y s. y 9.ª ed., p. 600. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, *cit.,* t. II, 21.ª ed., p. 19. *Idem:* "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 92. GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta. Organización del Sistema y derechos del Socio*, ed. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 1999, p. 34, quien señala que se trata de problema *no de construcción jurídica, sino de incompatibilidad de su manipulación material con ese tráfico*. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y régimen jurídico", en *RDSocs,* 1995, año III, núm. 4, p. 153. CORTÉS GARCÍA, E., *La Desmaterialización de los títulos-valores*, ed. LEX NOVA/BANCO ESPIRITO SANTO, Valladolid, 2002, p. 37. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, ed. ARANZADI, SA, Pamplona, 1997, p. 25. MADRID PARRA, A., "La circulación de los valores al portador y de los anotados en cuenta", en *RDBB,* 1990, núm. 37, enero/marzo, quien señala que, como suele ser frecuente en la actividad humana, cuando una innovación se generaliza surgen las dificultades. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, ed. CIVITAS, SA, Madrid, 1995, pp. 34, 101 y 103. AULETTA, G., y SALANITRO, N., "La gestione accentrata dei valori mobiliari", en *BBTC*, 1987, p. 721).

(24) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto...*, *cit.,* p. 21.

Por otra parte —y situados en la perspectiva de la **gestión bancaria de los valores negociables**— su masificación producía un notable **encarecimiento** de los servicios de custodia y administración, de modo que —ya desde finales del siglo XIX— se experimentaron las graves consecuencias de los **enormes costes de *impresión*, *custodia* y *manipulación*** (25), a la par que se hizo patente la imposibilidad de que el sistema financiero asumiera los costes y las demoras de esa manipulación material de un número masivo e indeterminado de títulos-valores (26).

La incorporación del derecho, en el título, proporcionó al comercio mobiliario la gran ventaja de **reducir los costes jurídicos de la circulación de los derechos**, que son —también— verdaderos costes **económicos**, **pero** —al propio tiempo— **produjo *un incremento de los costes administrativos***, porque la incorporación, en su sentido dinámico, es una operación costosa: cuesta producir el papel en el que se inscribe el derecho, cuesta custodiar el enorme valor adquirido por el documento, al incorporar el derecho, y —por fin— existen costes de manipulación, en la medida en que el papel ha de desplazarse para la transmisión y el ejercicio de los derechos; costes —estos últimos— que probablemente son los más graves, y que constituyen, probablemente, **el fin y la razón de ser no confesada** del Decreto sobre Deuda pública, materializada por anotaciones en cuenta, más, todavía, que los costes de impresión (27). A lo dicho hay que añadir la mutación del concepto funcional de la Deuda pública, que actualmente constituye —a la vez— un instrumento de política monetaria y un instrumento de financiación del déficit público. Es por eso por lo que —como instrumento regulador de intervención en el mercado monetario— la Deuda pública incrementa su vocación circulante, que alcanza una intensidad muy superior a la de épocas pasadas, como consecuencia de las exigencias de este mercado.

Por todas estas razones, no solamente se ha introducido en esta materia el sistema de **representación de *valores* por medio de *anotaciones en cuenta*** (28); un sistema que se desarrolló a través de una supresión progresiva del documento de papel y su sustitución por la anotación contable, para culminar finalmente en la utilización de un

---

(25) PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J., "La Desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)", en VV.AA.: *El Nuevo Mercado de Valores (Seminario sobre el nuevo Derecho español y Europeo del Mercado de Valores, organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995)*, ed. COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA, Madrid, 1995, p. 88.

(26) GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* pp. 48 y ss.

(27) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J., "El Sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del Proyecto de Real Decreto regulador", en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, ed. SERVICIO DE PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 1987, pp. 89 y ss. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J., *cit.,* p. 88.

(28) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J., "El Sistema...", *cit.,* p. 91.

sistema informatizado (29). Y es que, desde un punto de vista fenomenológico, las soluciones a los problemas expuestos vinieron de la **contabilidad** y la **informática** (30), si bien, desde una óptica más jurídica, cabe distinguir entre: sistemas correctores y sistemas sustitutivos (31).

El ordenador puede hacer anotaciones contables que sirven como **medio de prueba de la existencia del derecho, a favor de su titular**, al propio tiempo que, mediante una nueva anotación, se puede **registrar su transmisión a otra persona** (32). Esto se ha logrado, **potenciando** —desde la perspectiva jurídica— el **alcance de las anotaciones contables**, ya que, de poseer una eficacia meramente probatoria y referida a un hecho producido al margen de su contabilización la anotación contable sustitutiva de los títulos-valores pasa a poseer un valor propio; produciendo los efectos del negocio traslativo del derecho contabilizado, sin necesidad de que tal derecho sea incorporado en documento alguno; es decir: el asiento contable pasa, de poseer una eficacia "declarativa", a poseer un **valor *constitutivo* de la *transmisión*** o transferencia de los títulos (33). Y no se detiene aquí el proceso, sino que la anotación contable deviene constitutiva, no ya en relación con la circulación del derecho, *sino incluso respecto de su **creación o emisión/suscripción originarias,** o de su configuración con los **rasgos***

---

(29) Frente a los inconvenientes denunciados, los ordenamientos jurídicos reaccionaron de varias formas, porque el mercado ha de funcionar y *el eventual abandono de la figura del Título-valor/documento físico de papel exige hallar otros medios de representación y de transmisión de los derechos, con resultados prácticos semejantes a los que prevé la normativa de los títulos-valores*; unos medios que proporcionen a determinadas titularidades jurídicas un régimen circulatorio especial, que evite los problemas que el Derecho común de obligaciones planteó siempre al tráfico mercantil, ocupando el mismo ámbito socioeconómico que los tradicionales "títulos-valores" y persiguiendo la misma finalidad (SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", en VV.AA.: *El nuevo Mercado de valores*, coord. por E. Verdera y Tuells, ed. PUBLICACIONES DEL REAL COLEGIO DE ESPAÑA, Bolonia, 1993, p. 93. GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* pp. 35 y ss. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", *cit.,* p. 74. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.,* pp. 33 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados...*, *cit.,* pp. 39 y ss.).

(30) SÁNCHEZ CALERO, J., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 93.

(31) De la *"Era Guttenberg"* se ha pasado a la *"Era McLuhan"*, y *"este armonioso edificio"* que es la Teoría de los Títulos-valores, con sus finas construcciones dogmáticas, se ha visto *"desalojado por inútil, víctima del progreso electrónico"* [PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., "Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios", en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, t. III, ed. LA LEY, Madrid, 1994, p. 2116. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores...", *cit.,* p. 2. OLIVENCIA RUIZ, M., *cit.,* pp. 19 y ss. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 93. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.,* p. 55. DÍAZ MORENO, A., "La prenda...", *cit.,* p. 364. CORTÉS GARCÍA, E., *La Desmaterialización...*, *cit.,* p. 47. GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* p. 51. LOSS, L., y SELIGMAN, *Fundamentals of securities regulation* ed. LITTLE, BROWN & Co., 3.º ed., Boston/Toronto, p. 658].

(32) MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", *cit.,* pp. 73 y 76.

(33) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones..*, *cit.,* t. II, 21.ª ed., p. 20.

propios del ***título-valor*** (literalidad, autonomía, legitimación...). Se habla, pues, de **valores sin título** e incluso de ***derechos*-valores** (OPITZ); expresión que ha alcanzado gran difusión, incluso en normas positivas, como el RD núm. 505/1987, en lugar de títulos-valores (*"Wertrechte"*, frente a *"Wertpapiere")*, para referirse a **valores negociables** (*"Effekten")* **que *no* han sido *incorporados* en un documento** ("*bei denen die Verbriefung nicht stattgefunden hat")* (34).

En estas condiciones, las anotaciones contables se han revelado el mejor sustitutivo de los títulos-valores tradicionales de papel, porque si la función de éstos era **facilitar la circulación de los derechos**, como cosas incorporales, **esa función se logra, de modo aún más efectivo, si la entrega de un papel se sustituye por una anotación contable y por su transferencia** (35).

III. SEGUNDA TESIS: LA DESINCORPORACIÓN DEL DERECHO NO HA SUPUESTO MÁS QUE UN MERO CAMBIO FORMAL DE REPRESENTACIÓN

Una conclusión que —*prima facie*— se podría deducir o extraer de las consideraciones precedentes es que, como todo *medio de representación* gráfica, sonora o visual que *contiene el testimonio de una situación, coyuntura o detalle* es un *documento*, en sentido jurídico propio, entonces ***cualquier** medio de representación* gráfica, sonora o visual que *contenga el testimonio de una situación, coyuntura o detalle*, **podría —en su caso— adquirir la condición de título-valor**, y —por consiguiente— de **valor mobiliario y/o negociable**. Simplemente sería preciso que ese *medio de representación* gráfica, sonora o visual contuviera, no ya el *testimonio*, sino **directamente la *voluntad declarada* y el *contenido jurídico* de un compromiso de *prestación* patrimonial privada**.

Cumplida esta condición, todavía sería preciso que el Ordenamiento jurídico le atribuyera o que —al menos— le reconociese, en el ámbito del reconocimiento de la autonomía negocial privada, dos importantísimas notas o efectos jurídicos; a saber:

---

(34) HUECK, A., y CANARIS, C.W., *Recht der Wertpapiere*, ed. C.H.BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, 12.ª ed., Munich, 1986, p. 17. FORSTMOSER, P., MEIER-HAYOZ, A., y NOBEL, P., *Schweizerisches Aktienrecht*, ed. VERLAG STÄMPFLI & Cie., AG., Berna, 1996, pp. 550 y ss. DAENIKER, D., *Swiss Securities Regulation. An Introduction to the regulation of the Swiss Financial Market*, ed. SCHULTESS POLYGRAPHISCHER VERLAG/KLUWER LAW INTERNATIONAL, Zurich, 1998, p. 56. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.,* p. 149.

(35) SÁNCHEZ CALERO, F., "Instituciones...", *cit.*, t. II, 21.ª ed., p. 21, DEPARTMENT OF FINANCE [CANADA]/MINISTÈRE DES FINANCES [CANADA]: "Modernizing the Legal Framework for Financial Transactions: Reforming Federal Securities Transfer Rules [Consultation Paper]", en <http://www.fin.gc.ca/activty/consult/ModSecTr_1e.html> ["All transactions relating to the purchase, holding and transfer of an investment security are carried out electronically via book entries to the accounts concerned ('book-entry settlement system'). The book-entry settlement system makes the indirect holding system much more efficient than the direct holding system and its requirement for transfers to be effected through the delivery of physical certificate"].

1. La **autonomía.**

2. La **legitimación** —activa y pasiva— **asociada al propio documento**, y desligada de todo otro factor o fundamento extradocumental.

Si el Ordenamiento hace tal cosa, entonces el Ordenamiento habrá reconocido, plenamente, que esos *medios de representación* gráfica, sonora o visual que *contienen el testimonio de una declaración de voluntad con efectos patrimoniales*, que asocia o **se encadena a un derecho**, han de ser calificados como **títulos-valores**. Mas, ¿lo ha hecho? ¿Ha sucedido tal cosa?

La respuesta es que **sí, pero...** Hay que decir que **sí**, porque es obvio que el **art. 5.º de la LMV** permite que los valores negociables agrupados en emisiones, de cuya Ley constituyen el objeto, puedan estar representados en títulos-valores, o bien por medio de **anotaciones en cuenta**. En cuanto al ***"pero"***, en realidad se puede decir que hay dos: uno, que —al parecer— el reconocimiento no se ha extendido más allá: los valores negociables y/o mobiliarios no pueden, al parecer —es decir: no se ha previsto que puedan—, adoptar otra forma de representación externa, no física, que la de **anotaciones contables**. Y el otro "pero" tiene que ver con la calificación jurídica de la nueva figura, que algunos han tratado de configurar como una institución; una realidad, por completo diferente y ajena al concepto del título-valor, ya que la sustitución del título físico por la anotación contable habría supuesto la **desincorporación** del derecho, y —por consiguiente— la imposibilidad de hablar de títulos-valores.

Sin embargo, en mi opinión, la afirmación de que, con el fenómeno que se acaba de describir, se haya puesto fin al Principio de Incorporación, es totalmente falsa, por las razones y argumentos que expondré seguidamente. Por el momento quisiera señalar —ya que hemos hablado de ficciones y metáforas— que los valores representados por anotaciones en cuenta deben ser concebidos como un nuevo "estado de la materia" en que se encuentran los títulos-valores. La Física nos enseña que la materia conoce tres fases o estados: sólido, líquido y gaseoso (caracterizados estos dos últimos como *fluidos)*, que revelan las propiedades físicas de la materia, en función del grado —mayor o menor— de unión o enlace entre sus moléculas. Una misma sustancia —el agua—, formadas sus moléculas por la misma combinación de átomos [H_2O], puede hallarse en estado sólido —hielo— cuando dichas moléculas se presentan en un volumen y con una forma definidas y tan estables que su alteración exige la aplicación de una fuerza considerable… También puede hallarse en estado gaseoso [vapor de agua], de modo que ni su forma ni su volumen son definidos ni estables, pudiendo expandirse hasta ocupar la total cabida del recipiente donde se quisiera almacenar. Aunque lo normal, en el caso del agua, es que se halle en estado líquido, de manera que poseerá un volumen definido y estable, pero no una forma *tal*, ya que adoptará la del recipiente en que se contenga. Y —sin embargo— los componentes atómicos y moleculares del

agua son los mismos, cualquiera que sea el estado en que se halle (36). Es más, algunas sustancias no solamente pueden presentarse en diferentes estados de la materia, sino que, cuando se manifiestan en algunos de ellos, adquieren propiedades físicas sorprendentes: no hay más que pensar en la superconductividad de ciertos gases cuando adoptan —a bajísimas temperaturas— el estado líquido.

Pues bien: ¿puede, un fenómeno tal, producirse —en sentido metafórico, claro está— en el mundo del Derecho? Yo creo que la respuesta debe ser afirmativa: sí, puede. Y los **valores *tabulares*** constituyen una de las pruebas o ejemplos más evidentes: el cambio del estado sólido —papel—, al "gaseoso" —anotación contable— no ha supuesto la pérdida de ninguna de las características propias de los títulos-valores, sino —muy por el contrario— un reforzamiento de su vocación esencialmente circulante.

IV. TERCERA TESIS: LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES ES LA DE VERDADEROS "TÍTULOS-VALORES". LA FIGURA DEL —SUPUESTO— "DERECHO-VALOR" ES INNECESARIA

1. La "desincorporación" es una noción descriptiva, pero tan engañosa como su contraria, la "incorporación"

Es una afirmación —harto extendida entre la Doctrina— la de que, con el fenómeno que se acaba de describir, se haya puesto fin al Principio de Incorporación; es decir: que se ha producido la desincorporación de los derechos o de los títulos-valores [según la perspectiva que se adopte]. En este sentido, el término **desincorporación** o **desmaterialización** pretende sugerir un *"retroceso del significado del papel, en la existencia, ejercicio o transmisión del derecho"* (37); es decir, de una **ruptura** en la **conexión** entre la circulación del valor mobiliario y la forma de **circulación de las cosas muebles corporales**; retroceso y ruptura que se encuadran dentro del marco histórico de la **tendencia a la *abstracción* de las realidades *que simbolizan la riqueza*** (38): de los bienes, a su precio en dinero; de su precio en dinero, a la promesa de su pago, documentada en un título de papel, y —por fin— de este documento, a la constancia tabular, registral o contable, de la titularidad de tales derechos. Este fenómeno lo mismo puede darse en relación con los títulos de crédito que con los títulos de participación: de la aportación de bienes o dinero, a su documentación titular cartácea [acción], y de ésta, a la constancia tabular, registral o contable, de la condición de accionista, obligacionista, etc. Pero, más —aún— que esto, **la desincorporación es lo opuesto a la incorporación**. Por este motivo, para tener una cabal comprensión del

(36) CROMER, A.L., *Física para las Ciencias de la Vida*, versión española por J. Casas Vázquez y D. Jou Miravent, ed. EDITORIAL REVERTÉ, SA, 2.ª ed., Barcelona/Bogotá/Buenos Aires/Caracas/México, 1992, p. 146.

(37) GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* pp. 49 y ss.

(38) GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* p. 50.

verdadero alcance de la nota o del fenómeno de la desincorporación; una cabal comprensión de la eficacia jurídica de ese fenómeno; **para saber *si* de verdad se ha producido una *transformación jurídica* de tanto alcance como se insinúa, *o* si *—por el contrario—* la transformación se queda en algo *más aparente* que real**, es preciso tomar como punto de referencia —precisamente— su contrario; es decir: tomar como punto de partida el fenómeno de la **Incorporación** (del derecho, en el título).

El uso del término *incorporación* responde a la necesidad dogmática de expresar, en términos sintéticos y muy gráficos, la técnica que ha empleado el Derecho de los títulos-valores para lograr un tráfico *seguro* de los créditos y demás derechos incorporales, adquiriendo una cualidad que permita **delimitar** el derecho documentado, para que los límites personales, temporales, objetivos, etc., del referido derecho puedan ser tenidos por tan ciertos, como los de una *res materialis* (39), a la par que convierta al documento en ***vehículo* de circulación** del derecho documentado. Esa cualidad tradicionalmente ha querido ser expresada o descrita a través de la noción de ***"incorporación"*** (*"Verkörperung")*; noción que es compartida tanto por los títulos-valores singulares (efectos de comercio), como por los emitidos en serie o en masa, con fines de inversión de capitales (valores mobiliarios), y tanto por los títulos de crédito, como por los de tradición, etc.

La expresión *incorporación*, en derecho de títulos-valores, significa que el derecho patrimonial incorporal, una vez documentado en un título-valor, queda unido a él, siguiéndole en los distintos avatares de su circulación, y adquiriendo —así— propiedades similares a las de las cosas muebles corporales. Por este motivo, es evidente que el título-valor, para ser tal, requiere **un documento,** de ahí el problema primero de saber si los títulos-valores pertenecen al Derecho de Cosas o al Derecho de Obligaciones.

Ahora bien, sucede que esta noción tan gráfica y luminosa... no es más que una **ficción jurídica** (40); una ficción que —por si fuera poco— no lo es, solamente, en el sentido jurídico-material o sustantivo, sino que lo es —incluso— en sentido **dogmático** o en sentido "lógico" (y aludo a este término como relativo o referente al "logos"; a la razón) . Dicho con otras palabras: la noción de incorporación resulta ***metafórica***, pues alude —en términos meramente *descriptivos*— a una *simbiosis* entre el derecho y el documento, que —en realidad— tiene lugar, precisamente, **porque ese documento aporta al derecho documentado las notas de *literalidad* y *autonomía*, y porque**

---

(39) BAUMBACH, A., y HEFERMEHL, W., *Wechselgesetz und Scheckgesetz*, ed. C.H.BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, 17.ª ed., Munich, 1990, p. 4. RICHARDI, R., *Wertpapierrecht. Ein Lehrbuch*, ed., C.F. MÜLLER, JUSRISTISCHER VERLAG, Heidelberg, 1987, pp. 18 y ss. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, ed. C.H.BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, 13.ª ed., Munich, 1982, p. 21.

(40) De hecho, se la ha calificado como "una de las ficciones más notables que haya creado el Derecho privado" [HAMEL, J., LAGARDE, G., y JAUFFRET, A., *"Traité de Droit Commercial"*, t. II, ed. DALLOZ, París, 1966, pp. 414 y ss.].

—además— proporciona una *legitimación* —activa y pasiva— *basada en la posesión*.

Toda la figura del título-valor no es sino una **ficción** legal y doctrinal (41); una ficción basada en **admitir que la documentación física de ciertos derechos patrimoniales *incorporales* e incluso *subjetivamente relativos* dota a éstos de un régimen jurídico especial**, y los somete a principios divergentes del Derecho común de las Obligaciones, y próximos a los del **Derecho de *Cosas***. Pues bien, tratar el problema de las anotaciones en cuenta en términos que sean distintos de los expuestos es un error de planteamiento. En este sentido, la configuración de los valores tabulares **también** es una elaboración estrictamente **legal/doctrinal**; una ficción que no posee ninguna base real, más allá de la propia *convención* acerca de sus rasgos. *Pero, aun así, **no es más ficticia** que la propia configuración del principio de **incorporación** del derecho en el documento*. Y, puesto que no es más ficticia que ésta, *no parece lícito exigirle una **realidad** mayor o más intensa* que la que posee la figura del título-valor y el principio de *incorporación*.

Pues bien, en la medida en que la noción de *incorporación* no deja de ser sino una ficción e incluso una metáfora, **¿cómo atribuir un valor sustantivo más importante, a su noción contraria: la *Desincorporación*?** Si la *Verkörperung* es una ficción, la desincorporación, ¿qué es? Posiblemente, **lo mismo**; posiblemente no sea más que el reflejo invertido, la fotografía en negativo de la imagen reflejada. No se puede decir, por la mañana, que la incorporación del derecho en el documento de papel es una ficción, y —por la tarde— rasgarse las vestiduras, cuando alguien sostiene que **sustituido el *papel* por el *soporte contable*... sigue habiendo *incorporación***. La supuesta desincorporación —y permítaseme parafrasear la conocida frase de VON CLAUSEVITZ— "es la continuación de la incorporación, por otros medios". Por consiguiente, la llamada ***desincorporación*** constituye una —otra— **ficción jurídica**; más, todavía, constituye una ***doble* ficción**: la ficción de que un derecho patrimonial incoporal, una vez representado en un soporte registral-contable, queda unido a él, sirviéndose de él en los distintos avatares de su circulación, **por medio de *transferencias* de cuenta**, y adquiriendo —así— propiedades similares a las de las cosas muebles corporales, a la par que **revistiéndose de *propiedades jurídicas* que no poseería *si no hubiera sido representado tabularmente*** (de ahí que se reproduzca el problema original de saber si los títulos-valores pertenecen al Derecho de Cosas o al Derecho de Obligaciones). La ficción —digo— es *doble*, porque además de fingirse que el derecho queda incorporado en un *documento físico de papel*, ahora se finge que *el registro contable* puede ser un *soporte plenamente equivalente* al *documento físico de papel (fictio fictionum et omnia fictio)*.

Mas no se puede afirmar que la incorporación es algo ficticio y metafórico, y, acto seguido, rasgarse las vestiduras porque —suprimido el soporte documental de papel—

(41) Rasgo este que contrasta —por ejemplo— con la elaboración de la "Persona jurídica", que se sustenta sobre sustratos reales: pluralidades de personas, patrimonios organizados y afectos a fines transpersonales.

el Ordenamiento reviste al derecho de las mismas propiedades que le proporcionaba la metafórica incorporación. Si lo primero era ficticio, lo segundo lo será igualmente. Y si ambas son ficciones; si ambas son metáforas, entonces la doble conclusión a la que cabe llegar es: por una parte, que **no se ha producido *ninguna* supuesta *"desincorporación"* de los derechos**, sino un simple cambio de soporte —una mera *mutatio instrumenti per tabulas*—, manteniéndose el núcleo esencial de las propiedades de los títulos-valores. Y, por otra parte, la consecuencia de lo expuesto es que no se puede hablar de **una nueva noción —"derecho-valor" *("Wert-Recht")*—, distinta de la noción de "título-valor"** (42).

2. Lo importante son las *propiedades* que el soporte informativo proporciona al derecho incorporado

En realidad, decir que la Incorporación (*"Verkörperung")* es una ficción jurídica es decir muy poco: no solamente es una ficción jurídica, sino que —considerada incluso como tal ficción— no llega siquiera a tener entidad propia como característica jurídica sustantiva de los títulos-valores: simplemente *resume*, en una única expresión, las notas —verdaderamente sustantivas— de los títulos valores; entre ellos, de los valores negociables o los valores mobiliarios: literalidad, autonomía, esencial vocación circulante, legitimación por la posesión.

Ahora bien; la caracterización como *valores negociables* resulta jurídicamente trascendente en el plano del Derecho del Mercado de Valores, pero ***no* en el Derecho de los *títulos-valores***. Por este motivo, en el ámbito de este último agregado normativo, pudiera parecer que los valores, al dejar de estar documentados en títulos, dejaran de ser tales títulos-valores: la desincorporación produciría el efecto **aparente** de convertir —más bien, de reconvertir— los derechos cartáceos en derechos **incorporales**, lo que debería significar que se retorna al régimen de la Cesión ordinaria, **pero** —a pesar de ello y como fácilmente se puede comprobar leyendo el texto de las disposiciones legales y reglamentarias que disciplinan la institución—, **estos valores *desincorporados* conservan una *esencial vocación circulatoria***, caracterizada por la presencia de **rasgos propios de los *títulos-valores*** tradicionales: principalmente la **autonomía** y

(42) El § 8-102, UCC define la ***uncertificated security*** como una acción, participación u otro interés en una propiedad distinta de una empresa del emisor, o una obligación del emisor que "(i) No esté representada por un documento y cuya transmisión *[transfer]* quede registrada en libros contables que, a tal efecto, se lleven por o en representación del emisor. (ii) que sea de un tipo comunmente negociados en bolsas de valores y (iii) que, bien pertenezca a una clase o serie o por sus términos sea divisible en una clase o serie de acciones, participaciones, intereses u obligaciones". Igualmente señala que una ***security*** puede estar "bien representada en títulos *[certificated]* o por anotación contable *[uncertificated]"*.

la **legitimación** proporcionada por el mismo soporte tabular, que subroga al documental. No hay más que leer los **arts. 9.º** y **10 de la LMV** para comprobarlo (43).

A la vista de las consideraciones precedentes, propongo la siguiente definición de los valores tabulares o contables:

"Derechos patrimoniales esencialmente transmisibles en mercados financieros, representados constitutivamente por cada grupo de valores fungibles, en registros contables llevados por una entidad gestora, a nombre de su titular, que circulan por vía de transferencia contable y son objeto de titularidad y posesión tabulares, atribuyendo una posición literal y autónoma para cuyo ejercicio están legitimados los titulares registrales".

A) Son derechos patrimoniales, es decir: derechos de naturaleza privada y contenido económico.

B) Negociables, es decir: esencialmente transmisibles y destinados a ser objeto de tráfico en mercados financieros,

C) Son derechos personales o participativos/corporativos, más que reales —no hay que descartar, empero, tal posibilidad—, aunque sí *susceptibles de dominación real*, en cuanto derechos materializados en anotaciones contables. Por este motivo, su titularidad y posesión consisten en, o derivan del, soporte contable (44). En este sentido, los valores negociables representados por anotaciones en cuenta son cosas; son bienes, en el sentido de los arts. 333 y ss. del CC (45).

---

(43) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., "Naturaleza jurídica de los valores tabulares", en *RDBB,* 1999, núm. 74, abril/junio, p. 42. Así lo manifestaba, antes de la entrada en vigor de la LMV, OLIVENCIA RUIZ, M., *cit.,* p. 27. Igualmente, se refieren a este fenómeno PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J., *cit.,* pp. 91 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados...*, *cit.,* pp. 143 y ss., aunque la valoración que hagan de éste los conduzca a apartarse, más o menos, de la figura del "Título-Valor". VIGUERA RUBIO, J.M.ª, *La Prenda cambiaria: el Endoso en garantía*, ed. CIVITAS, SA, Madrid, 1994, p. 15.

(44) Banker's Glossary: Voz *Uncertificated* [en *American Banker. On focus and in depth*, <http://www.americanbanker.com/glossary.html?alpha=U>]: *"Legal term used (especially in UCC Article 8) as an adjective to describe stocks, bonds, other investments, and certificates of deposit held in nonmaterial form as electronic computer entries. Ownership of these instruments is usually evidenced by a receipt or confirmation"*. COOLEY GODWARD KRONISH LLP., *Security Interests in Investment Property*, en <http://library.findlaw.com/1997/May/27/130042.html> señalando que, anteriormente, el art. 8.º, UCC, estaba basado en la idea de posesión directa, material e inmediata de los valores, pero, en la actualidad, se admite una posesión indirecta de los valores tabulares.

(45) Si para la Dogmática y la Sistemática del Derecho mercantil, *no resulta adecuado analizar los títulos-valores, desde la perspectiva del Derecho de Cosas*, ello no significa —ni mucho menos— que los títulos-valores sean algo totalmente ajeno a ese sector del Ordenamiento jurídico, porque si los títulos-valores constituyen una institución perteneciente al Derecho *Mercantil*, esta incardinación los hace estar sometidos, también, al Derecho *Civil Patrimonial*, en tanto que Derecho *común*, siendo inevitable que las normas generales y las instituciones generales del Derecho privado terminen por aplicarse incluso a las relaciones jurídicas que se definen como *"especiales"*, cuales son las mercantiles.

D) Están revestidos de literalidad (incompleta), autonomía y una cierta abstracción (aunque son derechos vinculados con su relación causal).

E) El ejercicio de estos derechos está subordinado a la posesión *registral*, que es la única forma de posesión que admite el Derecho de los valores tabulares.

F) Son, también, derechos fungibles y de circulación *autónoma*, por vía de *transferencia* contable, sometidos a un régimen jurídico específico y con denominación exclusiva o reservada (46).

V. CUARTA TESIS: EL RÉGIMEN DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES NO DEBE ASIMILARSE AL DEL DERECHO REGISTRAL INMOBILIARIO, SINO AL DE LOS TÍTULOS-VALORES Y —POR TANTO— AL DE LA TRANSMISIÓN DE COSAS MUEBLES CORPORALES

1. El registro contable no admite parangón con el Registro de la Propiedad

Dado que la constitución de los valores o de los derechos, como valores tabulares, se resume en que dichos valores deben aparecer ***inscritos*** **en un registro** ***contable*** —que se califica de *básico*—, porque se trata de valores contabilizados (47), a través de un proceso en ***dos*** **fases** o etapas, justificadas o impuestas por la **necesidad de *reproducir las características de los títulos-valores*, en *condiciones físicas ajenas* a ellos**. Por consiguiente dado que, las anotaciones en cuenta o valores representados por anotaciones en cuenta son, al propio tiempo, **acto** (la anotación contable, en cuanto *asiento)* y **resultado** (la anotación contable, en cuanto *proceso* o *trámite)* (48), se ha afirmado que el régimen jurídico de los valores tabulares se aproxima —en última instancia— al régimen ***registral*** **inmobiliario**. Pues bien, para determinar si esta visión es acertada, será preciso analizar varias cuestiones; a saber:

- ❑ Distinguir entre el **valor negociable** (***"der Effekt")*** y el **derecho *al* valor negociable** (***"das Recht an dem Effekte")***, y valorar cuál de ambos es más importante.
- ❑ Analizar si los pretendidos principios registrales tienen, o no, una contrafigura en el Derecho de títulos-valores (por ejemplo: el **principio de legitima-**

---

(46) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Introducción...*, *cit.,* t. I, pp. 405 y ss. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.,* pp. 161 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados...*, *cit.,* p. 160.

Otras características que se han predicado de ellos, como la "nominatividad" y la "irreversibilidad", son dudosas o, cuando menos, ajenas a las cuestiones propias del Derecho de títulos-valores.

(47) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 96.

(48) GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *cit.,* p. 261, quien formula esta distinción, tomando como punto de referencia reflexiones formuladas respecto del Derecho *Inmobiliario* registral.

ción), y si las características del valor representado por anotaciones pueden explicarse como "titulares", sin tener que recurrir a las "registrales".

- ❑ Analizar si el **Registro de la Propiedad** ***es, o no, parangonable con los Registros Contables*** de valores tabulares.

Más precisamente, quizá resulte preferible comenzar respondiendo a la última de las cuestiones señaladas, a saber: si los registros contables de valores tabulares son, o no son, parangonables al Registro de la Propiedad. Y, en este sentido, creo que es psible afirmar —a poco que se medite con cierto cuidado— que no cabe mantener que exista tal paralelismo entre ambos instrumentos "registrales". Para empezar, resulta que es esencial partir de la premisa de que el Registro de la Propiedad es una Oficina pública, constituida por el personal, que recibe y valora los documentos, o realiza tareas auxiliares, y los libros en que se practican las inscripciones (49). El Registro de la Propiedad es una **institución *pública*,** establecida por nuestro Ordenamiento con la finalidad de desarrollar una **función pública**: la de publicar las titularidades reales inmobiliarias, prestando una garantía especial a las noticias que contiene, con objeto de proteger el tráfico y agilizar las transacciones, al suplir con la publicidad de su contenido las complicadas indagaciones acerca de la titularidad de los derechos (50); una función **similar** —aunque no idéntica— a la **función *jurisdiccional***: materialmente, se trata de una función jurisdiccional (hay *iuris dictio*; proclamación oficial de situaciones jurídicas), aunque formalmente no lo sea, pues el registro de la Propiedad, ni forma parte de los Tribunales de Justicia, ni desarrolla su función en el seno de un procedimiento judicial (51). Además, las resoluciones registrales se hallan sometidas a

---

(49) El Registro es, pues, una "Institución administrativa": forma parte de la Administración Pública del Estado; es una "dependencia de la Administración", servida por funcionarios públicos y encuadrada en el Ministerio de Justicia, a través de la "Dirección General de los Registros y del Notariado" (ROCA SASTRE, R.M.ª, *Derecho Hipotecario*, *cit.,* t. I, 6.ª ed., pp. 17 y ss. LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA., *Derecho Inmobiliario registral*, *cit.,* reimp. apend. 1976, p. 11. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del derecho civil patrimonial*, t. III, "Las relaciones jurídico-reales. El Registro de la propiedad. la Posesión", ed. CIVITAS, 4.ª ed., Madrid, 1995, p. 304).

(50) Nuestro Registro de la Propiedad Inmobiliaria no se limita, al contrario de las antiguas Contadurías de Hipotecas, a recoger actos y contratos relativos a bienes inmuebles, sino que nace con lo que se ha calificado como la pretensión de constituir una suerte de mapa jurídico de la propiedad de cada finca y los gravámenes que pesan sobre ella, a cuyo objeto el legislador español estableció el sistema de folio real, de forma que cada finca lleve su cuenta por separado; que de cada finca se siga su historia jurídica, a través de una sucesión de inscripciones, logrando una especie de "perfecta visibilidad del estado jurídico de los fundos" [LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA., *Derecho Inmobiliario registral*, *cit.,* reimp. de la 2.ª ed., pp. 11 y 161 y ss. PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derechos reales. Derecho Hipotecario*, ed. SECCIÓN DE PUBLICACIONES DE LA FACULTAD DE DERECHO DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE, 2.ª ed. ampliada y revisada, Madrid, 1986, pp. 525 y s.].

(51) PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derechos reales...*, *cit.,* p. 526.

revisión judicial (52), pero —en cambio— tienen **una eficacia *erga omnes* que no tienen las sentencias** (53).

Mas, por el contrario, los Registros Contables de Valores anotados en cuenta **no son instituciones *públicas***, sino privadas. Por este motivo, carece de sentido hablar del principio de rogación, porque de lo que se trata es de que un particular no puede provocar la actividad de otro particular, si no es en virtud de un **negocio generalmente contractual por cuya virtud ese "otro" haya asumido semejante compromiso**. Por este motivo, la provocación de la actividad de las entidades encargadas de los registros contables de valores no se produce en forma de ejercicio de una facultad privada de instar la puesta en marcha de una función pública, sino por el cauce de los derechos y las obligaciones *contractualmente adquiridos* y *asumidas* (contrato de Llevanza de Registro contable).

Por otra parte, es preciso hacer una serie de consideraciones que se refieren a la **relación** entre **inscripción** y **forma** de los negocios, y de **documentación** de los derechos y relaciones jurídicas, lo cual revelará que es preciso ***no exagerar* los parecidos** del régimen de los valores negociables representados por anotaciones en cuenta, y el régimen inmobiliario registral. De hecho, el **art. 12 de la LMV *minimiza* los efectos** del principio de **legitimación** registral, limitando su alcance a las relaciones entre el **titular registral y** la **entidad emisora**.

Cuando del Registro de la Propiedad se trata, la **publicidad** registral es algo **distinto** de la **forma** negocial, porque mientras que la forma solamente persigue y permite la exteriorización, incluso en el ámbito privado, de una declaración de voluntad, en cambio lo que persigue la *publicidad* es el ***dar conocimiento general*** de ciertos datos, como podrían ser, incluso, las propias declaraciones de voluntad negocial (54). En este sentido, la publicidad registral —salvo casos excepcionales— no es la *forma del negocio* y, por consiguiente, no sirve para constituir, ni directa ni indirectamente, las titularidades que luego publica. Cierto que nuestro Registro de la Propiedad no posee una mera eficacia preclusiva, limitada a conocer que quien era dueño de la finca no la vendió o gravó en favor de otros, sino que ***garantiza* titularidades**, pues quien adquiere de persona que figuraba inscrita en el registro como propietario tiene garantizado su propio derecho de propiedad, ya que puede tener por cierta la condición de *dominus* del transmitente: el hecho de figurar inscrita una

(52) PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derechos reales...*, *cit.,* p. 526.

(53) PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derechos reales...*, *cit.,* p. 526.

(54) Para desarrollar la actividad estatal de toma de razón y manifestación de las situaciones jurídicas inmobiliarias; para fijar en libros especiales quién es el dueño de cada finca, se ha creado en España un Organismo especial, que no es otro que el Registro de la Propiedad; un registro cuya eficacia va más allá de lo meramente informativo, para alcanzar el nivel en que se da por buena y existente la apariencia registral, incluso con preterición de la realidad jurídica, lo cual superó, no solamente la "forma", sino incluso la mismísima "publicidad", entendida ésta en su sentido estrictamente informativo (LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA, *Derecho Inmobiliario registral*, *cit.,* reimp. apend. 1976, p. 15).

persona, como titular de una finca o de cualquier derecho real, *constituye* ***prueba*** *de su titularidad* (55). Por este motivo la inscripción ***no es*** **constitutiva**, salvo en casos excepcionales, sino ***declarativa***.

En cambio, la **eficacia traslativa** de la propiedad, que se reconoce a la **inscripción en el Registro Contable** de valores negociables representados por anotaciones en cuenta, ***supera*** **con mucho al** ***valor y eficacia de la inscripción*** **en el Registro** ***de la Propiedad***: en este Registro, las inscripciones son *declarativas*, porque la conclusión del negocio traslativo, y la tradición y adquisición de la propiedad, son anteriores y exteriores o extravagantes a la inscripción registral. Por el contrario, cuando se trata de **valores** negociables tabulares, *existe* una relación mucho más estrecha entre la inscripción contable y la transmisión de la propiedad de los valores, porque —de hecho— **la** ***transferencia*** **y la** ***inscripción producen*** **la** ***transmisión***; es decir: poseen una eficacia constitutiva, a estos efectos (56). Y no sólo esto: es que, subyaciendo bajo esa eficacia traslativa directa e inmediata, se encuentra la **eficacia** ***constitutiva del propio objeto*** **transmitido**.

Por otra parte, el **acceso** a los libros del Registro de la Propiedad es **público**, y la naturaleza de la publicidad registral es la de una **actividad administrativamente organizada**, semejante a la Jurisdicción Voluntaria y destinada a dar a conocer la situación jurídica de los bienes, mediante su descripción en los libros oficiales, según el procedimiento legalmente establecido (57). Las inscripciones en el Registro —que funciona sobre la base del sistema de **folio** ***real***— son, por regla general, **declarativas** y no constitutivas, lo que permite hablar del **principio de** ***no*** **inscripción**. Y, por razones próximas, son **voluntarias** (incluso en el caso de la hipoteca, el pretendido deber de inscribir antes sería una "carga" que una obligación). Por lo que hace a su eficacia, las inscripciones ***se presumen iuris tantum exactas***, aunque el que adquiere fiando, de buena fe, en la apariencia creada por los datos registrales es protegido en su adquisición, pese a que adquiera *a non domino* [**principio de legitimación**] (58). De este modo se evidencia la naturaleza última del registro, en cuanto instrumento oficial creador de apariencias formales, con un papel similar al que juega la posesión, respecto de los bienes muebles, *con las diferencias que derivan de la publicidad proporcionada por un* ***hecho natural****, y la que proporciona un aparato* ***oficial***.

---

(55) LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA, *Derecho Inmobiliario registral*, *cit.,* reimp. apend. 1976, p. 17.

(56) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* pp. 100 y ss. y 105.

(57) ROCA SASTRE, R.M.ª, "Derecho Hipotecario", *cit.,* t. I, 6.ª ed., pp. 17 y ss. LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA, "Derecho Inmobiliario registral", *cit.,* reimp. apend. 1976, p. 11. DÍEZ-PICAZO, L., "Fundamentos...", *cit.,* t. III, p. 304.

(58) Principios de Publicidad y Buena Fe registral. Y, comoquiera que la ley protege esa buena fe incluso aunque el transmitente —titular registral— actuase con dolo o fraude, de forma que incluso bajo tan irregulares condiciones puede hacer que el tercero adquiera *a non domino*, cabe hablar del Principio de legitimación registral.

2. La presencia de ciertos *principios registrales* se limita a los meramente *formales*, pero no incluye los materiales o sustantivos

En mi opinión, la cuestión no debe formularse en términos de **si rigen los mismos *principios registrales***, en los libros-registro *contables* de *valores,* sino que la cuestión —más bien— debe plantearse en términos como los siguientes: esos que parecen principios registrales **¿son verdaderamente principios *registrales* o se trata, más bien, de principios *cartulares*?**

Los principios mencionados por el **art. 16 del RDVan** —inscripción y tracto sucesivo— pertenecen a la categoría de los llamados principios ***formales***, cuando lo que en todo caso interesaría es que los registros contables de valores tabulares estuvieran regidos por los principios ***materiales*** del registro. Y, en este sentido, como no hay este fundamento jurídico-público de la eficacia de los registros contables de valores tabulares, es por lo que procede analizar si los principios que rigen los valores representados por anotaciones en cuenta, cuando se dan y pese a su parecido con los principios registrales, acaso no constituirán, más bien, una manifestación de los **Principios del Derecho de *títulos-valores*** (por ejemplo el principio de **legitimación**), de modo que las características del valor representado por anotaciones puedan explicarse como titulares "cartulares" o "cartáceos", sin tener que recurrir a las *registrales*.

Pues bien, creo que la mayor parte de estas notas, características del Registro de la Propiedad, ***no se corresponden*** *con los rasgos de los registros contables* ***de valores*** *representados por anotaciones en cuenta*. Y si alguna resulta más cercana a éstos, resulta que es —precisamente— la que más cercana está a los rasgos del título-valor.

- Para empezar, en los registros contables de valores, **se borra** la diferencia entre "forma" y "publicidad", ya que las cuentas de valores no son documentos meramente informativo-probatorios, sino que **crean** unos **nuevos** "bienes"; unos bienes de nuevo cuño que **solamente poseen** *"existencia"* **en el seno del registro contable**.
- En segundo término, los registros contables de valores representados por anotaciones en cuenta **no son** instrumentos de publicidad **oficial**, sino que su organización es de naturaleza **privada** (59) y, por tanto, su eficacia sólo puede tener un fundamento negocial o posesorio jurídico-privado, si bien contemplado o reconocido en una Ley; un fundamento que está **más cerca del título-valor** que de los servicios públicos o funciones públicas registrales inmobiliarios.

Cierto que el **art. 7.º, núm. 4 de la LMV** dispone que:

*"El **Gobierno establecerá**, en relación con las distintas entidades a las que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valo-*

(59) ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.,* p. 377. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta", en VV.AA., *Derecho de Sociedades Anónimas,* t. II, vol. 1.º, *Capital y Acciones*, ed. CIVITAS, SA, Madrid, 1994, pp. 429 y ss.

res, las ***normas de organización y funcionamiento*** *de los correspondientes registros, las* ***fianzas y demás requisitos*** *que les sean exigibles, los* ***sistemas de identificación y control de los valores*** *representados mediante anotaciones en cuenta, así como las* ***relaciones*** *de aquellas entidades* ***con los emisores*** *y su* ***intervención en la administración*** *de los valores...".*

Sin embargo, no creo que esto signifique su oficialización. Por consiguiente, las reflexiones anteriores siguen siendo válidas.

- **Tampoco** poseen los registros contables de valores, siquiera sea de modo pleno, una **publicidad** ***formal,*** sobre la que puedan construirse o configurarse efectos materiales *erga omnes* de las titularidades inscritas contablemente. Y, sin embargo, es obvio que *tales efectos existen* (60).
- El **contenido** de los asientos registrales inmobiliarios **nada tiene que ver** con el contenido de los asientos registrales/contables: entre ambos media la diferencia esencial de que se trata de unos **libros** "contables", cuyo contenido en cierta medida es inverso al del Registro de la Propiedad.

El contenido del registro contable es *jurídicamente* más *trascendente* que el del Registro de la Propiedad, porque **fuera de la inscripción registral/contable los valores negociables no existen como tales**, mientras que las fincas poseen una existencia y una titularidad jurídicas independientes del contenido registral. Ahora bien —paradójicamente—, al tratarse de unos registros "contables", el contenido negocial de los valores anotados se halla fuera de los asientos (en la Escritura de emisión o de tabularización), al contrario de cuanto sucede en el Registro de la Propiedad, cuyos asientos incorporan sustancialísimos datos jurídicos porque reproducen el contenido esencial de los títulos que acceden al registro.

En cualquier caso, aun cuando se insistiese en las profundas diferencias entre las dos distintas técnicas de representación de los valores (cartular y registral), el régimen y los principios que informan el sistema de los valores representados con absoluta sustitución del papel resulta ser sustancialmente **el mismo** que en los títulos-valores tradicionales (61), y (62) basta examinar los **arts. 5.º** al **12 de la LMV**, o **6.º** al **18**

---

(60) No importa tanto conseguir una apariencia general en el tráfico, como proteger las adquisiciones de derechos anotados, completadas por vía contable, lo cual muy bien puede responder a un principio general de nuestro ordenamiento [ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta..., cit.,* p. 377].

(61) Así, dice CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del mercado de Valores*, t. I, ed. DYKINSON, Madrid, 1992, pp. 128 y ss.), que —aunque no se puede hablar de "Título", porque ha desaparecido el documento físico— lo que sí subsiste es la noción de "incorporación" de derechos y, por este motivo, cabe afirmar que hay "valor" jurídico y económico, de forma que aun cuando la naturaleza de la anotación sea distinta de la del título-valor, los efectos jurídicos de ambos serán similares (el autor, sin embargo, recurre a la noción del "derecho-valor").

(62) Problema que, para LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, ed. DOTT.A.GIUFFRÉ, Milán, 1989, p. 7, era el verdaderamente fundamental, una vez —decía— superada la tendencia a dar carta de naturaleza a los *"Wert-rechte"* alemanes.

del RDVAn. Por otra parte, hasta el momento **nunca** ha existido, en España, un "régimen" de los títulos-valores (63), y las normas antes mencionadas han convertido en Derecho positivo esas propiedades características de los títulos-valores, de forma que podrían llegar a constituir la **parte *general*** de todos los títulos-valores, documentales o tabulares.

El paralelismo y la identidad de razón con el título-valor/papel tradicional son acusadísimas: **la única diferencia no es de sustancia, sino de *forma*; no es de objetivo o de finalidad, sino sólo de *instrumento***. La finalidad circulatoria queda servida sustituyendo los tradicionales procedimientos civiles por algo que, si no es la *traditio* manual, resulta más sencillo, rápido y seguro; la anotación contable. Pero, como la anotación contable es precisamente eso: "contable", como se produce en el seno de un sistema de libros-registro, no puede extrañar que, para conseguir esa aproximación funcional al régimen de los títulos "físicos", y su transmisión como cosas corporales, **sea preciso que el registro contable reproduzca el *iter* circulatorio**, como si reflejase un continuo devenir de posesiones sucesivas. Es por este motivo por lo que, en la actualidad, la transmisión y la legitimación posesoria se regulan y configuran a imagen y semejanza del régimen registral de los bienes inmuebles. En este sentido, revisten fundamental importancia los arts. 15 y 16 del RDVAn, que —supuestamente— aplican a los registros contables de valores representados tabularmente, los principios de prioridad, de legitimación *registral* y de tracto sucesivo, pero no porque tengamos que ver en ello un reflejo del Derecho Inmobiliario Registral, sino porque también en materia de títulos-valores de papel, es frecuente que se refleje una **presencia documental del *iter* circulatorio**: baste pensar, por ejemplo, en el sistema del **endoso de acciones nominativas** representadas por títulos, que se somete —formalmente— al régimen de la Ley Cambiaria, de modo que la legitimación se consigue mediante una **cadena regular** de dichos endosos (**art. 19 de la Ley Cambiaria y del Cheque**, al que se remite el art. 56 del TRLSA).

Pues bien, aunque es verdad que parecen existir profundas concomitancias entre el art. 16 del RDVan y el **art. 20, párrs. 1.º y 2.º,** del de la **Ley Hipotecaria**:

> *"Para inscribir o anotar títulos por los que se declaren, transmitan, graven, modifiquen o extingan el dominio y demás derechos reales sobre inmuebles, deberá constar previamente inscrito o anotado el derecho de la persona que otorgue o en cuyo nombre sean otorgados los actos referidos.*
>
> *En el caso de resultar inscrito aquel derecho a favor de persona distinta de la que otorgue la transmisión o gravamen, los Registradores denegarán la inscripción solicitada...",*

(63) A decir verdad, de ser posible esta extensión, ya habría tenido lugar en la propia *mens legislatoris*, al revestir al valor tabular de ciertas propiedades, configuradas por la Teoría General de los títulos-valores (como lo demuestra la remisión que se hace a los títulos-valores, en materia de excepciones oponibles).

creo imposible establecer un parangón —menos, todavía, la identificación— entre ambos preceptos. Para empezar, el Registro de la Propiedad se basa en el folio **real** —se abre hoja a cada finca, y en ella se van inscribiendo, sucesivamente, sus avatares circulatorios—, y **único**: la misma finca tiende a estar inscrita en un único soporte registral. Por eso se dispone que "[p]ara inscribir o anotar títulos por los que se declaren, transmitan, graven, modifiquen o extingan el dominio y demás derechos reales sobre inmuebles, deberá constar previamente inscrito o anotado el derecho de la persona que otorgue (...) los actos referidos". **Esto es una exigencia *formal***, pues —de lo contrario— el registro no reflejaría los distintos acontecimientos que han acaecido a la finca, a lo largo de su vida registral, y **va referida a un *registro único***. La finca no muda de un registro a otro; no se "mueve" de un folio y un tomo, a otro distinto, porque para que fuera así, el sistema tendría que estar basado en folio personal.

Por el contrario, como los valores negociables tabulares circulan —y así lo veremos, posteriormente— por medio de **transferencia contable**, no podemos por menos de advertir que la transferencia representa un **traspaso *de una cuenta* corriente, abierta a nombre de un titular, *a otra cuenta* abierta a nombre de un titular distinto**. Esto significa que, en materia de transferencias —y, por consiguiente, en materia de cuentas o registros de valores tabulares— **las transmisiones son —en cierto sentido— *extrarregistrales***, porque la transferencia de valores tabulares solamente puede ser comprendida partiendo de la base de que comporta una sucesión de movimientos contables *entre dos cuentas de valores* distintas: de una salen, sin que en ella conste a quién van dirigidos... Y en la otra ingresan, sin que se haga saber ni se refleje de dónde proceden, porque el folio es **personal**, o —cuando menos— **mixto, pero con *predominio* del folio *personal***.

3. El registro contable de valores es un fenómeno que —con independencia del Derecho de títulos-valores y el Derecho de cosas— experimenta cierta influencia del Derecho *contable* formal

Los valores negociables —descritos como *derechos*— son, en realidad, **cosas**. Y como —además— son susceptibles de apropiación, el art. 333 del CC hace de ellos ***bienes***. Mas se trata de un tipo de bienes muy especial, ya que —superando la tradicional dicotomía entre bienes o cosas corporales y bienes o cosas incorporales— los valores negociables representados por anotaciones en cuenta forman —junto a los distintos bienes sobre los que recae la llamada *Intellectual property* (marcas, nombres comerciales, etc.)— la categoría de los llamados **bienes *inmateriales***. Inmateriales, sí, pero no *incorporales*, ya que —en mi opinión— poseer un "cuerpo" acaso no sea lo mismo, siquiera en Derecho, que poseer "materia", de modo que podría haber objetos con cuerpo, pero —al propio tiempo— cuyo cuerpo no tuviera propia consistencia física, sino ideal. E incluso me atrevo a ir más lejos, y afirmar que —en todo caso— **hay mayor *materialidad***, que no mayor corporeidad, **en los *valores* tabulares que, por ejemplo en las marcas**, porque mientras que puede existir la marca no registrada, en cambio es difícil —por no decir, directamente, imposible— que pueda haber valores negociables no físicos, que no estén representados por anotaciones en cuenta.

Por otra parte, los valores tabulares pueden ser considerados —desde la perspectiva del Derecho de Cosas— como afectados por un proceso análogo al que afectó al dinero. He tenido oportunidad de manifestar mi convicción —y no soy el único que la tiene— de que, en definitiva, el dinero es **poder patrimonial abstracto**, y que —por eso— aunque su representación "oficial" es física y materializada en monedas y billetes de curso legal, **también podrían considerarse *dinero*, a efectos de su entrega con fines solutorios, los *saldos activos de cuentas corrientes bancarias***.

Pues bien, los valores tabulares pueden considerarse —también, en cierto sentido— como **poder —*societario*, *participativo o crediticio*, etc.— abstracto**, dado que la homogeneidad de aquellos valores negociables que se hallen integrados en una misma emisión permite la consideración de todos y cada uno de ellos, como **bienes genéricos y fungibles**; bienes ***quae numero consistunt***. Y esa condición de bienes que pueden ser considerados **aritmética o cuantitiativamente** hace posible su contabilización; es decir: hace posible su **representación en *soportes o instrumentos contables***.

En todos los tiempos, las personas que tenían que administrar una fortuna o un patrimonio siempre han sentido la necesidad de llevar registros para anotar sus gastos y sus ingresos (64); una necesidad que, por su parte, los comerciantes y empresarios sienten todavía con mayor urgencia, ya que esta medida de control de la gestión y contabilización de sus operaciones les resulta enormemente útil, para tener cabal conocimiento de la situación de su patrimonio y de sus negocios. Y es que la *Contabilidad* —ontológicamente y antes que nada— constituye un *sistema de ordenación de la información*, exigido por el mismo proceso racionalizador de la actividad económica, que *define a las empresas*, en cuanto *actividades económicas organizadas*, cuya organización se conforma sobre la base de *una sucesión de toma de decisiones racionalizadas, en función de la asignación óptima de recursos escasos*, que reclama un *adecuado nivel de información, para la propia eficiencia de esas decisiones* (65). Pero, en segundo lugar, la Contabilidad, como actividad, *es —al propio tiempo— **objeto** de una*

(64) LACOUR y BOUTERON, *Précis de Droit commercial*, t. I, ed. SIREY, 3.ª ed., París, 1924, p. 106, quienes señalaban que en la antigua Francia se hallaba enormemente generalizado el uso de los llamados *livres de raison*.

(65) GARRETA SUCH, J.M.ª, *Introducción al Derecho contable*, ed. MARCIAL PONS EDICIONES JURÍDICAS, SA, Madrid, 1994, p. 8. Las mismas decisiones empresariales, que reflejan en el plano de esta organización de personas y capitales el mismo proceso de toma de decisiones, bien que esta vez en términos de cálculo de coste/beneficio; de gasto/ingreso, requerirán de una adecuada información económica; es decir: que "las decisiones económicas debe(rán) tomarse tras una información económica suficiente, es decir, sobre datos contrastados, parámetros medidos, previsiones razonables; quienes tienen capacidad de influir en los acontecimientos económicos y quienes gestionan capitales propios o ajenos deben poseer información suficiente a fin de que sus decisiones se encuentren razonablemente adoptadas". VICENT CHULIÁ, F., "Introducción...", *cit.,* 8.ª ed., p. 83. MARINA GARCÍA-TUÑÓN, A., *Régimen jurídico de la Contabilidad de los empresarios*, ed. LEX NOVA, SA, Valladolid, 1992, pp. 26 y ss., y 61 y ss. DE GISPERT PASTOR, M.ªT., "La obligación legal de Contabilidad de las entidades aseguradoras", en VV.AA., *Comentarios a la Ley de Ordenación del Seguro privado*, t. I, ed. COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Madrid, 1987, pp. 629 y s.

ciencia: la *Ciencia* Contable, que produce o genera una *técnica*, la cual comparte con la primera un *lenguaje* —un conjunto de signos con significación—, un lenguaje, pues, *en cuya creación ambas* —Ciencia y Técnica Contables— *son copartícipes*, y cuya esencia —en cierto modo— reside en ellas. Dicho de otro modo: son —ellas mismas: Ciencia y Técnica Contable— un **lenguaje**; un lenguaje basado técnicamente en las ***cuentas por partida doble***.

Tan importante es este instrumento técnico, que ha sobrepasado el ámbito de las obligaciones de estatus, para extenderse al ámbito **bancario y financiero**, donde las referidas cuentas se convierten en **objeto y contenido de *relaciones jurídicas contractuales***. Pero, en uno y otro caso, el soporte contable es eso mismo: **contable**; la información que refleja es —ante todo— **cuantitativa**: lo que refleja son cantidades de unidades de valores negociables. Por este motivo, al tratarse de unos registros "contables", el contenido negocial de los valores anotados se halla fuera de los asientos (en la Escritura de emisión), al contrario de cuanto sucede en el Registro de la Propiedad, cuyos asientos incorporan sustancialísimos datos jurídicos porque reproducen el contenido esencial de los títulos que acceden al registro. Y si el contenido negocial de los valores anotados se halla fuera de los asientos, lo que se halla en ellos son **referencias numéricas: *saldos***, que representan el número total de valores homogéneos que posee el titular de la cuenta.

En Derecho Contable mercantil se habla de la ***Contabilidad formal*** para referirse al conjunto de normas que establecen el régimen jurídico de la *forma de representar externamente los acontecimientos o vicisitudes contables*; los acontecimientos o vicisitudes *relativos al tráfico que realizan los empresarios y a sus consecuencias patrimoniales*, agrupando el conjunto de prescripciones normativas destinadas a **garantizar la *representación externa* de los acontecimientos del Negocio** (66).

La Contabilidad formal —dice URÍA— "mira al lado obligacional de la Contabilidad y se limita a determinar **qué libros se habrán de llevar**, **cómo** han de ser llevados y qué **valor** tienen sus asientos a efectos de **prueba**" (67).

Ahora bien, la referencia a la Contabilidad —a los instrumentos contables— como ámbito relacionado con los valores negociables de forma tabular, nos permite descubrir un nuevo factor de convergencia con la figura del título-valor: me refiero a la **común *evolución*** —del documento y de la cuenta— **de lo estrictamente *probatorio*, a lo *dispositivo*, e incluso a lo *constitutivo***: en el ámbito bancario y financiero bursátil, la cuenta "contable", estrictamente probatoria y obligatoria *ope legis*, se transformó en una **cuenta *corriente*, de eficacia —a la vez— *constitutiva y extintiva*** (genera obligaciones, y extingue deudas dinerarias por compensación extrajudicial) **y de origen *contractual***: la cuenta corriente *es* un *contrato bancario o del Mercado de Valores*, que

---

(66) URÍA GONZÁLEZ, R., *cit.,* 24.ª ed., p. 62. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y GALLEGO SÁNCHEZ, *Fundamentos..., cit.,* t. I, 2.ª ed., p. 161. LACOUR y BOUTERON, *Précis...*, *cit.,* t. I, 3.ª ed., p. 117.

(67) URÍA GONZÁLEZ, R., *cit.,* 24.ª ed., p. 62.

produce efectos jurídicos sustantivos — además de probatorios— y genera obligaciones de dar, hacer y no hacer.

A su vez, los títulos-valores —concretamente, los vinculados al cambio trayecticio y a los transportes y depósitos de mercancías— nacieron con una eficacia estrictamente **confesoria-probatoria**, para terminar convirtiéndose en documentos que incorporaban declaraciones de voluntad generadoras de **derechos literales y autónomos**, cuyo ejercicio quedaba condicionado a la **posesión** de los documentos. Y este paralelismo termina convirtiéndose en verdadera **convergencia**, ya que la autonomía de los títulos-valores es una propiedad o característica **vinculada a su *circulación***, porque —insisto— los títulos-valores son instrumentos de circulación de los derechos incorporales.... **Pero las *cuentas corrientes* también constituyen *instrumentos dispositivos de derechos***, como bien demuestra la institución de la **transferencia**.

4. La anotación contable no sustituye a la posesión, sino que *es* ella misma una *posesión*

Ahora bien, si los valores tabulares poseen "cuerpo" —aunque sea inmaterial—, entonces —por consiguiente— habrá que concluir —una vez más, lo mismo que el Dinero y que los bienes que forman parte de la propiedad intelectual/industrial— que se trata de bienes que pueden ser objeto de un **señorío *inmediato* por parte de su titular**; un señorío que no se ejerce a través de una prestación ajena —excepto la de la entidad encargada del registro, y ésta no proporciona el contenido del valor, sino el valor mismo—, sino **mediante el goce directo**, lo mismo que en los derechos *in re*. Por consiguiente, los valores negociables tabulares son susceptibles de **dominio**, y si son susceptibles de dominio... **también, de *posesión***.

La posesión es —ciertamente— una institución jurídica complejísima; existen dudas acerca de si es un mero hecho, o si es un derecho, o si posee —simultáneamente— ambas condiciones; a lo dicho hay que sumar la disputa sobre si —de admitirse que se trata de un derecho o que comporta, igualmente, un derecho— el derecho es real o personal, o incluso un derecho *"de la personalidad"*; sobre si su papel es el de simple *imago domini*, o el de un instrumento de publicidad; las dudas existentes, acerca de cuál sea el modelo que mpregna nuestro CC/1889 —si el romano de la *Possessio*, o el germano de la *Gewere* o vestidura, o incluso el cenónico—, y un inacabable *et cætera* (68).

Actualmente, y por lo que a nuestro Ordenamiento se refiere, parece posible llegar a varias conclusiones:

1. La condición *dual* de la posesión: *hecho* y verdadero *derecho* subjetivo.
2. La índole *real* del derecho de posesión.
3. Su *autonomía* y *neutralidad causal*: puede ir asociada, o no, a *una relación jurídica subyacente* que proporcione el señorío fáctico directo sobre la cosa. Y —además— esa relación subyacente —cuando existe— *puede ser diversa*.

---

(68) CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil Español, Común y Foral*, t. II, *Derecho de Cosas*, vol. 1.º, "Los derechos reales en general. El dominio. La posesión", ed. REUS, SA, 11.ª ed. revisada y puesta al día por G. García Cantero, Madrid, 1978, pp. 537 y ss.

4. ... Y —consiguientemente— su protección como *instrumento de publicidad* de derechos (de aquel mismo derecho *subyacente*, que proporcionó el señorío material, al poseedor).

Pues bien, dada la "cosificación" de los valores negociables tabulares; su ***"incorporación"*** en su soporte de nuevo cuño, su titularidad es de índole tan jurídico-*real*, tan **dominical**, que siquiera precisaría de medidas que ofrezcan una cierta *publicidad posesoria*. Y —efectivamente— podemos afirmar, sin temor a equivocación, que los valores negociables tabulares **admiten la *posesión***. En este sentido, ya el **art. 430 del CC** nos ofrece una primera pista, cuando define la posesión diciendo que "[p]osesión natural es la tenencia de una cosa o el disfrute de un derecho por una persona. Posesión civil es esa misma tenencia o disfrute unidos a la intención de haber la cosa o derecho como suyos". Pero, sobre todo, es el **art. 432 del CC** el que revela la estrecha relación —si se quiere, ocasional— entre propiedad y posesión de una cosa, cuando dice que "[l]a posesión de los bienes y los derechos puede tenerse en uno de dos conceptos, o en el de dueño o en el de tenedor de la cosa o derecho para conservarlos o disfrutarlos, perteneciendo el dominio a otra persona". Por consiguiente, **en términos *lógicos* — que no fácticos— *el primer poseedor* de una cosa *es su dueño***.

Pues bien, si el art. 430 habla de la tenencia de una cosa o el disfrute de un derecho, y el **art. 438 del CC** establece que la posesión se adquiere "por la ocupación material de la cosa o derecho poseído, o por el hecho de quedar éstos sujetos a la acción de nuestra voluntad, o por los actos propios y formalidades legales establecidas para adquirir tal derecho", ese **quedar las cosas sujetas a la acción de nuestra voluntad es lo que permite, materialmente, desplegar un señorío directo sobre los valores**. En este sentido, la posibilidad de ejercer ese señorío material sobre los valores tabulares deriva del propio hecho de su **contabilización**, porque la circunstancia de que los valores se hallen inscritos o registrados o —mejor— **contabilizados en una cuenta *a nuestro nombre*, es *la* forma de *poseerlos***.

Un primer apoyo de esta nuestra opinión puede encontrarse en la dicción del **art. 430 del CC**, que se refiere a la **posesión de *derechos***, viniendo quebrar o a poner en cuestión el principio *in incorporalia non fit posessio* (69). A decir verdad, guste o no, lo cierto es que el art. 430, como el art. 438, demuestra que el Ordenamiento español optó

(69) Se trata, en definitiva, de la vieja cuestión del objeto de la posesión; cuestión a la que se han dado respuestas diversas e incluso dispares, comenzado por el Derecho Romano, que solamente la admitía respecto de las *cosas*, para que —así— se diera una perfecta coincidencia objetiva entre posesión y propiedad, aunque se admitía la posesión sobre la base de otros derechos como el usufructo; como los derechos de uso y habitación y ciertas servidumbres prediales [GARCÍA DE MARINA, M., *Interdictos*, ed. SERLIPOST, Barcelona, 1992, p. 47], hasta llegar —en el otro extremo del arco— a la de aquellos autores que extienden incluso a la de los mismísimos derechos de crédito [ROCA I TRÍAS, E., "Lección 7.ª. Concepto y elementos de la Posesión", en VV.AA.: *Derechos Reales y Derecho Inmobiliario Registral*, coord. por A.M. López y López y V.L. Montés Penadés, ed. TIRANT LO BLANCH, Valencia, 1994, pp. 161 y ss.]. Al parecer, la postura predominante es la que considera que solamente pueden ser peseídos los *derechos reales*, y ni siquiera todos [GARCÍA DE MARINA, M., *Interdictos*, *cit.,* pp. 49 y s.]. El problema es —empero— que, con decir que solamente son poseíbles las cosas y los derechos reales, no se da solución al problema de la poseibilidad, propiamente dicha, de los *valores negociables*, toda vez que la cuestión es, ante todo, saber si se trata de bienes o de derechos, y si se trata de derechos *in re* o *in personam.*

por no seguir —siquiera, por no seguir de forma absoluta— el citado brocardo, que —más bien— parece propio del Derecho Romano, que de nuestro Ordenamiento vigente.

Por mi parte, ése sería un argumento *a maiore*, porque si se admite la posesión de los derechos, con mayor motivo habría que admitir la de las *"cosas"* que son inmateriales (los bienes sobre los que recae la propiedad *industrial* constituyen un buen ejemplo), pues insisto en que una cosa es lo *incorporal*, y otra lo *inmaterial*, porque —en este caso— estamos ante el supuesto de un bien y de un derecho (sobre ese bien), con un ámbito subjetivo de tal alcance —excede, con mucho, a los sujetos del contrato de compraventa—, que parece apropiado que respecto de él deba hablarse de posesión, como *"un modo de publicidad de los derechos reales"* (70), que requieren publicidad precisamente por sus notas características de inherencia y eficacia *erga omnes*.

VI. QUINTA TESIS: LA DINÁMICA JURÍDICA DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES CONTABLES RESPONDE A LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DEL TÍTULO-VALOR

1. Transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta

De acuerdo con el **art. 9.º de la LMV**, la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por medio de **transferencia contable** (sistema generalizado, en los distintos ordenamientos (71)). Igualmente, el **art. 12, RDVAn** establece que:

---

(70) MARTÍN PÉREZ, A., "Artículo 437", en MARTÍN PÉREZ, A., y otros, *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, dir. por M. Albaladejo García y S. Díaz Alabart, t. VI, *Artículos 430 a 466 del Código civil*, ed. EDITORIAL REVISTA DE DERECHO PRIVADO/EDITORIALES DE DERECHO REUNIDAS, 2.ª ed., Madrid, 1993, p. 15. ROCA I TRÍAS, E., "Lección 7.ª. Concepto y elementos de la Posesión", *cit.,* p. 151.

(71) Por ejemplo, en Japón, un documento *on line*, del Financial Law Board: "Interim Note on Legal Rules Relating to Book-Entry Securities Settlements", en <http://66.102.9.104/search?q=cache:hJ9G7r6kJGgJ:www.flb.gr.jp/epage/edoc/publication06-e.pdf+Uniform+Commercial+Code+%2B+uncertificated+securities&hl=es&ct=clnk&cd=139&gl=es&client=firefox-a>, p. 4, hace notar la importancia de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores negociables, así como la existencia de sistemas de carácter corrector, basados en el depósito y truncación de los valores, así como el recurso a las entregas de valores, por medio de transferencia contable.

En Canadá: BARRET, L., "Securities Transfer Act: A 'First Step' Towards Uniform Securities Transfer Laws <http://www.osler.com/resources.aspx?id=11148&tracklink=rss>, quien señala que, de conformidad con la Ontario's *Securities Transfer Act* (STA) y la *Uniform Securities Transfer Act* (USTA) —que fue su modelo inspirador—, la titularidad de los valores negociables puede acreditarse por medio de la anotación contable. De lo que se trata es de lo que se conoce como *Security entitlement*,

"**1.** La **transmisión** de los valores representados por anotaciones en cuenta tendrá lugar **por transferencia contable**. La **inscripción de la transmisión a favor del adquirente** producirá los **mismos efectos** que la **tradición de los títulos**..." (72);

---

es decir: el conjunto de aquellos derechos que el tenedor legítimo (*entitlement holder*), puede acreditar frente a su propio agente de valores (*securities intermediary*) en un sistema de **tenencia indirecta** (*indirect holding system*) (por ejemplo: un cliente frente a su *broker)*. El *entitlement holder* no tendrá una propiedad directa e inmediata en un certificado subyacente; sin embargo, el *holder,* por lo general, tendrá el beneficio de los derechos que le proporcionaría una propiedad directa [derechos de voto, derecho al dividendo, y la posibilidad de gravar o disponer de su derecho]. Igualmente, DEPARTMENT OF FINANCE [CANADA]/MINISTÈRE DES FINANCES [CANADA]: "Modernizing the Legal Framework for Financial Transactions: Reforming Federal Securities Transfer Rules (Consultation Paper)", en <http://www.fin.gc.ca/activty/consult/ModSecTr_1e.html> ("[s]*ecurities may be held directly by an investor or held indirectly* [9] *by an intermediary [e.g., a broker or* financial institution] *on the investor's behalf. Most of the existing securities transfer legislation in Canada was developed to support what is known as the 'direct holding' system, a traditional system of securities settlement in which owners* [10] *of securities have a direct legal relationship to the issuer. Investors are either recorded on the issuer's register or in physical possession of negotiable security certificates, and* transfers *are settled through the physical delivery of paper certificates. The direct holding system works well for closely held securities, where there are only a few investors and shares do not change hands very often. It does not work very efficiently for publicly traded securities. The requirement for delivery of certificates can make transactions expensive in terms of labour and time, and can also be risky since paper documents could be lost, stolen or counterfeited. Furthermore, while in transit, securities are not available for use or* investment*, thus hampering liquidity. Because of these disadvantages, the direct holding system has largely been displaced by the indirect holding system for publicly traded securities, which evolved over the past few decades to accommodate sharp increases in trading volumes")*.

En los EE.UU., *vid.* COOLEY GODWARD KRONISH LLP, "Security Interests in Investment Property", en <http://library.findlaw.com/1997/May/27/130042.html>, igualmente: SHAD, J.S.R., "SEC Securities Immobilization Workshops. February 25, 1985. Keynote Address", en <http://66.102.9.104/search?q=cache:3IbPg2fzLuQJ:www.sec.gov/news/speech/1985/022585shad.pdf+Uniform+Commercial+Code+%2B+uncertificated+securities&hl=es&ct=clnk&cd=142&gl=es&client=firefox-a>, pp. 1 y ss.

Igualmente, *vid. Sent.Colorado Court of Appeals*, No. 00CA1475 (City and County of Denver District Court No. 99CV4091) Honorable J. Stephen Phillips, J, en el Caso *Securities Investor Protection Corp.* (demandante apelado) c. *First Entertainment Holding Corp*. (apelante), en la que se señaló que si la transmisión de valores en título físico tiene lugar por medio de la entrega o transferencia de posesión, tratándose de valores tabulares (*uncertificated securities),* tiene lugar cuando el emisor de los valores registra o inscribe al adquirente como titular registral, o cuando una persona distinta de un agente de valores, bien aparece como propietario registral, en representación del adquirente, o bien, habiendo aparecido previamente como propietario o titular registral, reconoce que adquiere los valores por cuenta del adquirente (*delivery of an uncertificated security occurs when the issuer registers the purchaser as the registered owner, see § 4-8-301(b)(1), C.R.S. 2000; Nev. Rev. Stat. § 104.8301(2) (2000), or when a person other than a securities intermediary either becomes the registered owner of the uncertificated security on behalf of the purchaser or, having previously become the registered owner, acknowledges that it holds it for the purchaser")*.

(72) El citado documento *on line*, del Financial Law Board: "Interim Note on Legal Rules Relating to Book-Entry Securities Settlements", en <http://66.102.9.104/search?q=cache:hJ9G7r6kJGgJ:www.flb.gr.jp/epage/edoc/publication06-e.pdf+Uniform+Commercial+Code+%2B+uncertificated+securities&hl=es&ct=clnk&cd=139&gl=es&client=firefox-a>, p. 9, propone que la transmisión o transferencia de los valores contabilizados o tabulares haya de tener lugar, de modo definitivo, con la anotación o abono en los libros contables ("*the transfer of book-entry interests must have finality with the entry on the books")*.

sistema cuyos orígenes se hallan en el **art. 3.º del Decreto núm. 1128/1874**, y que demostraría, o —siquiera— avalaría la tesis de que el rasgo verdaderamente especial que separa el régimen de transmisión de los valores representados por anotaciones contables, respecto de los valores representados por títulos, reside en **la forma de efectuar la entrega** (73), sobre todo teniendo en cuenta que —a continuación— el propio **art. 12, núm. 2 del RDVAn** establece que "... La transmisión será **oponible a terceros** desde el momento en que haya tenido lugar la **inscripción**...". Ahora bien: mi opinión difiere de la de algunos autores que, *tras rechazar la equiparación de las anotaciones en cuenta con los títulos-valores* tradicionales, se ven en la necesidad de explicar ***cuál es el sistema*** *de transmisión de los valores tabulares*; cuál es *su ley de circulación*, y si ésta se aproxima a la de los derechos incorporales, o a la de las cosas corporales. En este sentido Daniel ESPINA se pronuncia decididamente en pro de la *incorporalidad* del tráfico de estos valores tabulares; incorporalidad que comporta, para él —y la lógica formal de su criterio no deja de ser impecable— *que no ha lugar a distinguir entre* ***título y modo***; que la circulación de los derechos contables se produce por ministerio de la **voluntad**; del ***negocio,*** que —a este respecto alienatorio— sería **autosuficiente**. Y, siguiendo por esta senda, a la hora de determinar el sentido de la *transferencia contable*, la equipara o la configura como un supuesto de ***forma*** *negocial* ***constitutiva***. Por expresarlo de otro modo: la transmisión de los valores tabulares se produce, única y exclusivamente, por ministerio del contrato de transmisión, que es, empero, un *contrato formal*, en el que la forma —exigida, ciertamente, *ad solemnitatem*, y, por tanto, determinante de la *nulidad*, en caso de vicio o ausencia de ésta— está constituida por la anotación contable de abono (74). Sin embargo, esta tesis me resulta difícil de admitir: para empezar parte de una petición de principio —la "incorporalidad (jurídica)" de las anotaciones contables—, *desmentida por el contenido de las normas*. En segundo término, comoquiera que la norma *no habla directamente de formalización del contrato*, no cabe considerar que se haya cumplido lo dispuesto en el art. 52

---

(73) En EE.UU., la Sent. *U.S. Court of Appeals, 7th Circ.* [Illinois], de 21 de junio de 2002, en el Asunto *In re Frierdich* (Michael V. Frierdich, SR., c. Steven V. Mottaz, trustee of the estate of Michael V. Frierdich, SR. [demandante apelado] c. Beverly Oswald [demandada apelante], 294 F.3d 864 (7th Cir. 06/21/2002, afirmó que la entrega de valores no documentados en soporte físico tiene lugar cuando el emisor inscribe o matricula al adquirente como propietario registral legítimo [*"Delivery of an uncertificated security occurs when "the issuer registers the purchaser as the registered owner", 810 Ill. Comp. Stat. 5/8-301(b)(1), or "another person (...) either becomes the registered owner of the uncertificated security on behalf of the purchaser or, having previously become the registered owner, acknowledges that it holds for the purchaser". 810 III. Comp. Stat. 5/8-301(b)(2). Oswald cannot prevail under section 8-301(b)(1) because Columbia Centre never registered her as the owner of the stock. [Its stock book was missing.]")*.

En España, el art. 3.º del Decreto núm. 1128/1974 disponía que la entrega de los títulos sometidos al régimen de depósito especial y compensación y liquidación de valores en depósito se entendería efectuada cuando se verificasen las oportunas anotaciones de cargo y abono (SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 105. BROSETA PONT, M., "Manual...", *cit.,* 10.ª ed., p. 256. CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado de Valores*, *cit.,* t. I, p. 137).

(74) ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.,* pp. 433 y ss., en esp. p. 446.

del CCo. Y, en todo caso, *como no se ha dispuesto una sanción clara de "nulidad", por falta de forma* —que viciaría incluso la eficacia obligatoria del contrato—, habremos de considerar que *posiblemente el sentido de las normas es otro*. También hay que señalar que resulta extraño hablar de un contrato formal —es decir: un contrato *donde la voluntad contractual declarada debe ser formalizada*— cuando el *accipiens* no declara ninguna voluntad propia, *que quede formalizada en la anotación contable*: su voluntad se declara externa e informalmente, perfeccionando —entonces— el contrato de compraventa, etc.

Por lo que al Derecho español se refiere, la **compraventa de valores** —como cualquier otro negocio dispositivo sobre éstos— sigue vinculada al sistema **"del título y el modo**"; *su eficacia es meramente **obligatoria***, y no real (*rein obligatorisches, nicht dingliches Vertrag)*. Así: para transferir al comprador el derecho real de propiedad, habrá que efectuar la entrega; es decir, como resulta de lo dispuesto en el **art. 1462 del CC:** la *puesta en **poder y posesión*** del comprador [(75)].

La transferencia contable de los valores tabulares debe ser equiparada a, o —directamente— calificada como una verdadera ***traditio***, lo que debería abonar la tesis de que se trata de cosas de nuevo cuño, fruto de una creación legal —ya que es la Ley la que justifica que los valores anotados puedan ser objeto de un tratamiento jurídico propio de las cosas muebles corporales—, lo que revelaría —una vez más— la comunidad de esencia, entre el "título-valor" y el "derecho-valor", que no son sino dos formas de la misma realidad, de manera que la noción de título-valor, en sentido amplio, actuaría como un supraconcepto, que englobaría a ambas modalidades [(76)]. Ahora bien: ¿se trata de una *traditio* material o real, o bien estamos ante una *traditio ficta*? En mi opinión, es lo primero, porque, cuando se efectúa una transferencia de valores representados por anotaciones en cuenta, **lo que se *da* y lo que se *recibe* es, precisamente, el mismo objeto**, porque el valor negociable tabular *no existe fuera de su representación contable*, de forma que no cabe "fingir" su *traditio*. A decir verdad: no es la *traditio* lo que se ha espiritualizado, sino la propia cosa u objeto *tradible*.

Si por tradición *ficta* se entendiese aquella que "finge" la tradición material de un bien que podría haberse entregado materialmente, entonces realmente **no ha lugar** a hablar de ***ficción***, porque —evidentemente— la existencia o la sustancia estrictamente contable de los valores tabulares solamente admite una *traditio* tabular; una *transcriptio a persona in personam*. En todo caso la "ficción" estaría en los propios valores tabulares, que tienen un régimen jurídico propio de las cosas muebles corporales. Para

---

(75) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 105. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores...", *cit.,* p. 5. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", en *DN*, 1990, núm. 2, noviembre, p. 11.

(76) De este modo, parece que se podría sugerir la posibilidad de considerar que se ha creado, por ministerio de la Ley, un nuevo tipo de objeto de derecho —pues no es la "incorporación" documental, lo que justifica que los valores anotados puedan ser tratados como cosas muebles corporales, sino el hecho de que la Ley así lo ha establecido—, cosa que la voluntad privada no puede hacer por sí sola —como demostraba el ejemplo de la empresa—.

comprender el sentido de nuestra afirmación, no está de más señalar que la transferencia contable de los valores "tabulares" suscita, de inmediato, el problema de su comparación con la trasferencia bancaria de efectivo. Y, en este sentido, coincidimos con la tesis de algún autor que advierte de que, con independencia de su parecida estructura y función "cuasi-solutoria", la transferencia de valores **difiere** en un punto esencial, respecto de la **transferencia bancaria de efectivo**, y es que, a diferencia de esta última, la transferencia contable de valores **no posee un carácter sustitutivo de la "entrega de los valores", sino que**, bien por el contrario, **es la forma** —¿acaso la **única** forma?— **en que esa entrega tiene lugar**, supuesta la especial manera de materializar esos valores (77).

2. Constitución de derechos reales y gravámenes sobre los valores negociables tabulares

Siguiendo un mismo sistema de título y modo, el **art. 10 de la LMV** dispone que "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título" (78). Es así como cobra sentido la alusión a que con la inscripción de la prenda *se hace oponible el gravamen a terceros* (79). SÁNCHEZ CALERO interpreta esta disposición como indicativa de que la inscripción de los derechos limitados, en el registro contable, *no altera la posesión* de los valores, de tal manera que estaríamos en presencia de una *prenda con desplazamiento*, porque la LMV estimó que los acreedores se hallarían más protegidos, evitando que se configurase la pignoración de valores tabulares como una prenda sin desplazamiento, la cual habría de haber ido acompañada de —y sustentada

(77) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 105. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados...*, *cit.,* pp. 312 y ss.

(78) Sobre la importancia de la pignoración de valores tabulares, como instrumento de garantía en los créditos bancarios, *vid.* MURRAY, J.C., "Benefits of the UCC Insurance Policy", en <http://66.102.9.104/search?q=cache:I71opXHVuMIJ:www.firstam.com/ekcms/uploadedFiles/firstam_com/References/Reference_Articles/John_C_Murray_Reference/Uniform_Commercial_Code_(Article_9)/ucc-benefits.pdf+Uniform+Commercial+Code+%2B+uncertificated+securities&hl=es&ct=clnk&cd=127&gl=es&client=firefox-a>, 2005, p. 5. KRATZ, L., "Securities as collateral", en *The Journal of Bank Cost & Management Accounting*, 1995, <http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3682/is_199501/ai_n8715568>.

(79) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 109. En el Derecho norteamericano, el § 8-108. Registration of Pledge and Release of Uncertificated Securities, establece que "una garantía real [*security interest*] sobre un valor negociable representado por anotación en cuenta [*uncertificated security*] puede acreditarse por el registro de la prenda a favor del acreedor pignoraticio o de otra persona por él designada. No puede haber más de una prenda de valor tabular sobre los mismos valores, al mismo tiempo. El titular registral de un valor negociable tabular es la persona a cuyo nombre se haya registrado el valor, incluso aunque el valor se halle pignorado. Los derechos del acreedor pignaraticio sobre los valores, de acuerdo con este artículo, concluyen cuando se registra la liberación".

sobre— una correlativa prohibición de disponer: bien por el contrario, se ha optado por despojar al propietario de la posesión sobre los valores [80].

Cuando se trata de pignorar *valores de la Deuda pública*, el sistema que se sigue es el de ***desglose*** *dentro de las propias cuentas* abiertas en la central.

Los principios y el régimen de la transmisión de los valores tabulares se extienden o trasladan de forma automática, por virtud del **art. 10 de la LMV** y del **art. 13 del RDVAn**, a los supuestos de constitución de **derechos reales limitados** u otra clase de gravámenes, sobre los valores representados por anotaciones contables; a saber: que la **inscripción** de la prenda **equivale al *desplazamiento*** posesorio del título, y además determina el momento a partir del cual la pignoración o el gravamen de que se trate resultan oponibles a los terceros. Así, para la constitución de esos *iura in re aliena*, habrá que proceder a la inscripción en la cuenta correspondiente. Pero, ¿cuál es esa cuenta ***correspondiente***? La LMV no lo dice con claridad, pero, a juzgar por algunas de sus disposiciones, da la impresión de que se ha de tratar de **la cuenta de valores del *propietario***.

Este régimen ha de completarse con lo dispuesto en los **arts. 320 a 324 del CCo**, sobre prenda de valores negociables, admitidos a un mercado secundario oficial.

3. Ejercicio de los derechos derivados de los valores tabulares

a) La protección posesoria y el régimen de excepciones oponibles

El denso y enjundioso contenido del **art. 9.º del LMV** establece un sistema de protección de las **adquisiciones *a non domino*** de valores tabulares y de establecer el principio de **inoponibilidad de excepciones**; dos preceptos o normas características del régimen de los títulos-calores, disponiendo lo siguiente:

"El **tercero** que adquiera a título **oneroso** valores representados por anotaciones en cuenta **de persona que**, según los **asientos** del registro contable, **aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación**, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado **de mala fe o con culpa grave**.

La Entidad emisora **sólo podrá oponer** al adquirente de buena fe de valores representados por anotaciones en cuenta, las **excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con el documento** previsto en el artículo 6 **y las que hubiese podido esgrimir en caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos" [art. 9.º de la LMV**, modificado por el **art. 1.º del RD-L.I-Prod./05]**

El precepto, desarrollado por el **art. 12 del RDVAn**, es importante, pues establece el principio de la protección "posesoria", característica de los títulos-valores representados en documentos, impidiendo la reivindicación de los adquiridos a título onero-

(80) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 109.

so (**no gratuito**, puesto que se entiende que —entonces— el adquirente accede a pasar frente a terceros por la misma situación del transmitente) (81), y de buena fe y sin culpa grave, de quien apareciera formalmente legitimado para transmitirlos, según el registro. Se trata de un principio, basado en la protección de la seguridad del tráfico (82), que se vinculaba a la idea de que la "incorporación" del derecho en un soporte documental físico lo equiparaba sensiblemente —en su régimen jurídico— con las cosas muebles corporales, beneficiándose de la protección posesoria que les depara el Derecho civil.

Por otra parte, una de las características fundamentales de cualquier título-valor reside en que su transmisión supone la adquisición por su adquirente —valga la redundancia— de una **posición autónoma así en relación con el contenido del negocio subyacente, como respecto de la posición de los precedentes tenedores**; la adquisición, más que de un derecho transmitido, de una **posición *creada*** (*ius proprium sed non cessum)*, que es independiente; lo cual se traduce en la **inmunidad ante las excepciones personales** alegables contra los precedentes titulares (83), aunque creo que esta afirmación sólo puede ser compartida parcialmente y con cautela, porque se me antoja que existe una confusión entre los efectos del título-valor y los efectos de ciertos especiales procedimientos de su transmisión, como es el endoso pleno o el pignoraticio, en los títulos "a la orden".

De todos modos, lo cierto es que probablemente sea esta nota o este principio el más característico de los títulos-valores, ya que:

1. Ningún documento o derecho que no sea título-valor admitiría una forma de circulación regular que produjese efectos propios de las adquisiciones originarias, y no de las derivativas, que son la regla en nuestro Derecho privado patrimonial.

2. Todos los documentos que sean títulos-valores, tanto si son causales como si abstractos; tanto si su literalidad es completa como si es imperfecta, tanto si son constitutivos como si son declarativos...; todos ellos, insisto, pueden circular con autonomía.

Pues bien, sucede que el párrafo 2.º —del **art. 9.º de la LMV**—, por el contrario, se dice que plantea problemas, porque precisamente no siempre está claro cuáles serían las excepciones oponibles, en materia de títulos-valores, por lo que antes se plantea un nuevo problema, que se deja resulto el antiguo. Una posible interpretación —que no consideramos excluyente— sería la de considerar que la protección del acreedor se extiende **sólo a los supuestos en los que, al adquirir los valores, no obró con mala fe**.

---

(81) MADRID PARRA, A., *cit.,* p. 98, o DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., *cit.,* p. 274.

(82) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 107. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.,* 10.ª ed., p. 256. URÍA GONZÁLEZ, R., *cit.,* 24.ª ed., p. 285.

(83) SANCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, *cit.,* 22.ª ed., t. II, p. 7. PALA BERDEJO, F., "Contribución al estudio de los títulos nominativos", en *RDM,* 1951, núm. 35, p. 167. LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho Mercantil español*, t. II, ed. BOSCH, Barcelona, 1951/1959, p. 82, quien establece una estrecha ligazón entre "autonomía" y "literalidad" del "título-valor".

Sin embargo, en mi opinión, esta interpretación se ocupa sólo de un aspecto parcial de la cuestión —el *animus* del adquirente—, olvidando otro: **el aspecto objetivo**: **qué tipo de hechos o circunstancias** podrían oponerse. Pues bien, en este sentido creo que el paralelismo con los títulos-valores físicos **debería justificar la oponibilidad de excepciones basadas en defectos en el *pactum emissionis***, lo mismo que sucede en materia cambiaria: falta de representación, violencia, intimidación..., **que comporten una falta absoluta de la voluntad de emitir**.

b) El tráfico jurídico de los valores tabulares y los "principios registrales"

En este sentido, revisten fundamental importancia los **arts. 15 y 16 del RDVAn**, que aplican a los registros contables de valores representados tabularmente, los **principios de prioridad, de legitimación *registral*** y de **tracto sucesivo**. Por lo que se refiere al principio de **legitimación registral**, el **art. 15 del RDVAn** establece que:

*"**1.** La persona que **aparezca legitimada en los asientos** del registro contable **se presumirá titular legítimo** y, en consecuencia, **podrá exigir** de la Entidad emisora **que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor** representado por medio de anotaciones en cuenta.*

***2.** La **Entidad emisora** que realice **de buena fe y sin culpa grave la prestación** en favor del legitimado, **se liberará** aunque éste no sea el titular del valor".*

Para los seguidores de la concepción **"dualista"**, o **"diferenciadora"**, el precepto parece inspirado en la declaración contenida en el **art. 38 de la LHip**, de conformidad con cuyos términos:

"A todos los efectos legales **se presumirá que los derechos reales inscritos** en el registro **existen** y **pertenecen a su titular**, en la forma determinada por el asiento respectivo....".

Sin embargo, entre un precepto y otro —dice SÁNCHEZ CALERO— median *importantes diferencias*: así, el **art. 12, núm. 1 de la LMV** minimiza el alcance del principio de *legitimación por la inscripción*, circunscribiéndolo o *reduciéndolo a las relaciones **titular**/**entidad emisora***, porque la legitimación de la que se está hablando, aquí, es la *legitimación **acreedora***; es decir: la que permite exigir de la entidad emisora, que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor contabilizado, de modo similar a cuanto sucede en el Libro-registro de acciones nominativas (84). Por otra parte, la legitimación en materia de valores tabulares *no puede tener el mismo alcance* que en el ámbito de la Ley Hipotecaria, restringiéndose al reconocimiento a favor del sujeto en cuya cuenta aparecen determinados valores, *a partir de la fecha que figure en el registro contable* (85).

---

(84) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 100.

(85) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 101.

Las *rectificaciones* de los asientos parecen concebirse con mucha *mayor facilidad en los registros contables* que en el registro de la Propiedad, ya que deben ser tratadas con los procedimientos del **art. 29 del CCo** —salvarse (por quien lleve las cuentas de valores) los errores a continuación de que se advierta su existencia—, con posible aplicación analógica del **art. 55 del TRLSA**, que *permite a la Sociedad rectificar las anotaciones que repute falsas* (86).

En cuanto al **"principio de prioridad"**, el **art. 16 del RDVAn** establece que después de una anotación la entidad encargada del registro no puede hacer otras referentes a hechos o negocios **anteriores que sean incompatibles con la anotación realizada**, según el cual no se puede inscribir ninguna transmisión, ni la constitución de ningún derecho real sobre los valores, **si el sujeto que los transmite o constituye no tenía previamente inscrita su titularidad** (art. 16 del RDVAn).

c) Legitimación para el ejercicio de los derechos

El § 8-408 ("Statements of Uncertificated Securities"), UCC establece que, "dentro de los dos días hábiles posteriores a que haya sido registrada la transferencia (*transfer*) de un valor negociable tabular, el emisor enviará al nuevo titular registral y, si el valor ha sido transferido sometido a prenda o gravamen registral (*registered pledge*), al acreedor pignoraticio, una declaración por escrito que contenga:

- (a) una descripción de la emisión de la que forma parte el valor tabular;
- (b) el número de acciones o unidades transferidas;
- (c) el nombre y dirección y cualquier número de identificación de cualquier pagador de impuestos del nuvo titular registral y, si el valor ha sido transferido sometido a prenda o garvamen registral *(registered pledge)*, el nombre y dirección y cualquier número de identificación de cualquier pagador de impuestos, del acreedor pignoraticio registrado;
- (d) una notificación de cualesquiera privilegios, gravámenes y restricciones del emisor, y cualesquiera *adverse claims* (a las se halle sujeto el emisor, conforme a la Secc. 8-403(4)), a las que puede hallarse sujeto el valor negociable tabular, en el momento del registro, o una declaración de que no existen tales privilegios, restricciones, o *adverse claims;* y
- (e) la fecha en que la transferencia fue registrada".

Por su parte, el art. 11 de la LMV y el **art. 15 del RDVAn** sientan —en materia de valores representados por anotaciones en cuenta— el principio de **legitimación tabular**, como **equivalente** a la legitimación posesoria, propia de los títulos-valores tradicionales:

"La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable ***se presumirá titular legítimo*** *y, en consecuencia,* ***podrá exigir de la entidad emisora que***

(86) SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por...", *cit.,* p. 101.

realice a su favor las prestaciones *a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.*

La ***Entidad*** *emisora que* ***realice de buena fe y sin culpa grave*** *la prestación* ***a favor del legitimado, se liberará*** *aunque éste no sea el titular del valor.*

Para la transmisión y el ejercicio de los derechos *que corresponden al titular* ***será precisa la previa inscripción*** *a su favor".*

Como es sabido, el modelo de los títulos-valores, sea cual sea su modalidad de designación de tenedor legítimo, se basa en la ***posesión del documento*****, tanto para el ejercicio del derecho**, a través del requisito de la **exhibición** del título, como para su transmisión. Pero la utilización del régimen de los bienes muebles, y especialmente de la posesión, **no es arbitraria**. A ella se vincula una eficacia legitimadora, porque la propia posesión, **como señorío real facilita a su titular una posición de monopolio, de exclusividad**, entre la persona que posee y la cosa que es poseída. En materia de títulos-valores esta posesión **se establece como requisito integrador de la legitimación, para garantía del acreedor**, que sabe que —desde el momento en que entre en posesión del título— **nadie podrá ejercitar el derecho ni exigir el cumplimiento de la obligación documentada**.

También actúa la posesión como un **signo de publicidad**, en la medida en que crea una apariencia que **da a conocer el dato del señorío de hecho posesorio, normalmente conexo con la titularidad del *dominium***, y en cuya virtud el Ordenamiento jurídico **protege a los tenedores de buena fe**, que confiaron en esa apariencia externa de propiedad, aun cuando la apariencia no se correspondiera con la realidad (87). Pues bien, la cuestión de la posibilidad de extender estos principios a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta ha quedado solucionada por el art. 11 de la LMV, que atribuye a estas anotaciones una eficacia similar, equiparando en sus efectos, la publicidad posesoria y la tradición, a la publicidad registral (88). En primer lugar, obsérvese la referencia que hace el art. 11 al establecimiento de una **presunción de titularidad**, en consecuencia de la cual (y éstos son los términos literales del precepto), el titular contable **podrá exigir las prestaciones** "contabilizadas" o documentadas. En otras palabras, que precisamente debido a que el titular de la cuenta posee acreditadas una suma de unidades de un determinado valor, anotadas en el activo de su cuenta, se presume que, por este hecho, ostenta su propiedad. Y, como se presume que ostenta dicha propiedad, entonces, en consecuencia de dicha presunción, se le reconoce la legitimación para ejercitar los derechos incorporados. De este modo, se traslada al nivel de norma jurídica general —si bien limitada a los valores representados por anotaciones contables— la que fuese configuración o formulación

(87) RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", en *RDBB,* 1993, núm. 50, abril/junio, pp. 387 y s.

(88) RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.,* p. 389.

teórica del principio de legitimación, así en su fundamento (la presunción), como en su contenido: la facultad de exigir la prestación (89).

A continuación se ha contemplado, también, la legitimación —si no cartular, sí tabular— **desde la perspectiva del deudor,** estableciendo su **eficacia liberatoria**, aunque condicionada a la ausencia de mala fe o de culpa grave, en la medida en que establece que el deudor quedará liberado de su obligación si efectúa la prestación **a favor de quien aparezca formalmente legitimado** y —por tanto— beneficiado de la presunción de titularidad (**art. 15 del RDVAN**).

Y, por fin, se sienta el principio de que la única forma de legitimación es la tabular o contable, que es necesaria para el ejercicio de los derechos y también para su transmisión (90). Ahora bien, comoquiera que —en materias de anotaciones en cuenta— no existe un título **material**, que pueda ser objeto de posesión, y comoquiera que, **por ministerio de la ley, convencionalmente se atribuye una función paralela** —es decir, una función de **publicidad— a la inscripción registral**, sería preciso que esa misma inscripción **fuera, a su vez, objeto de una publicidad suficiente**.

El problema es que la regulación de las anotaciones en cuenta, contenida en la LMV y en el RDVAN, no ha contemplado suficientemente el problema y, respecto de unos registros que —además— difieren del Registro de la Propiedad por el hecho de que carecen de la condición de oficialidad y, además, tampoco son llevados por funcionarios públicos, no han configurado ningún sistema eficiente y suficiente de publicidad formal, para que los interesados puedan tener acceso a su contenido (91). Esto tiene una **grave trascendencia**, cuando se trata de aplicar el equivalente cartulario al principio de ***Fides pública*** **registral**, del **art. 34 de la LHip**, que posibilita las **adquisiciones *a non domino*, si hay buena fe en el *accipiens*** y adquiera por modo **oneroso**. En efecto: ¿cómo puede haber una adquisición basada en la **apariencia registral, si falta un cauce de publicidad que permita generar tal apariencia** (de hecho: **cualquier** apariencia)?

Sin perjuicio de lo anterior, el **art. 12 de la LMV** prevé la posibilidad de **acreditar la legitimación tabular o contable**, por medio de unos **documentos especiales**, a los que se denomina ***certificados***, que expiden las propias entidades encargadas de los registros contables, conforme a sus propios asientos.

---

(89) RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.,* p. 390.

(90) DE ANGULO RODRÍGUEZ, L., *cit.,* p. 275. DÍAZ MORENO y PRIES PICARDO: *cit.,* p. 331.

(91) RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.,* pp. 393 y ss.

LA INCORPORACIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITOS A LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS. LAS NRSROS

IGNACIO MORALEJO MENÉNDEZ

Profesor Titular de Derecho mercantil
Universidad de Zaragoza

RESUMEN

En el Derecho norteamericano las agencias de calificación de créditos se incorporan a la categoría de los denominados Gatekeepers *de los mercados financieros. A pesar de que la actuación de las agencias de calificación de créditos a lo largo de los últimos años no puede calificarse de óptima en la prevención de los escándalos financieros, lo cierto es que los reguladores internacionales y nacionales de los mercados confían en su actuación hasta el punto de incorporarla a efectos regulatorios. En el caso concreto de los mercados financieros norteamericanos, las emisiones de deuda que se benefician de una calificación emitida por una agencia designada como Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) disfrutan de ventajas administrativas. Por otra parte, en los Estados Unidos las agencias de calificación de créditos acceden a un particular régimen jurídico que las hace prácticamente inmunes en términos de responsabilidad. No sólo las reconocidas como NRSROs quedan exoneradas de responsabilidad por la normativa reguladora de los mercados financieros, sino que todas las agencias de rating gozan de la protección que les brinda la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos puesto que sus valoraciones se consideran amparadas bajo el Derecho a la libertad de expresión. Este contexto jurídico está siendo objeto de revisión atendido el papel jugado por las agencias de calificación de créditos en los hechos que desembocaron en los últimos escándalos financieros.*

ABSTRACT

Credit Rating Agencies belong within the broad classification of Financial Market Gatekeepers. Although Credit Rating Agencies have behaved poorly during the last decades of financial turmoil, international and national regulators keep relying on the valuations they produce for regulatory purposes. In the particular case of the United States Financial Markets, public debt issues valued as "investment grade" by Credit Rating Agencies designated as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs) enjoy regulatory benefits. Credit Rating Agencies have been largely immune from civil and criminal liability for malfeasance. Certain United States Securities Rules exempt NRSROs from liability and Courts have accepted that Credit Rating Agencies valuations should be regarded as mere opinions protected under the First Amendment of the United States Constitution. This scenario is under revision due to the role played by Credit Rating Agencies in general, and NRSROs in particular during the facts that resulted in the last Financial Crisis.

Palabras clave: *Agencias de calificación de créditos, Nationally Recognized Statistical Rating Organization, autorizaciones administrativas, exenciones de responsabilidad, libertad de expresión, reforma normativa.*

Key words: *Credit Rating Agencies, Nationally Recognized Statistical Rating Organization, Regulatory Licenses, Designation Process, Liability Exemptions, Freedom of Speech, Regulatory Reform.*

Acknowledgements: *I would like to express my gratitude to Frank Partnoy, George E. Barrett Professor of Law and Finance and director of the Center on Corporate and Securities Law at the University of San Diego Law School. His guidance and teaching have been very important in the elaboration of this paper. I also would like to thank professor Mary Jo Wiggins for her support and the University of San Diego Law School Faculty as a whole, having the opportunity to participate in its activities meant a lot to me. Meredith D'angelo and Jessica Bonin led me through a bureaucratic maze, thank you. Paolo, Davide and Barbara, my generous Italian colleagues, we worked hard and had a great time. And last but not least, I cannot forget my mentor Prof. Dr. José Antonio García— Cruces González, he embodies all the values of what I believe a devoted professor should be.*

SUMARIO

I. LA INCORPORACIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITOS A LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.

1. Consideraciones liminares.
2. Basilea I y II.
3. Las Directivas de Adecuación de Capital.
4. La actuación de las agencias de calificación durante la crisis *subprime*.

II. LA CARACTERIZACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE CRÉDITOS COMO NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS (NRSROs).

1. Introducción.
2. Las agencias de calificación y su actuación como NRSROs.

2.1. Las *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs).
2.2. El escándalo Enron.
2.3. La *Credit Rating Agency Reform Act*.

III. LA ACTUACIÓN DE LAS NRSROs EN LOS MERCADOS FINANCIEROS.

1. Régimen normativo y tratamiento jurisprudencial. Presentación.
2. El recurso a las NRSROs.

2.1. La *reputational capital view.*
2.2. Las dificultades de aplicar la *reputational capital view* a las agencias de calificación de créditos.
2.3. Algunas consecuencias de la designación de las agencias de rating como NRSROs.

IV. LA PROPUESTA DE REMOCIÓN DE LA RULE 436 (G) DE LA *SECURITIES ACT* DE 1933.

1. Planteamiento de la cuestión.
2. Las propuestas de remoción de la exención de responsabilidad.
3. El régimen de responsabilidad a que se sujeta la actuación de las agencias de rating en el Derecho norteamericano.
4. Consecuencias de la remoción de la Rule 436 (g).

I. LA INCORPORACIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITOS A LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

1. Consideraciones liminares

En general, las calificaciones emitidas por las agencias de rating están dirigidas a servir de referente a los inversores y tienen por objeto medir la solvencia de una entidad emisora de deuda o, en su caso, el nivel de riesgo asociado a una concreta emisión de deuda (1). Las calificaciones de créditos permiten a algunos inversores la toma de decisiones, refiriendo a tales valoraciones el riesgo de su inversión. Así pues,

(1) Mediante estas calificaciones se evalúa de manera directa o refleja la expectativa de retribución de quienes compran deuda, con lo que las agencias de calificación permiten a los inversores discriminar entre productos financieros. Para ello se sirven de una calificación referenciada a la posibilidad de cumplimiento con los términos en que se emite la deuda. Esto es, se valora el riesgo de incumplimiento y, por tanto, la posibilidad de satisfacción a los inversores del principal y de los intereses llegados los vencimientos de los correspondientes plazos. Estas evaluaciones se realizan desde parámetros conservadores, lo que supone tomar como referencia el nivel mínimo en la calidad de la deuda emitida que el emisor puede llegar a cubrir. Planteado en estos términos, y como las propias agencias de calificación recuerdan de manera constante, sólo se valora la confianza que puedan merecer las emisiones de deuda, por lo tanto, otras vías de financiación empresarial como, por ejemplo, las emisiones de nuevas acciones por parte de las sociedades, como consecuencia de un aumento de capital

se presupone que los inversores confían en las evaluaciones emitidas por las agencias de rating llegado el momento de comprar deuda, sobre todo respecto de las emisiones que alcanzan las más altas calificaciones (AAA). Esta forma de proceder puede justificarse, en parte, por la existencia de diversos productos financieros en los mercados, muchos de los cuales son, además, muy complejos. Otros inversores, en este caso los profesionales, recurren a las calificaciones crediticias no sólo para dar cumplimiento a instrucciones de sus clientes en relación con el tipo de producto financiero que les interesa, sino, en ocasiones, para dar cumplimiento a exigencias reguladoras de los mercados. En efecto, la normativa reguladora de los mercados financieros prevé exigencias inversoras referidas a la calidad de los productos. Así, a ciertos intermediarios financieros se les impone no sólo la inversión en productos de determinada naturaleza, sino, también, exigencias de capitalización en atención a ciertos niveles de riesgo. Las calificaciones emitidas por las agencias se incorporan en muchos casos para dar cumplimiento a tales demandas regulatorias. Esta manera de proceder supone que las calificaciones de créditos puedan llegar a tener, más allá de un puro valor informativo, un valor añadido que pudiera ser caracterizado como de sistémico.

Del estudio de las políticas de control y supervisión financiera se infiere la preocupación de los reguladores por el establecimiento de medidas aseguradoras de la calidad de las operaciones de las entidades canalizadoras del ahorro inversor. En el ámbito de estas políticas, se fomenta la inversión y la intermediación en la inversión en productos financieros de calidad. Entendiéndose esta cualificación en términos de seguridad, en contraposición a la inversión en productos con un mayor riesgo asociado. El objetivo último que se pretende a través de estas políticas es el de la prevención de eventuales crisis estructurales de los sistemas financieros. Se introducen políticas funcionalmente orientadas a la prevención de la inversión especulativa de concretas entidades financieras fundamentalmente, como ya se advirtió, de aquéllas susceptibles de canalizar en mayor medida el ahorro inversor. Se justifica así que en muchos

---

con el que se busca financiación de forma análoga como se hace con las emisiones de obligaciones, no son susceptibles de calificación por estas entidades, habida cuenta de que carecen de referentes propios de las emisiones de deuda para valorar los rendimientos de la inversión: fechas de vencimiento, intereses sobre el principal, etc. Por otra parte, como las valoraciones sobre la emisión las suelen realizar las agencias en atención a información suministrada por los propios emisores, se advierte frecuentemente cómo tales evaluaciones no tienen más que un carácter propiamente informativo, con todo lo que ello conlleva. Las calificaciones de las agencias en la evaluación de las emisiones de deuda a largo plazo se articulan mediante combinaciones alfabéticas en letras mayúsculas o minúsculas. Así, por ejemplo, las calificaciones de Fitch y de Standard and Poor's, para productos de buena calidad (*investment grade*), son AAA, AA, y BBB; BB, B, CC, C y D son consideradas inversiones de riesgo especulativo. Moody's, por su parte, reserva las calificaciones Aaa, Aa, A, Baa para las emisiones de deuda *investment grade*, mientras que las emisiones de deuda más arriesgadas son calificadas con Ba, B, Caa, Ca y C. Con frecuencia se incorporan otras referencias para precisar el alcance de las evaluaciones. Moody's recurre a la numeración —1 al 3— , sirviendo el cardinal 1 para señalar que la calificación es la más alta dentro de cada una de las categorías, con el 2 se estaría en el nivel medio de riesgo asociado a la genérica calificación, reservándose el 3 para las calificaciones más bajas dentro de la genérica. Así Standard and Poor's y Fitch generalmente recalifican su evaluación incorporando + o - a la ya emitida. Con frecuencia se incorporan también previsiones sobre las perspectivas de futura evolución.

ordenamientos estas entidades que canalizan hacia la inversión un mayor volumen de ahorro de inversores no profesionales —bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y ciertos fondos de inversión— sean susceptibles de ver su actividad constreñida por disposiciones reguladoras que las orientan, mediata o inmediatamente, a invertir en productos financieros considerados de buena calidad, atendidas las resultas de las evaluaciones emitidas por alguna de las agencias de calificación de créditos. Y ello porque se considera que estos productos financieros son más seguros, atendida la valoración global de su rentabilidad y liquidez. Circunstancias estas que, en última instancia, dependen tanto de la calidad solvente de los emisores de la deuda como de los activos subyacentes.

La calidad de las emisiones de deuda, y la de las propias calificaciones, resultan difíciles de valorar tanto para los reguladores como para los inversores. Las agencias de rating se convierten entonces, al menos en abstracto, en instrumentos tendentes a facilitar la superación de las asimetrías de información concurrentes en los mercados financieros. Se instituyen en herramientas que facilitan una correcta asignación de los recursos. Sin embargo, debe advertirse cómo en su actividad confluye un conjunto de particularidades que condiciona su actuación. Las calificaciones que emiten son pronósticos de fallido de una determinada inversión, ya sea a corto o a largo plazo. Pero no sólo concurre esta circunstancia/incertidumbre, que ya de por sí hace peculiar la actividad de las agencias de rating. Las calificaciones emitidas por las agencias tienen carácter público, con lo que el acceso a la información que incorporan es libre. Sin embargo, la producción de esta información no lo es. Habitualmente las agencias de rating son remuneradas por sus servicios precisamente por las propias entidades objeto de evaluación o cuyas emisiones de deuda lo son. Empero, los destinatarios de la información —inversores y entidades reguladoras de los mercados financieros— acceden a esta información de manera gratuita. Por su parte, estos últimos desean que la información sea lo más objetiva y precisa posible. Sin embargo, los emisores de deuda prefieren evaluaciones positivas. Una evaluación positiva supone un ahorro de costes de emisión que facilita la colocación de la deuda y, por consiguiente, facilita obtener una financiación mejor y más barata. No debiendo obviarse a estos efectos lo ya advertido: que son las entidades emisoras de deuda las que pagan por su evaluación.

Atendido el anterior escenario, no queda sino colegir que para el correcto desarrollo de la labor de las agencias de rating resulta imprescindible la concurrencia de una reputación de independencia y pericia. Sólo así puede generarse la necesaria confianza en su actuación por parte de quienes participan en los mercados financieros. En efecto, la actividad de estas instituciones en sus primeros estadios cubría la necesidad de acceso a la información por parte de los inversores. Esta situación *de facto*, al margen de cualquier incidencia regulatoria, tenía como efecto inducido un control reflejo de la actividad de las agencias de calificación. El control que proporcionaba el mercado mismo. Los incentivos para una actuación objetiva de las agencias en la elaboración de

las calificaciones residían, pues, en la conservación de su reputación (*reputational capital*), como fundamento de su competitividad frente a otras entidades (2).

Ahora bien, el escenario que se acaba de introducir ha sufrido un importante embate habida cuenta de la trascendencia que se ha dado, y se continúa dando, a la actividad de las agencias de rating por parte de los reguladores de los mercados financieros. Desde el instante en que la labor de estas entidades adquiere relevancia administrativa, la situación expuesta sufre una alteración de no poca importancia. A la trascendencia informativa de las calificaciones de créditos, con el correspondiente ahorro en costes de información, se añade un valor atendida la opción normativa. Este proceder se justifica en la incorporación, para la salvaguarda del orden público económico, de los controles externos generados por la actividad de las agencias de rating sobre la base de su reputación de imparcialidad. La actuación de estas entidades pasa a instituirse en instrumento regulatorio de prevención de conductas no deseables para los mercados de deuda y, por tanto, se entiende que sirve para generar confianza tanto desde la perspectiva del emisor de la deuda como desde la del inversor. Las consecuencias de esta opción normativa parecen evidentes. Y es que, atendida la incorporación de las evaluaciones emitidas por las agencias de rating en la actividad de los reguladores, nos encontramos con que su trascendencia va más allá de su valor informativo *inter privatos*. La incorporación de las agencias de calificación de créditos al sistema regulador de las emisiones de deuda ha supuesto, en realidad, una parcial traslación de la labor supervisora de los mercados de instituciones públicas a instituciones privadas, una especie de externalización, *outsourcing*, de esta función (3).

No obstante, no puede desconocerse cómo esta opción normativa tiene también importantes costes asociados. Las agencias de calificación de créditos son compañías privadas cuya actividad, pese a la incidencia y al protagonismo progresivo que están adquiriendo, están sujetas a una todavía relativamente incipiente regulación en mercados financieros desarrollados, como son los de los Estados Unidos y la Comunidad Europea, careciendo por completo de regulación en otros muchos ordenamientos (4).

---

(2) Sobre este particular *vid.* CHOI S., "Market Lessons for Gatekeepers", *Nw.U.L.Rev.*, núm. 92, 1998, pp. 934-939.

(3) Así lo entiende RHODES, al afirmar, en relación con la introducción de estas medidas en los mercados financieros norteamericanos, cómo "*Federal regulatory reliance on rating agencies prevents intrussion of the Goverment into the field of securities analysis and conserves resources of federal regulators who are not as well —equipped to analyze securities issuances. A regulatory system that relies on ratings can become fine—tune, less costly for society, as well as simpler to apply for issuers*", vid. RHODES, A.K., "The role of the SEC in Rating Agencies; Well —Placed Reliance or Free— Market Interference?", *Seton Hall Legis j.*, núm. 20, 1996, p. 296.

(4) Lo que no ha sido óbice para que, tal y como vamos a ver para el caso norteamericano y comunitario, no hayan sido tenidas en cuenta en su actuación por el legislador en la regulación de la normativa propia del sector financiero. Es llamativo, sin embargo, y tal y como pone de relieve SCHWARCZ, que en países con unos mercados financieros que pudieran considerarse *prima facie* menos sofisticados sí se haya procedido a una regulación sustantiva de las agencias de calificación crediticia. Así, países de Latinoamérica como Argentina, Bolivia, Uruguay, México, Paraguay, Chile y Perú y del Lejano Oriente como Malasia, Corea y Taiwán, han regulado estas compañías introduciendo

2. Basilea I y II

Los reguladores de los mercados financieros tanto en los Estados Unidos como en Europa integran en la configuración del régimen regulatorio de los mercados a las evaluaciones de las agencias de calificación (5). En el caso concreto de los Estados

---

requisitos de capitalización, de experiencia de su personal, estableciendo mecanismos que aseguren su independencia y, por último, habilitando sistemas de calificación operativos. Por ejemplo, tanto en Argentina como en Chile se exigen a las agencias de calificación el envío de los métodos y criterios de evaluación de las calificaciones. Así en el caso de la República Argentina las referidas condiciones se desarrollan en el Decreto Nacional 656/92, que establece el régimen para las emisiones de oferta pública de emisión de títulos valores privados. En esta disposición se prevé que la Comisión Nacional de Valores lleve un registro de estas Sociedades. En el caso de Chile el régimen se recoge en la Ley 18045, de 22 de octubre de 1981, del Mercado de Valores y, concretamente, en su artículo 76. Para más referencias vid. SCHWARCZ S.L., "Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox", *University of Illinois Law Review*, núm. 3, 2002, pp. 4-5. Mientras que en los Estados Unidos la actividad de las agencias ha venido ocupando la atención del legislador, en particular tras la promulgación de la *Credit Rating Reform Act* de 2006, en vigor desde el 27 de junio de 2007, en la Comunidad Europea no ha sido sino hasta tiempos muy recientes que se ha procedido de manera directa a regular la actividad de las agencias. Si bien esto es así, no es menos cierto que existen referencias a la actividad de las agencias tanto en la normativa reguladora de la actividad bancaria como, también, en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) que puede consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:ES:PDF>. En un comunicado emitido en 2006 —"Comunicación de la Comisión sobre las agencias de calificación crediticia (2006/ C 59/ 02)" vid. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:ES:PDF>— la Comisión Europea manifestó la conveniencia de que las agencias suscribieran de manera voluntaria el Código de Conducta de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) de 2004, previéndose medidas para efectuar un seguimiento de tal implantación sobre una política de *comply or explain*. Para ello se comisionó al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CESR) y, también, para que en su informe anual incorporase valoraciones relativas de determinadas circunstancias de particular interés en la actuación de las agencias de rating. Atendida, entre otros extremos, la trascendencia regulatoria que había adquirido el recurso a las calificaciones crediticias, se publica el Reglamento CE 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación de créditos (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:ES:PDF>). A través de esta disposición se establece un marco normativo común con respecto a la mejora de la calidad de las calificaciones crediticias utilizadas por las entidades financieras y las personas sujetas a las disposiciones regulatorias de los mercados financieros armonizadas en el marco de la Comunidad Europea. Se introducen así disposiciones tendentes a prevenir conflictos de intereses, a asegurar la calidad de las calificaciones crediititicias, la transparencia, se introducen previsiones normativas que afectan la gestión interna de las calificaciones y se introducen mecanismos de supervisión. En relación a este último punto, en el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible, en su redacción a 8 de enero de 2010, está prevista en su Disposición Adicional Séptima la incorporación de una Disposición Adicional Vigésima a la Ley del Mercado de Valores por la que se instituye el establecimiento de un específico régimen sancionador para las agencias sujetas a lo previsto en el Reglamento 1060/ 2009 atribuyéndose la función supervisora a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (*vid.* <http://www.meh.es/Documentacion/Publico/PortalVarios/Gesti%C3%B3n%20del%20Portal/Anteproyecto%20de%20ley%20de%20econom%C3%ADa%20sostenible,%208%20enero,%20rev1.pdf>).

(5) Para una visión general sobre los estadios iniciales de esta tendencia puede consultarse el trabajo del equipo dirigido por ADAMS, C., MATHIESON, D.J., y SCHINASI, G., "International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues", en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm>.

Unidos esta confianza se consolida a partir de 1975 con el fin de facilitar la aplicación de la denominada *Capital Net Rule* a los intermediarios en los mercados financieros. Sin embargo, en el caso de la Comunidad Europea la incorporación de estas referencias por parte de los reguladores no está aún tan afianzada como en el caso del regulador norteamericano (6).

Llegados a este punto hemos de referirnos a los trabajos y propuestas realizados en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea tiene como objetivo último asegurar la solvencia del sistema financiero en su conjunto (7). Para alcanzar este fin el Comité se ha ido ocupando del tratamiento de los tres grandes riesgos —de crédito, de mercado y operacional— a los que se pueden enfrentar las entidades financieras. Los niveles de exigencia que introduce el Comité de Supervisión Bancaria se han ido incrementando progresivamente con el objetivo de ajustarse lo más posible a los perfiles de riesgo de las entidades financieras. En 1988 el Comité aprobó el denominado Acuerdo de Capital de Basilea, conocido como Basilea I y ejecutado a partir de 1992, que introducía unas exigencias mínimas de recursos propios del 8 por 100 de los activos ponderados medios por

(6) En relación con esta afirmación el documento elaborado por el Comité de Basilea "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", pp. 41 y ss., Working Papers núm. 3, 2000, <http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf?noframes=1>. Debe advertirse, no obstante, que la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito reconocía la posibilidad de que los reguladores bancarios de los distintos Estados confiasen en las calificaciones de las agencias de rating para determinar las exigencias de capitalización a que debían hacer frente los bancos en atención a los distintos niveles de riesgo asociados a las emisiones de las distintas clases de deuda. En el caso concreto de la Directiva 93/6/CEE se permitía a los distintos organismos supervisores hacer caso omiso de esta previsión en los supuestos en que así lo aconsejasen las características de la emisión, del emisor, o de los mercados, o alguna combinación de estas características, vid, art. 2.12 de la Directiva 93/6, que puede consultarse en <http://www.cnmv.es/Portal/~/verDoc.axd?t={742fb60e-fa9d-4143-ae92-731a67d65fb8}>.

(7) Se trata de prevenir el riesgo de que el incumplimiento de las obligaciones por parte de un participante en el mercado financiero pueda hacer que otros participantes o instituciones financieras no sean capaces a su vez de cumplir con las suyas. Y ello porque tales incumplimientos pueden causar problemas significativos de liquidez o crédito, lo que puede amenazar la estabilidad de los mercados financieros. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es uno de los Comités que forman el Banco de Pagos Internacional. Ésta es una organización que fue fundada en 1930, con sede en Basilea y que se define a sí misma como "(u)na Organización Internacional que fomenta la cooperación monetaria y financiera a escala internacional y realiza la función de Banco para Bancos Centrales". El Comité de Basilea se creó en 1974 por los Gobernadores de los Bancos Centrales de los países que integran el G-10 con el propósito de coordinar la supervisión de los Bancos Internacionales. Este Comité es un foro de debate sobre el sector bancario con el objetivo de tratar de garantizar una supervisión eficaz de las actividades bancarias de todo el mundo. Debe advertirse entonces que sus recomendaciones tienen puramente tal alcance pero, sin embargo, la experiencia muestra cómo son de una considerable influencia. En efecto, aunque en un principio el cumplimiento de lo estipulado en el marco de los acuerdos del Comité de Basilea se dirige principalmente a las instituciones financieras que actúan a nivel internacional, por ser las que más riesgo sistémico están en condiciones de generar, en la práctica sus términos se suelen aplicar de forma voluntaria u obligatoria a casi todas las entidades de los sistemas financieros más desarrollados.

riesgo de crédito. A diferencia de lo establecido en Basilea I, que subordinaba las exigencias de capitalización para los bancos a la caracterización del producto financiero de referencia, el acuerdo de Basilea II de junio de 2004 introduce previsiones que actúan sobre la base de la solvencia del emisor de deuda (8).

En efecto, Basilea II ahonda en la política del establecimiento de una relación entre el capital regulatorio y los riesgos asumidos por las entidades de crédito (9). Como señala FERRERAS, a través de Basilea II se busca incentivar y recompensar a las entidades que "mejor conozcan y gestionen sus riesgos con la posibilidad de utilizar diferentes metodologías de cálculo de capital en función del nivel de conocimiento y gestión de la entidad. La idea es simple, cuanto más conozcas tu riesgo y mejor lo gestiones, la metodología que puedas utilizar para modelarlo será más avanzada y las exigencias de capital regulatorio serán menores" (10). En este sentido a nadie escapa que no sólo las entidades de crédito, a las que principalmente se refieren las recomendaciones de Basilea, sino también las empresas de inversión, de seguros, de reaseguro, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, y los fondos de pensiones pueden recurrir a las calificaciones crediticias como referente de cálculo de sus necesidades de capital a efectos de solvencia y para el cálculo de los riesgos derivados de su actividad de inversión.

---

(8) Los trabajos que concluyeron en la redacción de Basilea II se iniciaron en 1999. En junio del referido año el Comité de Basilea elaboró un informe —*A New Capital Adequacy Framework*— proponiendo el establecimiento de nuevos criterios llegado el momento de determinar las reservas de capital que deben habilitar los bancos para cubrir los riesgos asociados a los préstamos destinados a facilitar operaciones de titulación y retitulación de deuda. Se parte para ello del enfoque de que los requerimientos a que debe sujetarse la constitución de reservas de capital deben adecuarse y representar los riesgos del activo a que se referencia la deuda. El Comité de Basilea había venido recomendando, en relación con el riesgo de crédito de las emisiones deuda, una dotación capital por valor del 8 por 100 del préstamo. Sin embargo, en la propuesta de 1999, la cobertura para estos préstamos a particulares varía entre un 4 y un 12 por 100 justificándose esta horquilla en atención a la calidad crediticia que merezca el emisor de la deuda. Para atender a esta circunstancia se incorpora el recurso a las calificaciones emitidas por las agencias de rating. Así, por ejemplo, cuando los préstamos se realicen a firmas calificadas con AAA o AA de acuerdo con las referencias introducidas por Standard and Poor's, el capital de referencia será del 4 por 100 mientras que, sin embargo, en los supuestos en que las emisoras de deuda tengan una calificación Standard and Poor's entre un A- y B- el capital regulatorio se mantiene en un 8 por 100, pasando a ser de un 12 por 100 para los casos en que la calificación sea inferior a B-. Sobre estas referencias en la propuesta de 1999, y su crítica por considerarse excesivamente genéricas al no incorporar otros elementos en atención a las características de las firmas emisoras y de la deuda, vid. JACKSON, H.E., "The role of Credit Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy", en AA.VV., *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Hart Pub. Portland, Or. 2001, pp. 315-316.

(9) El documento puede consultarse en <http://www.bis.org/publ/bcbs107esp.pdf>. El capital regulatorio sería el nivel de capital exigido por el regulador, a diferencia del capital económico, que se, establecería en atención al nivel de capital que exigirían los accionistas de un banco en ausencia de regulación. Mediante las previsiones relativas al capital regulatorio se pretende —como objetivo último— evitar el riesgo sistémico, es decir, asegurar la solvencia del sistema financiero en su conjunto.

(10) *Vid.* FERRERAS SALAGRE, A., *Riesgo operacional. Enfoque de distribución de pérdidas en la práctica*, CES, Madrid, 2008, pp. 31-32.

Las recomendaciones de Basilea II se ordenan en torno a tres pilares complementarios: un primer pilar, que establece las que son las exigencias de capital mínimo, y al que se le añaden otros dos, dedicados, uno al proceso de revisión supervisora, y el otro a la información que los bancos deben suministrar a los mercados. A los efectos que a nosotros más nos interesan ahora vamos a centrarnos en el primero de los pilares, que se ocupa de regular la forma de calcular el capital mínimo necesario para la cobertura de los riesgos de crédito tanto operacional como de mercado. Se pretende que las entidades financieras estén en condiciones de presentar una dotación de capital acorde con sus perfiles de riesgo y de gestión. Para ello se establece un abanico de alternativas de medición adaptadas a la complejidad de la actividad de las distintas entidades. En lo que a la medición de los riesgos de crédito se refiere se introducen dos sistemas: el denominado sistema estándar (*standardized approach*) y el avanzado (11). El sistema estándar incorpora la posibilidad de que las entidades de crédito determinen los riesgos del crédito operacional en atención a valoraciones emitidas por Instituciones Externas de Evaluación de Crédito (*External Credit Assesment Institutions*, ECAI) que, ahora y a diferencia de lo previsto en Basilea I, van a relacionar su ponderación con las calificaciones que merezcan los acreditados. Dentro de las entidades susceptibles de ser consideradas como ECAI a efectos regulatorios están las agencias de calificación crediticia, siempre y cuando reúnan determinados criterios de objetividad, independencia, apertura internacional, transparencia, divulgación, recursos y credibilidad (12).

A la luz de la última crisis financiera y la experiencia en la aplicación de las medidas que incorpora Basilea II, el Comité de Supervisión Bancaria ha replanteado y revisado el alcance y los términos de la incorporación de las agencias de calificación

---

(11) A diferencia del método estándar, el método avanzado se basa en las calificaciones internas que puedan merecer la concreta emisión de deuda. En estos casos las ponderaciones se obtienen partiendo de los factores de riesgo que se emplean en el cálculo de los ratings internos que los bancos utilizan en su actividad diaria de análisis de riesgo operacional. Como uno puede imaginarse, la regulación de la fórmula del cálculo del capital mínimo necesario para la cobertura de los riesgos, tanto de crédito, operacional y de mercado, reviste una enorme complejidad. El enfoque por el que se ha optado en Basilea II es evolutivo, en el sentido de que permite que las entidades que inicialmente apliquen enfoques más sencillos puedan llegar a utilizar los medios más complejos a medida que se vayan perfeccionando sus sistemas de medición y de control de riesgos. Esta evolución se incentiva, además, reduciendo las exigencias de capitalización cuanto más sensible sea el enfoque adoptado.

(12) Para ver los requisitos que han de cumplir las ECAI vid. párrafo 91 del Acuerdo Basilea II de Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital. En la actualidad, y en el documento sometido a consulta por el que se establecen medidas para fortalecer la capacidad de recuperación del sector bancario (*Consultative Proposal to Strengthen the Resilience of the Banking Sector)* al que inmediatamente vamos a referirnos, se han incorporado propuestas en el sentido de que los supervisores de cada Estado sometan a una evaluación continuada la concurrencia de los requisitos que han de concurrir para la asignación del estatuto de ECAI. Se valora establecer asimismo la conveniencia de que en su actividad evaluadora de la concurrencia de las exigencias ECAI los supervisores también se remitan al *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* del IOSCO —Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV)— el documento puede consultarse en <www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>. El IOSCO —al que ya tuvimos ocasión de referirnos, vid. *supra* nota 4— ha venido ocupándose en la elaboración de un informe referido al papel desempeñado por las

de créditos en sus postulados regulatorios. En julio de 2009, se publicaron las medidas para la mejora de Basilea II (*Enhancements to the Basel II Framework*) (13). En relación con las emisiones de deuda titulizada se exige ahora que las entidades de crédito procedan también a la realización de una valoración interna, informándose de la calidad de los activos subyacentes. En el ejercicio de las que constituyen sus metas últimas, el Comité de Supervisión Bancaria ha continuado ponderando e impulsando medidas en aras de la correcta implantación y desarrollo de Basilea II. Sus reuniones celebradas los días 8 y 9 de diciembre de 2009 concluyeron con la publicación de un documento para consulta pública en el que se valora la introducción de medidas para fortalecer la recuperación de las entidades de crédito (*Consultative Proposals to Strengthen the Resilience of the Banking Sector*) (14). En este documento se incorporan propuestas tendentes a aligerar la confianza que a efectos regulatorios se daba a las calificaciones de deuda. Entiende el Comité de Supervisión que la crisis estructural del sistema financiero ha puesto de manifiesto, entre otros extremos, ciertas deficiencias en la aproximación y tratamiento a las calificaciones de deuda a efectos regulatorios. Se entiende que la incorporación de estas calificaciones externas ha resultado en un descuido por parte de las entidades financieras. Se echa en falta una actuación interna orientada al entendimiento y evaluación de los productos financieros calificados. Una vez incorporada esta premisa, el Comité ha identificado ciertos problemas originados por el recurso a valoraciones externas en la concreción de las exigencias de capital regulatorio.

Así, se apunta, esta confianza en las calificaciones externas ha resultado en un descuido de las entidades de crédito en lo que a sus sistemas internos de valoración del riesgo se refiere. Del mismo modo, la incorporación de las calificaciones a efectos regulatorios ha supuesto la reorientación de las calificaciones a un objetivo de bondad, en detrimento, entiende el Comité, del rigor y la precisión. La justificación de esta situación se encuentra en el interés de emisores, colocadores e inversores en deuda por las emisiones que gozan de buenas calificaciones. Las menores exigencias de capital

---

agencias de rating en los mercados financieros mundiales desde 2003. El objetivo era el establecimiento de conjunto de principios rectores que se consideran deben concurrir en la correcta elaboración de los procesos de emisión de calificaciones de deuda. Estos principios —dirigidos a las entidades reguladoras y supervisoras, a las propias agencias de calificación de créditos y a los demás partícipes en los mercados financieros— resultó en diciembre de 2004 en un código deontológico referido a las agencias de calificación. Los principios del Código IOSCO se dirigen a cualquier tipo de agencia de calificación, con independencia de las metodologías que incorporen en su actividad, y tratan de adaptarse a la actuación de las agencias en distintos mercados financieros regulados. El Código comprende más de 50 medidas dirigidas a prevenir situaciones de conflicto de interés, asegurar el uso adecuado de las metodologías de valoración por parte de las agencias, asegurar que los inversores puedan acceder adecuadamente al suministro de la información que requieran y, con carácter general, tratar de garantizar la calidad del proceso de elaboración y suministro de información a los mercados. Por su parte, en el documento elaborado por el Comité de Supervisión que se somete a valoración pública se plantea también la conveniencia de introducir en Basilea II otras medidas orientadas, principalmente, a asegurar la transparencia en la actuación de las agencias de calificación.

(13) Este documento puede consultarse en <http://www.bis.org/publ/bcbs157.org>.

(14) Este documento puede consultarse en <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf?noframes=1>.

regulatorio asociadas a las inversiones que gocen de buena calificación las hace más atractivas, permitiendo mejorar las condiciones tanto de su oferta como de colocación entre inversores institucionales. Por último, y en lo que a los *incentivos negativos* asociados a la incorporación de las calificaciones de deuda se refiere, se llama la atención sobre la importancia del *corte* de referencia asociado a las valoraciones que han de tener las calificaciones a efectos regulatorios (*cliff effect*). Y ello porque tal situación puede resultar en que las entidades de crédito confíen en la inversión por encima del corte, despreciando las calificaciones por debajo.

Sin embargo, y pese a la expresión de estas preocupaciones, en el texto que se somete a escrutinio el Comité se limita, en relación con el tema que ahora nos interesa, a promover tanto mayores exigencias en la evaluación y actuación de las entidades calificadas como ECAI como la introducción de controles de evaluación de deuda internos por parte de las entidades de crédito. Y es que, sin perjuicio del relieve de los inconvenientes anudados a las calificaciones externas, se afirma cómo la eliminación de tales referencias en el ámbito Basilea II puede generar otros problemas en relación con la concreción de parámetros para el establecimiento de exigencias de capital regulatorio [(15)].

3. Las Directivas de Adecuación de Capital

La plasmación de los acuerdos de Basilea II se ha articulado en el ámbito de la Comunidad Europea a través de la modificación de dos Directivas: la Directiva 93/6/CEE sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito y la Directiva 2000/12/CE sobre acceso a la actividad de las entidades de crédito, también llamada de Coordinación Bancaria. En 2004, y con el objetivo de incorporar las recomendaciones de Basilea II, la Comisión Europea presentó sus propuestas, que cristalizaron en la aprobación, por el procedimiento de codecisión, de la Directiva 2006/49/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) [(16)] y la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de

---

(15) Según noticia publicada el pasado día 16 de febrero de 2010 en el diario económico *expansión*, el Banco de España se encuentra en la actualidad realizando trabajos de baremación de los costes que tendría para el sistema financiero español la reforma en los términos que incorpora la *Consultative Proposals to strengthen the resilience of the Banking Sector*. Para ello se han seleccionado siete entidades que se consideran representativas. Atendida la información publicada, se advierte cómo, por su perfil de negocio minorista, las nuevas exigencias de capitalización no supondrán un inconveniente grave para las entidades de crédito españolas. Se alerta, sin embargo, de que un endurecimiento en las exigencias de capitalización puede llegar a suponer una contracción en los actuales niveles de concesión de crédito.

(16) Publicada en el DO L 177 de 30 de junio de 2006, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0255:ES:PDF>.

crédito y a su ejercicio (refundición) [17]. A través de estas Directivas se pretende asegurar la aplicación de las pautas internacionales en materia de requisitos de capital adoptadas por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria en su documento Basilea II. Ambas Directivas establecen normas comunes con respecto a los riesgos de mercado a que están expuestas las empresas de inversión y las entidades de crédito. Además, la Directiva de Adecuación de Capital 2006/49 recoge normas complementarias para la supervisión no sólo de los riesgos de mercado, sino, también, de los riesgos operativos y de reputación [18].

Para la determinación del nivel de riesgo, que se instituye en presupuesto para proceder a la adecuación del capital a las necesidades concretas de cada operación, se han incorporado tres enfoques: un enfoque estándar, otro intermedio y otro avanzado. Las entidades financieras pueden elegir el que mejor les convenga. A efectos de calcular las exposiciones ponderadas por riesgos de mercado, y a los efectos que a nosotros más nos interesan, la Directiva 2006/48, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, prevé en su artículo 80 cómo "(a) la hora de calcular las exposiciones ponderadas por riesgo, a todas las exposiciones se les aplicarán ponderaciones de riesgo, a menos que se deduzcan de los fondos propios (…). La aplicación de las ponderaciones de riesgo se basará en la categoría de exposición a la cual se asigne la exposición y, (…), en su calidad crediticia. La calidad crediticia podrá determinarse por referencia a las evaluaciones de crédito de agencias de calificación externas (ECAI), de conformidad con lo dispuesto en los artículos 81 a 83, o a las evaluaciones de crédito de agencias de crédito a la exportación contempladas en la parte 1 del anexo VI". Los referidos arts. 81 a 83 de la Directiva 2006/48 determinan los requisitos que han de concurrir en una ECAI para que se considere como elegible y su evaluación sea atendida en los términos acogidos por el art. 80 de la Directiva.

Así pues, sólo puede recurrirse a las evaluaciones para la determinación de la ponderación de riesgo de una exposición cuando la ECAI haya sido reconocida como elegible, lo que supone que las autoridades competentes hayan considerado que su metodología de calificación cumple con los requisitos de objetividad, independencia, revisión continuada y transparencia, y que las calificaciones crediticias resultantes

---

[17] Publicada en el DO L 177 de 30 de junio de 2006, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0200:ES:PDF>.

[18] Corresponde a las autoridades supervisoras la determinación de los porcentajes de capitalización de referencia para la cobertura de los riesgos de inversión en atención al riesgo inherente a la emisión de deuda. Además de las Directivas, en el ámbito europeo se ha publicado el documento *Guidelines on the Implementation, Validation and Assessment of Advanced Measurement (Ama) and Internal Ratings Based (Irb) Approaches* (<http://www.c-ebs.org/getdoc/5b3ff026-4232-4644b593-d652fa6ed1ec/GL10.aspx>) elaborado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios. Mediante este documento se pretende establecer una guía relativa a los requisitos que han de concurrir en los modelos de riesgo operacional de las instituciones que deseen optar a la utilización de metodologías avanzadas en la evaluación de riesgos. Se busca homogeneizar los criterios de aprobación de los modelos avanzados a nivel europeo.

cumplen los requisitos de credibilidad y transparencia [19]. Las autoridades competentes harán pública una explicación del proceso de reconocimiento y una lista de ECAI elegibles. Una vez que una ECAI haya sido reconocida como competente por la autoridad correspondiente de un Estado miembro, las autoridades competentes de los demás Estados miembros pueden reconocer a la misma ECAI como elegible sin necesidad de llevar a cabo su propio proceso de evaluación [20].

En lo que a las agencias de calificación se refiere, el ya citado Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación [21] prevé expresamente que no se instituye en normativa sustitutiva del proceso para el reconocimiento de ECAI en los términos incorporados en la Directiva 2006/48. No obstante lo anterior, las agencias de calificación crediticia ya reconocidas como ECAI no están exentas de tener que proceder a la solicitud de registro como agencia de calificación, de conformidad con los términos resultantes del Reglamento mismo. Por su parte el art. 2.3 sanciona cómo el reconocimiento de una agencia de calificación de créditos como ECAI se sujeta ahora a su registro como tal agencia, de conformidad con lo previsto en el Reglamento 10060/2009 [22].

Ahora bien, antes de continuar debemos introducir una advertencia: el papel regulatorio que se da a las ECAI elegibles en el ámbito de las Directivas Europeas de Adecuación de Capital introduce unos contrapesos que, sin embargo, están ausentes en la configuración del papel que se atribuye a las agencias de rating registradas como Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs) en la ordenación de los mercados financieros en los Estados Unidos. En efecto, la valoración de los riesgos de los créditos no se confía en exclusiva a las evaluaciones de las ECAI sin

---

(19) A tal fin, las autoridades competentes han de tomar en consideración determinados criterios, *vid.* parte 2 del anexo VI de la Directiva. Se prevé asimismo cómo las autoridades competentes determinarán, teniendo en cuenta los criterios técnicos establecidos en la parte 2 del anexo VI, a qué grado de calidad crediticia de entre los contemplados en la parte 1 de dicho anexo deben asociarse las correspondientes calificaciones de crédito de una ECAI elegible. Tales determinaciones serán objetivas y coherentes.

(20) En la actualidad se está procediendo a la revisión de las Directivas en materia de Adecuación de Capital, manteniéndose las referencias a la incorporación a efectos regulatorios de las evaluaciones de las ECAI elegibles, *vid.* <http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm>.

(21) *Vid. supra* nota 4.

(22) En efecto, ello es así salvo que la agencia de calificación crediticia limite su actividad a las enumeradas en el art. 2.2 del Reglamento. De conformidad con las previsiones contenidas en el art. 40 del Reglamento en que se recogen las Disposiciones transitorias, resulta que, con carácter general, las agencias de calificación crediticia podrán presentar su solicitud de registro a partir del 7 de junio de 2010. Ahora bien, las agencias de calificación de créditos que hayan venido desarrollando su actividad en la Comunidad antes del 7 de junio de 2010, y que tengan previsto solicitar su registro con arreglo al Reglamento, han de adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento con sus previsiones como muy tarde el 7 de septiembre de 2010, que es la fecha tope para que estas agencias de calificación *existentes* puedan presentar su solicitud de registro. *Vid.* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:ES:PDF>.

ulteriores prevenciones. Las Directivas Europeas de Adecuación de Capital han incorporado los mecanismos de correspondencia (*mapping*) que se preveían en los párrafos 92 a 95 de Basilea II, introduciendo de este modo correcciones en las concretas evaluaciones que hubieran llevado a cabo las ECAI elegibles cuando concurran determinadas circunstancias, pudiendo incluso llegar a corregirse al alza y con carácter general el nivel de riesgo asociado a las valoraciones emitidas por las ECAI [23].

Del mismo modo hemos de poner de relieve otra circunstancia. Al margen de que este trabajo se centre en las agencias de calificación crediticia, atendido el papel que tienen asignadas como NRSROs en la regulación de los mercados de valores norteamericanos, en el ámbito de la Comunidad Europea la asignación de la cualidad de ECAI no se reserva sólo para las agencias de calificación crediticia, sino que pueden incorporarse a la categoría otras entidades susceptibles de valorar la solvencia de los emisores o de las emisiones de deuda [24].

---

[23] Los costes asociados al recurso a las ECAI para las entidades supervisoras europeas son más altos que para el regulador norteamericano. Para este último, los costes de información previa al reconocimiento administrativo de las agencias de calificación como NRSROs se minimizan y los del seguimiento de su actuación son, hasta el momento, prácticamente inexistentes. En la esfera comunitaria, sin embargo, se han incorporado a través de las Directivas estos mecanismos de valoración de correspondencia (*mapping*). De este modo se introducen pautas de monitorización en la actuación de las ECAI elegibles, con la intención de perfeccionar el sistema para dotarlo de mayor objetividad. Con el propósito de diferenciar los grados relativos de riesgo reflejados en cada calificación, las autoridades competentes van a tener presente una serie de parámetros cuantitativos y cualitativos. En lo que a los factores cuantitativos se refiere, se atiende a la tasa de impago a largo plazo asociada a todos los elementos a los que se hubiera asignado la misma calificación crediticia. Para ello se recaban de las ECAI una estimación de la tasa de impago a largo plazo asociada a todos los elementos a los que se asigne la misma calificación crediticia. En lo que a los factores cualitativos se refiere, las autoridades competentes tendrán en cuenta elementos tales como el grupo de emisores cubierto por cada ECAI, la gama de calificaciones asignadas, el significado de cada calificación, así como la definición del impago utilizada por la ECAI. Del mismo modo, y ahora en términos generales atendida su actuación, las valoraciones emitidas por una concreta ECAI pueden, incluso, llegar a ser corregidas. En efecto, las autoridades competentes van a estar en condiciones de contrastar las tasas de impago registradas en las diferentes calificaciones de crédito de una determinada ECAI. Con la información recopilada van a estar en situación de introducir referencias, atendidas las tasas registradas por otras ECAI con un grupo de emisores que, en opinión de las autoridades competentes, presenten un mismo nivel de riesgo crediticio. Cuando las autoridades competentes consideren que las tasas de impago observadas en una calificación crediticia de una determinada ECAI son sustancial y sistemáticamente superiores a la tasa de referencia, asignarán a dicha calificación un nivel más alto en el baremo de evaluación de la calidad crediticia. Cuando las autoridades competentes hayan aumentado la ponderación de riesgo asociada a una calificación crediticia de una ECAI determinada, si ésta demuestra que las tasas de impago observadas para su calificación crediticia han dejado de situarse de forma sustancial y sistemática por encima de la tasa de referencia, las autoridades competentes podrán restablecer el nivel de calidad crediticia original correspondiente a la calificación de la ECAI en el baremo de evaluación de la calidad crediticia.

[24] La ejecución de las Directivas Europeas en materia de Adecuación de Capital se ha llevado a cabo mediante 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, publicada en el BOE núm. 140, de 10 de

4. La actuación de las agencias de calificación durante la crisis *subprime*

La pérdida de reputación de las agencias de calificación se debe, entre otras circunstancias, a su actuación en algunos de los escándalos financieros más recientes. Con la crisis del sudeste asiático en 1998 empezaron a oírse críticas a la actuación de estas instituciones, y lo mismo sucedió con la crisis de las *dot com* a fines del siglo pasado. Pero han sido sobre todo los escándalos financieros de principios de este siglo —el de las firmas de auditoría y, más recientemente, la crisis financiera consecuencia, entre otros factores, de la concesión de hipotecas *subprime*— los que más claramente han puesto en evidencia los claroscuros concurrentes en la actuación de estas entidades.

Las agencias de rating han adquirido a su pesar un particular protagonismo llegado el momento del análisis de las circunstancias que abocaron a la crisis financiera *subprime*. Muy pronto, si bien siempre tras el estallido de la crisis en agosto de 2007, se hizo evidente cómo las agencias de rating habían sobrevalorado las emisiones de deuda hipotecaria, contribuyendo, de este modo, a la creación y consolidación de la conocida como *burbuja inmobiliaria*. En este sentido se ha considerado que las agencias de calificación crediticia no reflejaron en sus valoraciones el deterioro de las condiciones del mercado del crédito inmobiliario con la suficiente prontitud y, por otra parte, que tampoco estuvieron ni atentas ni afortunadas en los ajustes que demandó la agravación de la crisis, una vez producido el colapso de la deuda *subprime*.

Entre las primeras críticas vertidas sobre las agencias han destacado las relativas a la prestación de *ancillary services*. Se advierte cómo la realización de actividades auxiliares por las agencias no debiera resultar en un compromiso de su independencia o integridad. Sin embargo, en la actuación de las agencias de rating también subyace aquí un conflicto de interés que se hizo evidente una vez producida esta última crisis financiera, atendida su imbricación con el mercado de la financiación hipotecaria. A raíz de esta crisis se ha llamado la atención sobre la circunstancia de que en muchas ocasiones la labor de las agencias de rating no se limita a la calificación de emisiones de deuda. La confluencia en su actividad de prestaciones de servicio de consultoría, por ejemplo, ha resultado en acusaciones de participación en el diseño de productos financieros que, en un momento posterior, iban también a evaluar [25].

---

junio de 2008. Corrección de errores y erratas en el BOE de 26 de julio, <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/normativa/circu/c200803.pdf>. Completando la Circular, el Banco de España ha publicado el 3 de septiembre de 2008 la "Guía para la aplicación del Método Estándar en la determinación de los recursos propios por riesgo operacional"; en esta guía se detallan los mecanismos y exigencias que deben incorporar y respetar las entidades bajo la supervisión del Banco de España para la aplicación del modelo estándar. Puede consultarse en <http://www.bde.es/regulacion/regulacion/Guia_Metodo_Estandar_RO_publicacion.pdf>.

[25] *Vid.* en relación con una emisión de productos financieros estructurados las consideraciones en *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, F. Supp.2d, 2009 WL 2828018, at *9 (SDNY 2009).

Pero no se detiene ahí el escrutinio a que ahora se somete la actividad de las agencias de calificación. La caracterización de las agencias como instrumentos de las políticas reguladoras, bien como ECAI en el caso europeo o como NRSROs en el caso norteamericano, ha traído un nuevo enfoque que aleja a las agencias de su función informativa inicial y las introduce en un entorno administrativo que redefine su actuación. Las evaluaciones financieras que emitían las agencias en su configuración primigenia incidían, precisamente, en la esfera de los costes de información en aras de su minoración. Una errónea información afectaba de manera inmediata a la cartera del inversor, y de forma mediata, y aquí siempre en sentido negativo, a la reputación de la agencia de calificación que había emitido la información y a la de las agencias de calificación, al sector, en general. Tanto los emisores como los inversores, ante una ineficiente actuación de las agencias de calificación, podían tratar de obtener la información financiera acudiendo a otras fuentes. Sin embargo, el contexto de actuación de las agencias ha cambiado radicalmente a partir del momento en que se incorpora al engranaje regulatorio. En la actualidad el recurso a estas instituciones pudiera llegar a justificarse al margen del valor informativo real de sus calificaciones.

La evaluación de las agencias de calificación, concurriendo determinadas circunstancias, tiene entonces tanto para los emisores de deuda como para ciertos inversores institucionales un valor añadido al margen del puramente informativo. Atendidas las exigencias regulatorias, determinados inversores institucionales deben necesariamente incorporar a sus carteras deuda calificada como *investment grade*. Ante esta circunstancia las calificaciones de las agencias condicionan y orientan su actividad inversora (26). Ahora respecto de los emisores de deuda, la concurrencia de evaluaciones positivas no sólo hace que las emisiones resulten más atractivas para el público inversor llegado el momento de su colocación, también facilita el cumplimiento de las exigencias normativas implicadas en su emisión con la subsiguiente minoración de costes. La calificación de las agencias incide, pues, en el proceso mismo de la emisión de deuda pública, incorporándose ya como circunstancia discriminatoria en un estadio primero, como es el relativo a las condiciones de tramitación administrativa de su realización. Así pues, cuanto más solvente se muestre una entidad o más confianza merezca una concreta emisión de deuda, mejor es su rating, lo que contribuye, por consiguiente, a que la entidad evaluada pueda optar a más y mejores —más baratas— fuentes de financiación y la emisión tener una más fácil aceptación. Enlazando con esta última circunstancia, también debe advertirse cómo muy frecuentemente las agencias de calificación en su actuación operan bajo un esquema *issuer-pays,* lo que significa que sus calificaciones son pagadas por quien propone que se realicen, que no es otro que el emisor de la deuda. Se comprende entonces que sobre una buena calificación puedan llegar a concurrir dos intereses. El emisor tiene un interés en la obtención de la mejor calificación posible y, por su parte, la agencia de calificación tiene interés en consolidar su clientela.

---

(26) *Vid.* "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", *Working Papers* núm. 3, 2000, p. 13, <http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf?noframes=1>.

Atendidos los incentivos generados tanto por la circunstancia de que sean los propios emisores los que las contraten, como por la incorporación de incentivos regulatorios al recurso a las calificaciones, han surgido dudas en relación a si las agencias están en condiciones de emitir calificaciones objetivas. A estas preocupaciones se añade además otra, corolario de las anteriores: la constatación de la existencia de lo que se ha dado en llamar *rating shopping* por los emisores de títulos de deuda pública a los mercados. Y es que estos últimos se permiten solicitar propuestas de calificación a las distintas entidades, y elegir de entre ellas la que más conveniente les resulte. Y no sólo para una entera emisión, sino, incluso, para las distintas series de una concreta emisión de deuda.

Todos estos condicionantes —conflictos de interés, justificación del recurso a las evaluaciones en términos de conveniencia administrativa, elección a la carta de calificaciones, etc…— se han puesto en evidencia recientemente en atención a las particulares circunstancias que resultaron en la crisis financiera *subprime* (27). En efecto, las calificaciones de créditos juegan un papel nada desdeñable en el mercado de la emisión y negociación de deuda hipotecaria. La correcta emisión y los correctos flujos de información financiera inciden en la liquidez de los mercados de títulos hipotecarios, haciéndolos, de este modo, más atractivos para la inversión. Sin embargo, tal y como vamos a tener ocasión de comprobar en relación con el mercado norteamericano, la actuación de las agencias de calificación de créditos distó de ser precisa en sus calificaciones y correcciones.

Debe advertirse, no obstante, que en período de euforia en los mercados, y no cabe duda de que la burbuja inmobiliaria ha tenido su correlativa burbuja en la emisión y compra de títulos hipotecarios, las valoraciones de las agencias de calificación adquieren un menor relieve atendida la evidente propensión a la inversión. En este entorno las calificaciones crediticias se instituyen, en ocasiones, en una formalidad añadida por el protocolo de actuación en los mercados. Esta circunstancia puede presentarse como atenuante para justificar una cierta pérdida de independencia en la actuación de las agencias de calificación. Y ello porque el coste, en términos de reputación, que puede llegar a suponer un error en la calificación es menor en épocas de bonanza. Puede aventurarse que si se deja el libre juego del mercado, es de suponer que en épocas más delicadas la actuación de las agencias hubiera sido objeto de mayor escrutinio, lo que hubiera incidido en una mayor o menor confianza en sus evaluaciones y,

(27) Al principio de la década de los 2000, las entidades de crédito concedieron préstamos hipotecarios rebajando las exigencias de solvencia de sus clientes (préstamos *subprime*). Durante los primeros años no pareció que hubiese repercusión negativa alguna en relación con estas prácticas. Sin embargo, desde mediados de 2006 el valor de referencia de la vivienda se estancó, primero, para empezar a decrecer en un momento posterior. Esta circunstancia se vio acompañada de un aumento inicial de la morosidad en el pago de las cuotas de los préstamos hipotecarios para, en un momento posterior, empezarse a generalizar los fallidos de los deudores hipotecarios. Estas circunstancias, como no pudo ser de otro modo, se dejaron sentir en las condiciones de otorgamiento de préstamos hipotecarios y en la actividad de las entidades financieras, que vieron que tenían que asumir los fallidos llegado el momento de enfrentarse al vencimiento de sus obligaciones como emisores de deuda hipotecaria. Igualmente los efectos de esta crisis se sintieron por todas aquellas entidades que participan en los procesos de titulización y colocación de créditos hipotecarios. En particular, la crisis trajo consigo, asimismo, el escrutinio del papel que en estos procesos habían venido jugando las agencias de evaluación de crédito.

por tanto, en sus cuentas de resultados. Además, una vez diagnosticada la crisis, en atención a las nuevas y complejas situaciones que fueron surgiendo, la demanda por las calificaciones se vio incrementada por las incertidumbres que trufaban los mercados, lo que, por otra parte hizo más compleja y difícil su emisión. Constatada la ingente existencia de emisiones de títulos hipotecarios referidos a deuda *subprime*, así como el desarrollo de estrategias de inversión de alto riesgo, la tarea de las agencias de calificación se hizo aún más difícil.

Lo cierto es, en todo caso, que la actuación de las agencias de rating en la prevención de la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos no puede calificarse de afortunada. La calidad de sus pronósticos se puso en entredicho ante la falta de previsión de los cambios de tendencia que se operaron en el mercado hipotecario. Las referencias al escaso valor de sus calificaciones —tildadas de procíclicas— no se hicieron esperar. En efecto, a mediados de 2006 el crecimiento sostenido en el precio de la vivienda en los Estados Unidos que había servido para mantener el crecimiento de la concesión de créditos hipotecarios *subprime* se detuvo, para, en un momento posterior, empezar a declinar. Esta congelación, primero, y caída después, de los precios de la vivienda se acompañó de un importante incremento de fallidos préstamos hipotecarios. El incremento de fallidos se concentró fundamentalmente en los préstamos concedidos entre los años 2006 y 2007, lo que implica que los que accedieron a estos préstamos habían venido dejando de satisfacer las cuotas con anterioridad. De acuerdo con información suministrada por Moody's, en el cuarto trimestre de 2006, el porcentaje de fallidos en préstamos *subprime,* seis meses después de su concesión, alcanzaban un 3,54 por 100, un valor que casi cuadriplicaba los porcentajes de incumplimiento entre el primer trimestre de 2002 y el segundo trimestre de 2005. El problema se planteaba porque estos préstamos habían servido para la emisión de deuda hipotecaria, a la que había de hacerse frente. Las tasas de incumplimiento en los doce meses siguientes a la concesión del préstamo llegaron a un 7,39 por 100, muy alejada del 2,0 por 100 en que se encontraba la tasa de fallidos entre el primer cuatrimestre de 2002 y el segundo de 2005. La información suministrada por Standard and Poor's muestra un deterioro parecido en la ejecución de los préstamos hipotecarios más cercanos en el tiempo. De acuerdo con Standard and Poor's, las tasas de incumplimiento al año de su concesión de los préstamos *subprime* subyacentes a emisiones de títulos que fueron calificadas por la referida compañía eran de un 4,97 por 100 para los concedidos en 2005, de un 10,55 por 100 en 2006 y de un 15,19 por 100 en 2007.

Se ha hecho también referencia a la bajada de los precios de la vivienda. Así pues, junto con el deterioro en el rendimiento de los préstamos *subprime*, se produjo un incremento en las pérdidas resultantes de la ejecución de los préstamos hipotecarios. De acuerdo con Standard and Poor's, las pérdidas subyacentes a la ejecución de los préstamos *subprime* titulizados, a los doce meses de su concesión, en 2007 fueron superiores en un 65 por 100 a las pérdidas para los mismos productos en 2005. El incremento tanto de fallidos como de incumplimientos en los préstamos *subprime* titulizados cuyas emisiones fueron calificadas por las agencias de calificación había excedido, con mucho, lo que razonablemente podía preverse en atención a las calificaciones iniciales [28].

---

[28] Esta información suministrada por la SEC puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf>.

Además, los fallidos y ejecuciones de préstamos hipotecarios *subprime* resultaron en pérdidas que soportaron las emisiones de títulos de más baja calidad, y lo mismo puede afirmarse en relación a las obligaciones de deuda colateral. La reducción en las cantidades que debían abonarse mensualmente tanto de principal como de intereses de deuda de los préstamos titulizados sconllevan, no ya sólo la imposibilidad de cubrir las emisiones de títulos de peor calidad, sino, también, un incremento de riesgo para las de mejor calidad. En otras palabras, las pérdidas sufridas por las emisiones de menor calidad implican un deterioro en el nivel de mejora crediticia que es el primer elemento tenido en cuenta por las agencias de rating para reevaluar, y en muchos casos minorar, las calificaciones de estos instrumentos financieros [(29)]. La magnitud de las modificaciones a la baja de calificaciones, junto con la circunstancia de que muchas de ellas se produjeron tardíamente cuando ya habían sido descontadas por los mercados, trajeron consigo una pérdida en la confianza y en el valor que para los inversores resultaba de tales evaluaciones [(30)].

---

(29) De acuerdo con los datos recogidos por la SEC y que pueden consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf>. En febrero de 2008, Moody's había minorado la calificación crediticia de al menos una de las series del 94,2 por 100 de las emisiones de títulos que había calificado en 2006 (incluyendo el 100 por 100 de las emisiones que se sustentaban en préstamos *subprime* garantizados con segunda hipoteca) y el 76,9 por 100 de las emisiones de títulos sustentadas sobre hipotecas *subprime* que habían calificado en 2007. En conjunto, el 53,7 por 100 y el 39,2 por 100 de las series emitidas en 2006 y 2007 vieron cómo su calificación empeoraba. Las emisiones de 2006 de series respaldadas por préstamos asegurados con primera hipoteca vieron cómo su evaluación decaía en 6 puntos en relación con la que había sido su primera calificación, mientras que las series de títulos respaldados por segunda hipoteca bajaban una media de 9,7 puntos. Las respectivas valoraciones en 2007 —emisiones respaldadas por primera y segunda hipoteca— fueron rebajadas entre 5,6 y 7,8 puntos. En marzo de 2008, Standard and Poor's había bajado la calificación del 44,3 por 100 de las emisiones de títulos *subprime* que había calificado entre el primer cuatrimestre de 2005 y el tercer cuatrimestre de 2007, incluyendo el 87,2 por 100 de las emisiones respaldadas por préstamos asegurados, que en 2005 era de entre 4 y 5 puntos, mientras que en las emisiones de 2006 y 2007 la media de la minoración en la calificación fue de entre 6,0 y 11,0 puntos. Por su parte, Fitch, el 7 de diciembre de 2007, había rebajado la calificación de 1.229 de las 3.666 series de títulos *subprime* emitidos en 2006 y en el primer trimestre de 2007. El 1 de febrero de 2008, Fitch decidió dar una calificación negativa a todas las series de títulos respaldadas por hipotecas *subprime*.

(30) Pero éstas no han sido las únicas razones que pusieron a las agencias de calificación crediticias en el punto de mira de la crítica. También se ha llamado la atención sobre otras, tales como, por ejemplo, la dificultad en poder evaluar los riesgos subyacentes a los productos financieros estructurados y la falta de métodos contrastados y estandarizados para proceder a la evaluación de los riesgos, lo que ha traído consigo el que muchos inversores hayan optado por abandonar los mercados, incluso desconfiando de productos calificados con AAA. Esto se ha notado fundamentalmente en los inversores que, precisamente, más habían confiado en la información que les suministraban las agencias de calificación crediticia. Este hecho, como no puede ser de otro modo, se ha notado sensiblemente en la liquidez de los mercados de instrumentos financieros. Así se pone de manifiesto en la justificación de la necesidad de la reforma que se pretende a través de la *Wall Street and Consumer Protection Reform Act* propuesta a través de la House Financial Services Committee, Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises. Consultar la audiencia *Reforming Credit Rating Agencies* en <http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/pressCM_093009.shtml>.

Una vez presentada, de manera extremadamente concisa, la que ha sido la actuación de las agencias de rating en la crisis *subprime,* la duda que inmediatamente se plantea es la de si efectivamente la actividad desarrollada por estas entidades justifica la confianza que en ella han depositado los reguladores, en general, y, a efectos de la realización de este trabajo, el legislador norteamericano en particular. Nos vamos a centrar en este último caso en concreto porque la incorporación de las agencias de calificación al sistema regulatorio de los mercados financieros estadounidenses tiene una tradición de más de treinta años, durante los cuales ha sido sometido a prueba en más de una crisis financiera. De hecho la crisis de las hipotecas *subprime* junto con la anterior de Enron han servido de hitos para la introducción de políticas y propuestas tendentes a procurar un mayor seguimiento y control de la actuación de las agencias de rating y para, además, endurecer el régimen de su responsabilidad.

II. LA CARACTERIZACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE CRÉDITOS COMO NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS (NRSROS)

1. Introducción

En aras de facilitar el seguimiento de la que ha venido siendo la actuación de las agencias de calificación crediticia en los mercados financieros norteamericanos, nos parece interesante partir de presentar la que se instituye en la genérica justificación económica de su actividad. Atendiendo a la respuesta que las agencias de rating den a las necesidades que están llamadas a cubrir, parece que se facilita, al menos en línea de principio, la decantación de las razones justificativas de su preponderante presencia en los mercados. De este modo estaremos en condiciones de valorar si, tal y como sostienen algunos autores, la precitada situación es fiel reflejo del reconocimiento de su pericia en el desarrollo de la que constituye su más genuina actividad o, muy al contrario, obedece a la incorporación de factores exógenos y, en particular, a la incorporación de sus calificaciones en el contorno administrativo de los mercados.

Las agencias de calificación crediticia empezaron a desarrollar su actividad en los Estados Unidos en la primera mitad del siglo XX [31]. La función que han venido desarrollando desde entonces las agencias de calificación crediticia es la de valorar la

---

[31] Sobre el surgimiento de las agencias de calificación, retrotrayendo su análisis a los mercados de deuda en los Países Bajos en el siglo XVII, *vid.* SYLLA, R., "An Historical Primer on the Business of Credit Ratings" en AA.VV., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, The New York University Salomon Centre Series on Financial Markets and Institutions, Kluwer Academic Publishers, 2002, pp. 19 y ss. Si bien las necesidades subyacentes al establecimiento de fuentes de información sobre la solvencia de la contraparte en los negocios ha sido una necesidad de siempre, a medida que los mercados crecían durante el siglo XIX se hacían cada vez más evidentes la necesidad y los costes asociados a su cobertura, así como las ventajas que podía suponer el establecimiento de economías de escala a través de organizaciones que se ocupasen de facilitar la consecución y la posterior publicidad de la información. Puede apreciarse cómo la necesidad de información depurada y

confianza que merece una firma que emite deuda o una concreta emisión de deuda. Así pues, y como ya se sabe, a través de las calificaciones de crédito se logran minorar las asimetrías de información entre los emisores de la deuda y los potenciales inversores (32). Un número relativamente pequeño de agencias pueden realizar estas valoraciones cubriendo por esta vía los intereses de una cantidad importante de inversores, con lo que se logran economías de escala. Por otro lado, se advierte cómo los costes de las calificaciones no se consideran excesivos. Las tarifas marcadas por las agencias de calificación crediticia se adaptan a las situaciones de mercado, y varían en atención al volumen y complejidad de las operaciones que les son encomendadas. En sus precios las agencias de calificación incorporan en ocasiones los costes anudados al seguimiento de la realidad de la calificación realizada, y los justifican asimismo en atención a la

---

precisa se hace más acuciante tras una crisis. Es en esos momentos cuando se toma conciencia de la importancia que la información hubiera tenido como herramienta para haber evitado la crisis o, al menos, para haber minorado sus gravosas consecuencias. En 1873 hubo una crisis económica y una de sus víctimas fue un comerciante de seda llamado Lewis Tampan. Aunque no pudo salvar el negocio de seda que había fundado con su hermano, se sirvió de sus listas de clientes, tanto presentes como potenciales, y de la información que tenía sobre ellos. Tal información se reveló importante para otros colegas y en 1841 Tampan fundó una compañía dedicada a suministrar información a los mercados. La idea de Tampan funcionó y a finales del siglo XIX fue copiada por otros. Sobre todo en relación con las valoraciones de riesgo en las emisiones de obligaciones y otras emisiones de deuda. En 1890 la Poor's Publishing Company ya editaba su Poor's Manual, en el que incorporaba análisis de varias emisiones de deuda. A principio del siglo xx ya había varias firmas norteamericanas dedicadas a la elaboración de ránquines de deuda, sobre todo en relación con las emisiones de las empresas dedicadas a la construcción del ferrocarril. En 1909 John Moody publicaba su libro *Analysis of Railroad Investments,* en el que incorporaba un protocolo de valoración de emisiones de deuda. Moody's Investors Service se constituyó en 1914 y creó su departamento de calificación de créditos en 1922, y en 1924 sus calificaciones cubrían casi el 100 por 100 de las emisiones de deuda de los EE.UU. Para una presentación del surgimiento y evolución de las agencias de rating en EE.UU., *vid.* PARTNOY, F., "The Siskeel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Wash.U.L.Q.*, núm. 27, 1999, pp. 636-641; del mismo autor, ocupándose de la situación de las agencias de calificación durante los períodos de crisis de los años 30 y 70, "The Paradox of Credit Ratings" en AA.VV., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, The New York University Salomon Centre Series on Financial Markets and Institutions, Kluwer Academic Publishers, 2002, pp. 68-77. también ocupándose de presentar la evolución de las agencias de rating en los EE.UU. durante la primera parte del siglo XX, HILL C.A., "Regulating the Rating Agencies", *Wash.U.L.Q.*, núm. 82, 2004, pp. 46-49. Para ver la evolución de las agencias de rating en Europa, DILLON, T.J., "The International Rating Game. An Analysis of the liability of Rating Agencies in Europe, England and The United States", núm. 24, 1993, J. LAW & Pol'y Int'l Bus. pp. 783 y ss.

(32) En este sentido SCHWARCZ llega a establecer un paralelismo entre lo pretendido por la regulación en materia de mercado de valores y la actividad desarrollada por las agencias de calificación. Ahora bien, este autor, contrario a la regulación y control de la actividad de las agencias de calificación crediticia, concluye que en la regulación de los mercados de valores concurren otros elementos de tutela de un interés general que, de ser tenidos en cuenta en la regulación de las calificaciones, harían que éstas se vieran privadas de su razón de ser, que no es otra que la de suministrar una información objetiva a los mercados. *Vid.* SCHWARCZ, S.L., "Private Ordering of Public Markets...", *op. cit.,* pp. 10-11. Incidiendo en las ventajas de la desregulación y del libre juego de la competencia para que entidades como las agencias de calificación de créditos se vean incentivadas a actuar de la manera más precisa posible en sus evaluaciones, permitiendo de este modo una mejor asignación de los recursos, *vid.* CHOI, S., "Market Lessons for Gatekeepers", *Nw.U.L.Rev.*, núm. 92, 1998, pp. 934-939.

experiencia y formación de sus analistas y en el riesgo que supone para la agencia un eventual error en el pronóstico emitido [33].

Así las cosas, las agencias suministran información a los mercados, y concretamente a los inversores, a un coste menor que el que les supondría conseguir la información por sus propios medios. De hecho, y como regla general, tal información se suministra a los inversores a coste cero, ya que la información de las agencias de rating es costeada por los emisores de deuda (*issuer pays*). Y ello porque, el ahorro que este proceder genera para el inversor en costes de información incrementa el atractivo de la emisión de deuda, con lo que se facilita su colocación:

— Si cada inversor tuviera que soportar los costes de información, una emisión de deuda le generaría no sólo los de acceso a la información, sino, también, los resultantes de su salvaguarda. Esto último porque habría de incorporar mecanismos tendentes a prevenir que otros inversores accediesen a la información adquirida. Todo lo cual redunda en unos costes de inversión que para ser enjugados requieren de una correspondiente retribución que supone una mejora en términos de rentabilidad de la emisión de deuda y, por tanto, en una oferta de intereses más altos, con el consiguiente coste para el inversor.

— Pero además de minorar los costes de publicidad, el recurso a las calificaciones incorpora un juicio objetivo sobre la bondad de la emisión de deuda. Así la confianza que merece la información suministrada por las agencias redunda también en un ahorro de costes para el emisor. En términos de seguridad, una valoración positiva de la emisión de deuda para la agencia conlleva que para fortalecer su atractivo no se requiera una mejora en la oferta de los intereses de la emisión de deuda.

— Por último, los ahorros de costes a que se viene haciendo referencia pueden resultar en que el emisor se encuentre en condiciones de mejorar su oferta en términos de rentabilidad, con lo que lograría hacerla más atractiva a los inversores. Se facilita, pues, la toma de decisiones del emisor en atención a las circunstancias concurrentes en cada situación.

2. Las agencias de calificación y su actuación como NRSROs

2.1. Las *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)*

A partir de la primera mitad de la década de los 70 del pasado siglo, la Securities Exchange Commission (SEC) introduce previsiones que ponen de manifiesto su con-

---

[33] *Vid.* SCHWARCZ, S.L., "Private Ordering of Public Markets...", *op. cit.,* pp. 12-13. Se ha llegado a apuntar, sin embargo, que en ocasiones las agencias de calificación construyen su información sobre noticias ya conocidas en los mercados. Sobre este tipo de afirmaciones se volverá más adelante, pero en todo caso debe ponerse de manifiesto que, aun siendo esto así, lo cierto es que con el concurso de las agencias de calificación se consiguen minorar los costes de información también para el emisor, que se ve liberado de tener que proceder a su búsqueda. RHODES, A.K., "The role of the SEC...", *op. cit.,* pp. 294 y ss.

fianza en la actividad y valoraciones llevadas a cabo por las agencias de calificación de créditos. La primera de estas disposiciones se introdujo en 1973 (34). El término *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) para diferenciar a ciertas agencias de calificación consideradas especialmente consolidadas en el sector fue utilizado por primera vez por la SEC, también para la determinación de las exigencias de capitalización a que debían hacer frente los intermediarios financieros en relación con la calidad de las emisiones de deuda, en el año 1975 (35). A lo largo del tiempo la referencia a las NRSROs fue incorporándose a otras previsiones normativas tanto de carácter federal como estatal (36).

---

(34) En 1973 la SEC incorporó la Rule 15c3-1 de la *Securities Exchange Act* de 1934, que fue la primera de las normas en materia de mercado de valores que hacía referencia a las calificaciones crediticias. Esta disposición, referida a la negociación de deuda colateral, introducía ciertas previsiones en relación con el establecimiento de diferenciales de capitalización (*haircuts*). Al valorar una emisión de deuda, y atendido su nivel de riesgo, se requiere en ocasiones proceder a un recorte en su valor de mercado de tal modo que pueda llegar a constituirse un fondo de cobertura con el fin de responder a eventuales riesgos del mercado. Se trata, por tanto, de establecer un margen de seguridad —referido porcentualmente al valor de la emisión— de forma que, en caso de pérdidas sobrevenidas, bien por las fluctuaciones de los precios del mercado o por la falta de liquidez de los títulos, los intermediarios financieros cuenten con un colchón que les permita no tener que repercutir tales situaciones sobre otros inversores. Los fondos propios de las empresas de inversión o entidades de crédito pueden servir de este modo para absorber las pérdidas no cubiertas por un volumen suficiente de beneficios, garantizándose su continuidad y protegiendo a los inversores. Así las cosas, la SEC valoró positivamente que unos menores porcentajes de capitalización fueran de aplicación a las emisiones de deuda calificadas como *investment grade* por agencias de rating que tuviesen un cierto nivel de reconocimiento. Y ello porque se presupone que tal valoración se asocia a la circunstancia de que estas emisiones gozan de un mayor nivel de liquidez y un menor nivel de volatilidad que las otras que disfrutan de peores calificaciones. Atendidos estos planteamientos, la SEC estableció en la disposición 15c3-1, que desarrolla lo dispuesto en la *Securities Exchange Act* un mejor tratamiento, en el sentido de que este porcentaje que ha de deducirse del valor de mercado a que se negocia la deuda es menor, cuando el producto de referencia de la deuda colateral goce de mejores calificaciones emitidas por las agencias de calificación crediticia. Pese a que la norma a que venimos haciendo referencia es de 1973, PARTNOY pone de relieve cómo la confianza de los reguladores en las evaluaciones de las agencias de rating se retrotrae a la década de los treinta del siglo pasado, *vid.* PARTNOY, F., "The Siskel and Ebert...", *op. cit.,* pp. 686 y ss.; del mismo autor, "Historical Perspectives in the Financial Crisis: Ivan Kreuger, the Credit. Rating Agencies and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets", *YJR*, núm. 26, 2009, pp. 439-440.

(35) Ello bajo la conocida como *Net Capital Rule* de 1975, que introdujo modificaciones en la precitada Rule 15c3-1, incidiéndose en la pretensión de monitorizar la actividad de los intermediarios financieros que actúan en los mercados tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, *vid.* SEC Release núm. 34-11497 (26 de junio de 1975), 40 Fed. Reg. 29795 (16 de julio de 1975).

(36) Baste traer a colación unos ejemplos. Así resulta llamativa la circunstancia de que, cuando la *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* (SMMEA) de 1984 define qué se entiende a efectos de aplicación de la Exchange Act de 1934 por título hipotecario, incorpora la exigencia de que para que tales títulos puedan ser calificados propiamente como productos financieros han de haber obtenido una de las dos mejores calificaciones de crédito posibles por, al menos, una NRSRO. Más adelante, en 1989, el Congreso incorporó el concurso de las NRSROs en la *Federal Deposit Insurance Act*, estableciendo que las emisiones de deuda de las compañías no eran productos aptos para la inversión a menos que hubieran obtenido alguna de las más altas calificaciones, como mínimo por una NRSRO. Pero no sólo

Para que las calificaciones de una agencia de rating adquieran un valor añadido, facilitando los procesos administrativos implicados en la emisión de deuda, se precisa entonces que la agencia emisora de las calificaciones haya sido previamente reconocida por la SEC como una NRSRO. Las principales consecuencias de esta toma de postura son manifiestas:

— El beneficio que incorpora para una agencia de calificación este reconocimiento como NRSRO permite afirmar que la SEC, en su actuación, adquiere una potestad fáctica de control sobre la entrada de las agencias de calificación en un mercado que, a estos efectos, pudiera ser calificado como relevante (37).

— Por otro lado, a estas entidades privadas que son las agencias de calificación se les atribuye por esta vía un cierto estatuto de agente supervisor de la actuación de las entidades que intervienen en los mercados financieros. Sus calificaciones pasan a adquirir trascendencia regulatoria y, en cierto modo, a través de este proceder la SEC delega en ellas facultades de supervisión y control de los mercados financieros (38).

El hecho es, tal y como reconoce la propia SEC, que a lo largo del tiempo la referencia administrativa a las calificaciones emitidas por las NRSROs se ha generalizado (39), facilitándose y, por tanto, promoviéndose las emisiones de deuda que gocen de valoraciones emitidas por NRSROs (40), orientándose la inversión hacia la deuda que haya sido, bien calificada, o calificada al menos, por alguna de las NRSROs. Puede comprobarse entonces cómo el valor añadido que supone para una agencia de

---

en estos campos, el Departamento de Educación de los EE.UU. también recurre a las calificaciones de crédito emitidas por NRSROs para establecer los estándares de solvencia que han de concurrir en las instituciones que deseen participar en programas de ayuda financiera, tal y como se prevé en lo dispuesto en el Título IV de la *Higher Education Act*, de 1965, *vid.* también PARTNOY, F., "The Siskel and Ebert...", *op. cit.,* pp. 690 y ss.

(37) Incidiendo sobre este extremo de la introducción de barreras para el acceso al mercado de la emisión de calificaciones de créditos, las declaraciones de PAUL ATKINS, representante de la SEC "Speech by the SEC Commissioner: Remarks to the Institute of International Bankers" de 3 de marzo de 2008, que puede consultarse en <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch030308psa.htm>. *Vid.,* también, PARTNOY, F., "The Paradox", *op. cit.,* pp. 68-77, COFFEE J., "The Attorneys as Gatekeeper: An Agenda for the SEC", *Colum.L.Rev.*, núm. 103, 2003, nota 9, p. 1297. También PARTNOY llama la atención sobre la circunstancia de que este proceder ha facilitado la consolidación de las tres agencias de calificación que en ese momento operan en los Estados Unidos —Standard and Poor's, Ficth y Moody's—, dificultando la incorporación de nuevas entidades, *vid.* PARTNOY, F., *op. ult. cit.,* pp. 71-72.

(38) *Vid.* sobre este particular, SCHWARCZ, S.L., "Private Ordering of Public Markets...", *op. cit.,* pp. 1 y 6-8.

(39) *Vid.* su *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, enero de 2003, pp. 6 y 7, <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

(40) En el año 1982 la SEC introdujo previsiones en desarrollo de la *Securities Act* de 1933, estableciendo que cuando determinadas entidades pretendiesen realizar nuevas emisiones de títulos se iban a beneficiar de procedimientos de registro abreviados de las emisiones (*Form S-3 vid.* <http://www.sec.gov/about/forms/forms-3.pdf>). Esta modalidad quedaba reservada para aquellas

calificación de créditos ser reconocida como una NRSRO es sustancial. Y ello no sólo porque se incorpora la actividad de las instituciones que gozan de esta calificación al organigrama regulador configurado por la actividad propiamente normativa y supervisora instaurada tanto por el legislador como por la SEC, sino porque, además, se consolidan las referencias a estas calificaciones que devienen constantes también en un plano material en la actividad diaria de los mercados (41).

Atendidas las anteriores consideraciones, queda, sin embargo, por resolver una cuestión de no menor importancia: ¿qué se requiere para conseguir la calificación como NRSRO por parte de la SEC? Ya se adelanta, que la doctrina norteamericana ha puesto de relieve en reiteradas ocasiones como hasta tiempos relativamente próximos el procedimiento para el reconocimiento de tal estatuto distaba de ser transparente. Pese a su incorporación a diversas disposiciones regulatorias, no se disponía de una

---

compañías que estuviesen en condiciones de poder hacer constar que su evolución en los mercados había sido objeto de seguimiento por parte de los analistas financieros, o bien que la emisión había sido calificada como *investment grade* por una NRSRO. Adviértase que el planteamiento del regulador es alternativo. Con independencia de que la evolución de la compañía fuera seguida o no por los analistas de inversión, con que la concreta emisión que se pretendiese registrar hubiera obtenido una calificación que la hiciera recomendable para los inversores podía llegar a beneficiarse del procedimiento abreviado de registro. La tramitación abreviada del registro implica que se deje de suministrar determinada información que, sin embargo, debiera haberse aportado en el procedimiento ordinario. Esta opción normativa hace más atractivo el recurso a las calificaciones de crédito, con lo que, mediatamente, se busca la información y transparencia en las emisiones de deuda. Esto no obstante, la opción del regulador incorpora dos riesgos. En primer lugar, y aunque resulte paradójico, el de una menor información pública en el proceso de registro de las emisiones. Y, en segundo lugar, el de una peor elaboración de las calificaciones, habida cuenta no sólo del incremento de la demanda, sino, también, de la introducción de un interés administrativo más allá del puramente informativo. BOTTINI advierte de cómo los riesgos asumidos por el regulador se incrementan aún en una mayor medida si estas previsiones se relacionan con lo dispuesto en la Rule 415 de la *Securities Act*. Esta última norma permite que una compañía se registre en la SEC aunque no vaya emitir deuda de manera inmediata. Con ello se pretende facilitar la financiación de las compañías agilizándose el proceso de emisión de deuda de tal modo que llegado el momento se reduzcan los costes de oportunidad. Pues bien, si además de esto la compañía está en condiciones de beneficiarse de las ventajas de las *Form S-3*, en menos de cuarenta y ocho horas está en condiciones de emitir títulos, con independencia de que entre el momento del registro y el de la emisión de deuda sus circunstancias hayan variado de manera radical. *Vid.* BOTTINI, F.A., "An examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies", *San Diego L. Rev.*, núm. 30, 1993, pp. 603-607. Junto con estos, otros ejemplos de la incidencia administrativa de las calificaciones de las NRSROs se encuentran en la Rule 2(a)(7), que incorpora la SEC en desarrollo de lo dispuesto en la *Investment Company Act* de 1940 y que prevé que los fondos monetarios que invierten en renta fija a corto plazo sólo puedan hacerlo en productos financieros que alcancen determinadas valoraciones, utilizándose como índices financieros precisamente las calificaciones emitidas por NRSROs. Por su parte, la Rule 3(a)(7), que desarrolla el mismo cuerpo legal, establece que cuando la inversión vaya referida a productos estructurados, se exceptúan de los controles habituales las inversiones en productos estructurados cuyo subyacente se beneficie de la calificación reglamentariamente establecida; sobre la justificación de esta disposición *vid.* JACKSON, H.E., "The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment", *op. cit.,* p. 313. Para un listado de disposiciones en que se ponía de manifiesto esta confianza en la precisión de las estimaciones de las agencias de calificación, *vid.* BOTTINI F.A., *op. ult. cit.*, pp. 603608.

(41) Así lo pone de manifiesto PARTNOY, F., "The Paradox...", *op. cit.,* p. 75, al resaltar cómo en la actividad diaria de la SEC se confía en las calificaciones de las NRSROs llegado el momento de realizar valoraciones, recomendaciones, etc.

definición oficial de qué había de entenderse por una NRSRO ni, tampoco, de parámetros de referencia de cuáles habían de ser los requisitos que debían cubrir las entidades dedicadas a la calificación crediticia para que pudiesen ser consideradas como NRSROs (42).

Hasta 2006 no se establecieron los procedimientos y requisitos que debía cumplir una agencia de calificación de créditos para que pudiera considerarse una NRSRO. Lejos de tomas de postura generales, hasta ese momento se incurría en un casuismo que no se correspondía con la trascendencia administrativa reconocida a la actuación de las NRSROs. De la realidad referida da cuenta la SEC en su *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets* (43). Así el supervisor reconoce cómo en 1975, con la promulgación de la Net Capital Rule, que supuso la introducción de la categoría a la que venimos haciendo referencia, se decidió conferir el estatuto de NRSROs a las firmas Standard and Poor's, Moody's y Fitch porque, a juicio de la SEC, sus calificaciones eran referentes en todos los mercados norteamericanos, entendiéndose que de este modo se daba cobertura al espíritu de la norma recién publicada. En los años sucesivos y hasta enero de 2003, fecha de la publicación del *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, la SEC emitió cuatro *no action letters* por las que se atribuía la categoría de NRSROs a otras cuatro entidades (44). Ante las críticas recibidas por esta forma de actuación, la *Commission* se defendió arguyendo que a lo largo de este tiempo su personal había venido desarrollando un conjunto de criterios que le

---

(42) Criticando esta situación, *vid.* HILL C.A., "Regulating the Rating...", *op. cit.,* pp. 54-55.

(43) En enero de 2003 la SEC publica su *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operations of the Securities Markets*, en cumplimiento del mandato que le impone la Sect. 702 (b) de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (SOA), que expresamente le atribuye la tarea de identificar el papel que desempeñan las agencias de calificación de créditos y su importancia en el funcionamiento de los mercados financieros, *vid.* <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

(44) La actuación a través de las conocidas como *no action letters* es propia del regulador de los mercados financieros estadounidenses. Este procedimiento constituye una vía indirecta a través de la que se sanciona la autorización y el reconocimiento de la legalidad de determinadas situaciones. Para el caso concreto del reconocimiento de una agencia de calificación como NRSROs por parte del regulador, este particular proceder se actuaba del siguiente modo. Si la SEC entendía que una agencia de calificación podía ser considerada como NRSRO, a la consulta realizada por un intermediario financiero en relación a cuál iba a ser su reacción en el supuesto en que éste se sirviese de la calificación de tal agencia a los efectos legal o reglamentariamente previstos, la SEC emitía una *no action letter.* A través de este documento se ponía de manifiesto que, de verificarse tal situación, la *Commission* no iba a emprender ningún tipo de actuación en el ejercicio de sus facultades supervisoras y sancionadoras. Por el contrario, si la SEC entendía que la agencia de calificación no debía considerarse como una NRSRO, emitía una carta denegando la exención que, en otro caso, se habría inferido de una *no action letter. Vid.* <http://www.sec.gov/answers/noaction.htm>.

permitía valorar la pertinencia de la concesión del estatuto [45]. Como se advertía arriba, entre los años 1975 a 2003 la SEC emitió cuatro *no action letters* reconociendo el estatuto de NRSROs a otras cuatro agencias de calificación, si bien lo cierto es que en 2003 sólo se mantenían las tres grandes firmas que desde el primer momento se reconocieron como NRSROs, habida cuenta de que las cuatro anteriormente mencionadas se fusionaron o fueron absorbidas por las grandes. Así pues, hasta 2003 sólo tres agencias de rating disfrutaron con estabilidad de la consideración de NRSROs [46].

2.2. El escándalo Enron

En enero de 2002, tras el escándalo Enron, el *Committee* del Senado de los Estados Unidos *on Governmental Affairs* incoó una investigación para analizar la actuación de las instituciones consideradas con vocación de salvaguarda del correcto funcionamiento de los mercados financieros. El 20 de marzo de ese mismo año se convo-

---

[45] Para el desarrollo de este planteamiento *vid. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, p. 9. De acuerdo con BOTTINI y con la casuística por él recogida, *vid.* BOTTINI F.A., "An examination", *op. cit.,* pp. 611-613; llegado el momento de decidir, la *Divission of Market Regulation* de la SEC había establecido que el criterio por el que se orientaba en la decisión de conceder la designación como NRSRO de las agencias de calificación era el de valorar su implantación y el reconocimiento de sus calificaciones. Así en los casos en que tales calificaciones tuviesen un reconocimiento nacional, y además fuesen consideradas como precisas y merecedoras de confianza por los usuarios de los servicios de calificación crediticia, se reconocía a la emisora el estatuto de NRSRO. Ahora bien, también se ha admitido como se recurría a otros parámetros de valoración tales como la solvencia de sus fuentes de financiación, su base subjetiva y la preparación de sus miembros, su reputación en los mercados, sus protocolos de actuación y, en particular, el cumplimiento con los protocolos de prevención de un mal uso de la información que no se hace accesible a los mercados. Sobre este particular también *vid.* RHODES, A.K., "The Role of the SEC", *op. cit.,* p. 323.

[46] Desde 2003 a la actualidad, sin embargo, el número de NRSROs se ha incrementado hasta 10. Entre 2003 y 2005 la SEC asignó la categoría de NRSROs a otras dos agencias de calificación y, tras la promulgación de la *Credit Rating Agencies Reform Act,* se concedió la categoría de NRSROs a otras cinco agencias. Dos japonesas y tres norteamericanas de pequeña dimensión. En 1997 la propia SEC propuso la introducción de disposiciones tendentes a la enumeración de los criterios materiales que debían concurrir en las agencias de rating que pretendiesen ser consideradas NRSROs y, así mismo, un procedimiento para la obtención de tal cualificación, *vid. Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release* núm. 39, 457, 66 SEC *Docket* 254 (17 de diciembre de 1997). Con anterioridad a la elaboración de esta propuesta se había formulado una consulta en 1994. Sobre estas actuaciones puede consultarse *el Report on the Role and Functions of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, pp. 10-15. SCHWARCZ recoge cómo la SEC, efectivamente, en el año 1994 realizó una consulta solicitando propuestas en relación a la valoración que merecía el recurso a las NRSROs respecto de la aplicación de ciertas disposiciones del *Investment Company Act* de 1940 en el sentido que ya conocemos de exceptuar de las obligaciones de registro a determinadas emisiones de deuda cuando vinieran avaladas por calificaciones que las hicieran productos recomendables para la inversión. La SEC, en su propuesta de 1997 para determinar las exigencias de capitalización que debían cubrir las sociedades y las agencias de valores en su actuación, también se planteó la posibilidad de definir formalmente la noción de NRSROs, pero, sin embargo, no llegó a hacerlo. *Vid.* SCHWARCZ, S.L., "Private Ordering of Public Markets...", *op. cit.* p. 5, nota 19.

caron un conjunto de paneles que, bajo el rótulo de *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies,* se ocuparon de tratar de concretar cuál había sido el papel jugado por las agencias de calificación de créditos en la crisis de Enron (47). En particular se procuraba determinar el porqué de su calamitosa actuación, puesta de relieve por la llamativa circunstancia de que hasta cuatro días antes de la solicitud de su concurso de acreedores las agencias mantenían la calificación positiva de Enron. Una vez analizadas las circunstancias concurrentes en la actuación de las agencias de calificación, habrá de procederse a la introducción de mecanismos para prevenir la reiteración de malas prácticas en el futuro (48).

Con carácter general, en este panel se llamó la atención sobre la preeminente posición que las tres agencias de calificación de créditos por aquel entonces reconocidas como NRSROs ocupaban en los mercados financieros, sobre su ventajosa situación al tener reconocido el acceso a la información de los emisores de deuda para poder así llevar a cabo su labor calificadora y, por último, y ya en relación al caso concreto, se llamó también la atención sobre su, al menos aparente, falta de diligencia al tratar las calificaciones de Enron. Habiendo demostrado, en este particular supuesto, una muy limitada capacidad institucional como entidades coadyuvantes en las tareas de supervisión del buen funcionamiento de los mercados (49).

El 8 de octubre de 2002 se publican los resultados de la actuación emprendida por parte del *Committee* del Senado de los Estados Unidos *on Govermental Affairs* en su memoria *Financial Oversight of Enron: The SEC and the Private-Sector Watchdogs* (50). En este documento se sintetizan, entre otros extremos, los resultados de la

---

(47) *Vid.* <http://hsgac.senate.gov/032002lieberman.htm>.

(48) *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Cong. 471, 20 de marzo de 2002, <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_senate_hearings&docid=f:79888.pdf>.

(49) En lo que a la participación de la Academia en estos paneles se refiere, el Comité tuvo la oportunidad de escuchar dos planteamientos diferentes en relación a cuál debía ser el enfoque regulador respecto de las agencias de calificación. En este sentido el profesor MACEY se mostró muy crítico con la labor de las agencias de calificación crediticia, apuntando cómo la información de que proveen carece, en realidad, de trascendencia para los mercados. Recomendó al legislador el abandono en la regulación de los mercados financieros de las referencias a estas evaluaciones, *vid. Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs*, pp. 44 y ss. Por su parte, el profesor SCHWARCZ mostró sus dudas en relación a que una intervención del regulador en el sector de las calificaciones crediticias fuera el mecanismo más adecuado para conseguir una mayor eficiencia en la actividad de las agencias de rating, reconociendo, sin embargo, que puesto que las calificaciones de créditos tienen trascendencia regulatoria en los mercados financieros, lo que sí resultaría conveniente sería proceder a clarificar el régimen para acceder a la categoría de NRSRO, pero sin perder de vista la necesidad de mantener unos niveles de competencia aceptables en el sector; *vid. Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs*, pp. 47 y ss.

(50) *Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs: "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*", S. Prt. 107-75, 7 de octubre de 2002, <http://ftp.resource.org/gpo.gov/prints/107/s_82147.pdf>.

investigación en relación con las actividades realizadas por las entonces tres NRSROs durante los años anteriores a la caída de Enron. El informe recoge los fallos advertidos e introduce algunas recomendaciones en relación con los que considera deben ser los parámetros futuros en su actuación. Se recoge, entre otras circunstancias, cómo las NRSROs no actuaron con la diligencia debida en aras de la protección del interés general sin siquiera, en muchos casos, contrastar la información que recibían de la propia entidad, y que era, sin embargo, la única empleada en la realización de sus estimaciones. Del mismo modo en el informe se destaca la excepcional situación en términos de responsabilidad derivada de su actuación de que disfrutan las NRSROs. Esto es así habida cuenta de que su eventual responsabilidad se encuentra apartada no sólo por exenciones normativas (51), sino también por la protección que a las agencias de calificación crediticia les proporciona la circunstancia de que sus valoraciones se encuentren protegidas por el Derecho a la libertad de expresión que reconoce la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos. El informe de la Comisión concluye advirtiendo de cómo se requiere un esfuerzo normativo, en el que junto con la SEC se impliquen otras de las instituciones que recurren habitualmente a las calificaciones crediticias. Sólo de este modo, se afirma, puede lograrse evitar una generalizada desconfianza en las calificaciones emitidas por estas entidades. Se recomienda la atribución a la SEC de competencias que puedan asegurar el cumplimiento de las medidas que se pretenden introducir.

Los planteamientos y las políticas que se entendieron como más viables por parte de esta Comisión se corresponden con algunos de los problemas y soluciones a que la SEC había llegado en paralelo. En este sentido, en marzo de 2002 la SEC había ordenado el inicio de una investigación tendente a determinar cuál había sido el papel de las agencias de rating en relación con los acontecimientos previos a la crisis finan-

(51) Adelantamos en este sentido que la Rule 436 (g), que desarrolla lo dispuesto en la *Securities Act* de 1933, establece una importante excepción en el sentido de que la actuación de las NRSROs se mantiene al margen de las disposiciones en materia de responsabilidad que se configuran en las Sects. 7 y 11 de la *Securities Act* y que, tal y como nos enseña COFFEE, sancionan la responsabilidad cuasi objetiva de los partícipes en las declaraciones que deben acompañar al registro de la oferta de valores cuando hayan omitido información relevante o hayan faltado a la realidad en la incorporada, *vid.* sobre el particular. COFFEE J., "Gatekeepers Failure and Reform...", *op. cit.,* p. 335. En efecto, la Rule 436 (g) prevé cómo "(N)otwithstanding the provisions of paragraphs (a) and (b) of this section, the security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt securities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization, or with respect to registration statements on Form F-9 by any other rating organization specified in the Instruction to paragraph (a)(2) of General Instruction I of Form F-9, shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of sections 7 and 11 of the Act". Así pues, en el caso en que las declaraciones emitidas por contables, ingenieros, promotores o personas "whose profession gives authority to a statement made by him" resulten no ser precisas, incurren en responsabilidad salvo que estén en condiciones de probar que aplicaron un nivel de diligencia razonable que les llevó a la convicción de que sus afirmaciones, si bien luego equivocadas, eran ciertas en el momento en que se formularon. Sobre las circunstancias inherentes a la práctica de esta prueba, *vid.* PARTNOY F., "Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime", *Wash.U.L.Q.*, núm. 79, 2001, pp. 511 y ss.

ciera revelada por el colapso de Enron [52]. Del mismo modo [53], la SEC revisó la actuación de las tres NRSROs que operaban como tales en 2002. Así pues, la SEC, durante el mes de noviembre de 2002, también instituyó diversos paneles informativos para estudiar la actuación de las agencias de rating en los mercados financieros norteamericanos.

A resultas de esta investigación, la SEC llama la atención sobre la concurrencia de situaciones susceptibles de generar conflictos de interés en la actuación de las agencias de rating, a consecuencia, en muchas ocasiones, del hecho de que son los propios emisores de deuda los que pagan por las calificaciones. Del mismo modo se llama la atención sobre la circunstancia de que se generan otras situaciones de dependencia que afectan a la imparcialidad de la evaluación. Se comprueba cómo no es infrecuente que las agencias de rating presten servicios accesorios a los emisores de deuda (*ancillary services*) —servicios de consultoría o estudios previos a una emisión de deuda—, con lo que su dependencia económica respecto de éstos se hace mayor, lo que puede afectar a su imparcialidad. Del mismo modo se advierte cómo la posición de que disfrutan las NRSROs en el ámbito de los mercados financieros las coloca en una situación que les permite presionar para que se acepten sus tarifas y para imponer la prestación de servicios accesorios. La SEC cuestiona los métodos seguidos por las agencias para preservar la información confidencial a la que tienen acceso y, del mismo modo, llama la atención sobre el hecho de que la falta de sistemas de almacenamiento de información por parte de las agencias les ha dificultado llevar a cabo su investigación. Las agencias, advierte la SEC, han señalado que las disposiciones en materia de almacenamiento de información que consagra la Investment Advisers Act de 1940 no les afectan y que, además, la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos les protege en su negativa de suministrar determinada información a la Comisión [54].

2.3. La *Credit Rating Agency Reform Act*

Los esfuerzos normativos en relación con el régimen de las agencias de rating se han multiplicado sustancialmente, si bien lo cierto es que hasta la publicación de la

---

[52] La actuación de la SEC en estos términos se justificó en las facultades que tiene atribuidas en virtud de lo dispuesto en la Sect. 21(a) de la *Securities Exchange Act* de 1934, que puede consultarse en <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec21.html> . Para una visión sobre los extremos aquí mencionados *vid.* pp. 16 y ss., del ya referido *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operations of the Securities Markets,* por el que la SEC atiende el mandato contenido en la Sect. 702 (b) de la SOA. El documento puede consultarse en <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

[53] Ahora bajo el amparo de lo dispuesto en la Sect. 209 de la *Investment Advisers Act* de 1940 <http://www.law.uc.edu/CCL/InvAdvAct/sec209.html>.

[54] Para una visión sobre los extremos aquí mencionados *vid.* pp. 16 y ss., del ya referido *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operations of the Securities Markets,* por el que la SEC atiende el mandato contenido en la Sect. 702 (b) de la SOA. El documento puede consultarse en <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

Credit Rating Agency Reform Act no se tenía claro cuál iba a ser la toma de postura definitiva del legislador norteamericano en relación con el tratamiento que se les iba a reservar (55). La *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, publicada el 29 de septiembre de 2006 (56), tiene como objetivo la mejora de la calidad de las evaluaciones de las agencias de calificación para así defender tanto los intereses públicos como los de los inversores. Para lograr estas metas introducen disposiciones tendentes a asegurar el seguimiento, la transparencia y la competitividad en la actividad de las agencias de calificación crediticia (57).

La *Credit Rating Agency Reform Act* modifica el contenido de lo dispuesto en la Sect. 3 de la *Securities Exchange Act* de 1934, incorporando al elenco de definiciones contenidas en la referida disposición, entre otras, la definición de qué debe entenderse a estos efectos por calificación crediticia, por agencia de calificación crediticia y por NRSRO (58). Del mismo modo a través de esta norma se incorpora una nueva sect. 15E en la *Securities Exchange Act* de 1934, por la que se establece el procedimiento de

---

(55) Nos acabamos de referir al mandato que la SOA incorporaba, y en cuya virtud la SEC era compelida a elaborar el correspondiente informe en relación al papel que las NRSROs habían jugado en la conocida como crisis de Enron. Durante los años siguientes a la promulgación de la SOA se trabajó tanto en el *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* del Senado y del Congreso de los Estados Unidos como en la SEC en relación al tratamiento normativo que debía darse a las NRSROs. Para una referencia sobre las vacilaciones y actuaciones en relación con este asunto entre los años 2002 y 2006, que culminaron con la publicación de la *Credit Rating Reform Act*, *vid.* HILL, C.A., "Regulating the Rating...", *op. cit.,* pp. 57-59.

(56) La norma puede consultarse en <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=109_cong_bills&docid=f:s3850enr.txt.pdf>, la *Final Rule* en la que se recoge el desarrollo reglamentario de las previsiones contenidas en la *Credit Rating Agency Reform Act* puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857fr.pdf>.

(57) *Vid.* el informe elaborado por el *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* del Senado en relación con la S.3850, *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, S. *Report* núm. 109-326, 109th Congress, 2d Sess., de 6 de septiembre de 2006. El documento puede consultarse en <http://congress.gov/cgi-bin/cpquery/?sel=DOC&&item=&r_n=sr326&&&sid=cp109b23IJ&&refer=&&&db_id=cp109&&hd_count=&>. Para asegurarse el seguimiento de las previsiones que se incorporan en la *Credit Rating Reform* Act, la Sect. 6 de la referida disposición prevé que la SEC elabore un informe anual —que debe presentarse tanto al *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* del Senado como al *Committee on Financial Services* de la Cámara de Representantes— en el que se mencionen las solicitudes de registro para acceder a la categoría de NRSROs, las posiciones asumidas por la SEC en relación con las referidas solicitudes, y la valoración de la SEC en relación con los niveles de competencia, transparencia y situaciones de conflicto de interés que puedan darse en el sector. Hasta la fecha de cierre de este trabajo se han publicado dos de estos informes, que pueden consultarse en <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0909.pdf y http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0608.pdf>.

(58) Se determina que, a efectos de la Securities Exchange Act, por una calificación crediticia (*credit rating*) se entiende "an assesment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments". El término de agencia de calificación crediticia (*Credit Rating Agency*) va referido a cualquier entidad "(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a

registro y los requisitos que deben ser atendidos por las agencias de calificación que pretendan acceder a la condición de NRSROs. En virtud de esta Sect. 15E de la *Securities Exchange Act* de 1934 se reconoce a la SEC la competencia para el desarrollo reglamentario de la normativa a través de la que se va a actuar el seguimiento y la supervisión de la actividad de estas entidades. Del mismo modo la *Credit Rating Agency Reform Act* modifica las previsiones que se contienen en la Sect. 17(a) de la *Securities Exchange Act*, y autoriza a la SEC para solicitar de las NRSROs la información que considere conveniente tanto referida a su organización y funcionamiento como a su actividad evaluadora. No obstante lo anterior, debe advertirse cómo la norma a la que estamos haciendo ahora referencia prohíbe expresamente a la SEC cualquier tipo de injerencia en relación al contenido material de las evaluaciones, y de los procedimientos para su realización.

La SEC ha procedido al desarrollo reglamentario de las disposiciones contenidas en la *Credit Rating Agency Reform Act*. Hasta finales de 2009, la SEC ha venido publicando un conjunto de *Final Rules* a través de las cuales, y en el ámbito de las competencias que tiene reconocidas, se han introducido disposiciones que afectan al régimen de las agencias de rating. Así, bajo el título *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (59), ha desarrollado la normativa que establece los requisitos que han de concurrir en los procedimientos de solicitud de registro de una agencia de calificación como NRSRO (60). El 2 de febrero de 2009, fue publicada otra *Final Rule* por la que se introducen *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (61). Esta norma impone requisitos adicionales a las NRSROs en relación a sus métodos y sistemas de elaboración de evaluaciones. Mediante sus exigencias regulatorias se busca el incremento de la transparencia en los sistemas a los que recurren las NRSROs en sus valoraciones, la configuración y consolidación de los sistemas a través de los que se hacen públicos sus resultados, y la prohibición de que las NRSROs puedan prestar otros servicios que pudieran llegar a poner en peligro su independencia generando

---

reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company; (B) employing either quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and (C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants or a combination thereof". Para ser calificada como NRSRO a efectos de aplicación de la *Securities Exchange Act* se requiere que la Agencia de Calificación de Créditos *"(A)has been in business as a credit rating agency for at least three consecutive years inmediately preceeding the date of its application for registration under section 15E; (B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers in accordance with section 15e(A)(1)(B)(ix), with respect to- (i) financial institutions, brokers or dealers; (ii) insurance companies; (iii) corporate issuers; (iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph); (v) issuers of Government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign Government; or (vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v), and (C) is registered under section 15 E*".

(59) La norma puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857.pdf>.

(60) En la actualidad están registradas como NRSROs diez agencias de calificación de créditos, *supra* nota 46, *vid.* <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>.

(61) La norma puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>.

conflictos de interés [62]. Por otro lado se habilitan, asimismo, mecanismos de mejora tendentes a facilitar el archivo de la información y las tareas supervisoras de la SEC. A través de estas reformas, se exige a las NRSROs más información relativa tanto a los procedimientos de evaluación como al seguimiento de los índices de acierto en sus evaluaciones del comportamiento de las emisiones de determinados tipos de deuda, entre las que se encuentran los productos estructurados. Así pues, se modifica la Rule 17g-2 de la *Securities Exchange Act* obligando a las NRSROs a hacer pública información adicional y, en concreto, a hacer pública en sus páginas web determinada información que puede resultar de interés para los inversores. Del mismo modo se modifica el alcance y contenido de la Rule 17g-3 en relación con las obligaciones de información que pesan sobre las NRSROs frente a la SEC.

La última de las disposiciones reglamentarias que traen su origen en la actividad reguladora de la SEC a estos efectos se ha hecho pública el 23 de noviembre de 2009, también bajo el lacónico título de *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* [63]. En esta disposición se insiste en la idea de la transparencia que debe presidir la actuación de las agencias de rating. Para ello se introducen nuevas modificaciones a la Rule 17g-2 (d) tendentes a ampliar la información que deben suministrar las agencias. Ahora debe darse publicidad al 100 por 100 de las calificaciones emitidas con posterioridad al 26 de junio de 2007, disponiendo la agencia de distintos plazos para hacer efectivo este deber de información dependiendo de si la calificación fue encargada y pagada por el emisor de deuda o no. Se modifica también la Rule 17g-5 de la *Securities Exchange Act* de 1934, introduciendo nuevos deberes de información relativos a la participación de las NRSROs en la emisión de productos financieros estructurados.

III. LA ACTUACIÓN DE LAS NRSROS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

1. Régimen normativo y tratamiento jurisprudencial. Presentación

Con anterioridad a la promulgación de la *Credit Rating Agency Reform Act*, la ordenación del régimen a que debían sujetarse las NRSROs era prácticamente inexistente. Se les asignaba un preeminente papel en la regulación de los mercados pero, sin

---

(62) En relación con esta última circunstancia se modifica el contenido de la Rule 17g-5 de la *Securities Exchange Act*, incorporándose tres nuevas situaciones calificadas como susceptibles de dar lugar a conflictos de interés.

(63) La norma puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-61050.pdf>. Adviértase cómo ninguna de estas *Final Rules* incorpora las propuestas que la propia SEC había presentado con anterioridad en aras de, literalmente, "to reduce undue reliance on credit ratings". En este sentido se había propuesto por la *Commission* la eliminación de algunas de las remisiones que se contienen en la *Securities Act* de 1933 y en la *Securities Exchance Act* de 1934 a las evaluaciones de las NRSROs. *Vid.* así las propuestas recogidas en los documentos *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*: publicación núm. 33-8940, que puede consultarse en <http://sec.gov/rules/proposed/2008/33-8940.pdf>; publicación núm. IC-28327, que puede consultarse también en <http://sec.gov/rules/proposed/2008/ic-28327.pdf>; y publicación núm. 34-58070, que puede consultarse en <http://sec.gov/rules/proposed/2008/34-58070.pdf>.

embargo, tanto desde un punto de vista administrativo —requisitos para que una agencia pudiera considerarse como tales, transparencia en su actuación, supervisión, etc…— [64] como desde el punto de vista de la configuración legal de la responsabilidad derivada de su actuación, en este caso por expresa voluntad reglamentaria, se mantenían al margen del escrutinio del legislador.

La aproximación del legislador norteamericano a la regulación de los mercados financieros parece obedecer a la siguiente pauta: ante una pérdida de confianza en el sistema financiero se reacciona tratando de dotar una cobertura normativa específica para prevenir la repetición de la concreta causa generadora del problema. Se trata, por regla general, de introducir mecanismos correctores lo menos invasivos posible en términos regulatorios. En este sentido la *Securities Act* de 1933 se instituye en paradigma. Mediante esta disposición se incorporaron medidas al objeto de restaurar la seguridad en los mercados de valores. Se introdujeron así disposiciones disuasorias, orientadas a recuperar la confianza del inversor en las emisiones de valores. Se incrementaron las sanciones administrativas para los emisores de títulos que infringían la regulación que la propia norma establecía, se minimizaron las excepciones que los infractores podían aducir en su defensa y, por último, se introdujeron obligaciones legales que debían cumplir los implicados en las ofertas públicas de valores so pena de incurrir en responsabilidad civil.

Sin perjuicio de lo anterior, y tal y como ya se ha tenido ocasión de comprobar, las agencias de calificación beneficiarias del estatuto de NRSROs se han mantenido, y por el momento se mantienen, al margen de estas medidas profilácticas introducidas en la *Securities Act* y que fluctúan, en la esfera del Derecho privado, entre la responsabilidad civil objetiva y la responsabilidad por negligencia a que eventualmente pueden llegar a quedar sujetos los profesionales que participan en los procesos de registro de las emisiones de valores (sects. 7 y 11 de la *Securities Act*). Resulta llamativo el especial tratamiento que en este contexto se sigue dispensando a las NRSROs. Y ello porque el legislador norteamericano se mantiene en su opción de referir el control sobre su actuación a un plano netamente administrativo, alejado de la procelosa actuación de la responsabilidad civil en el Derecho norteamericano de los mercados de valores [65].

---

[64] Tras la promulgación de la *Credit Rating Agency Reform Act*, la SEC tiene reconocida autoridad para examinar la documentación de las NRSROs con la finalidad de comprobar si efectivamente se corresponde con las exigencias impuestas por la normativa federal y su desarrollo reglamentario (así se prevé en la Sect. 15 E *Securities Exchange Act* de 1934).

[65] En efecto, cuando COFFEE se enfrenta a la tarea de determinar cuál ha de ser la actuación del legislador para prevenir futuros fallos en la actuación de los denominados *Gatekeepers* señala tres obstáculos: el primero de ellos, precisamente, el que se acaba de referir: la dificultad de introducir mecanismos que, siendo suficientemente disuasorios para prevenir conductas irregulares, no resulten sin embargo en una avalancha de demandas millonarias, atendidas las particulares circunstancias que concurren en la configuración del ejercicio de las denominadas *Class Actions* en materia de mercado de

Dejando para un momento posterior la presentación y análisis del particular tratamiento normativo al que se sujeta en términos de responsabilidad la actuación de las NRSROs, procede llamar la atención sobre el tratamiento jurisprudencial que ha merecido la valoración de la actuación de las agencias de rating en términos de responsabilidad patrimonial. Como PARTNOY pone de manifiesto, el único elemento común que hasta el momento puede deducirse de los litigios en que han estado involucradas agencias de calificación de créditos es que, precisamente, de todos ellos han salido airosas (66). En efecto, los Tribunales norteamericanos han venido manteniendo una constante línea jurisprudencial que exonera de responsabilidad a las agencias por los daños causados por los errores de pronóstico resultantes de sus calificaciones. Y ello porque en las decisiones de los órganos jurisdiccionales norteamericanos se viene argumentando que tales calificaciones de crédito son, en realidad, simples expresiones de una opinión. Y, como opiniones que son, quedan amparadas bajo el Derecho a la libertad de expresión que se reconoce en la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos.

A modo de muestrario que ha de servirnos para ratificar la expresión de PARTNOY, y sin perjuicio de que sobre este particular se vuelva más adelante, baste con traer a colación los casos *Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor's Servs*., Inc. (67) y *Quinn v. McGraw-Hill* (68). El primero de los casos citados se instituye en el referente de la valoración que a la jurisprudencia estadounidense le merecen las evaluaciones de deuda emitidas por las agencias. En este caso Moody's procedió a emitir una calificación no solicitada de una emisión de deuda de la demandante. En ella se valoraba negativamente la emisión, con las consiguientes consecuencias negativas para los intereses financieros del emisor. El Tribunal consideró que las calificaciones emitidas por Moody's son opiniones que, como tales, gozan de la máxima protección que se reconoce bajo la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos. En el caso *Quinn v. McGraw-Hill*, el órgano jurisdiccional competente falló en contra de la pretensión de exigir la responsabilidad de Standard and Poor's por inducción a error atendida, lo que el demandante consideraba una actuación negligente y, consiguientemente, infractora de las obligaciones contractuales de la demandada. En el supuesto enjuiciado se había confiado en las bondades de una emisión de deuda que partió de una inicial calificación de A, para, en un momento posterior, ser valorada

---

valores y la deriva que en relación con estos temas ha venido tomando la jurisprudencia estadounidense. El segundo de los obstáculos a superar por el legislador sería el del conflicto de interés en la actuación de los *Gatekeepers* y, por último, y en cierta medida en la línea del anterior, el tratar de cohonestar los deberes que los *Gatekeepers* tienen frente a sus clientes con los intereses generales cuya salvaguarda se confía asimismo a su actuación. *Vid.* COFFEE, J., "Gatekeeper Failure...", *op. cit.,* pp. 345-346.

(66) *Vid.* PARTNOY, F., "The Paradox...", *op. cit.,* p. 79. También poniendo de relieve lo inane de litigar contra las agencias de calificación de créditos, atendidas las decisiones jurisprudenciales en la materia HILL, C., "Regulating...", *op. cit.,* pp. 56-57.

(67) 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999).

(68) 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999).

CCC, para, poco después, terminar en fallido. El Tribunal concluyó afirmando que la actividad de las agencias de rating se limita a la emisión de meras opiniones a los mercados, llegando a hacer constar que la confianza en las calificaciones podía ser tachada de poco razonable (*unreasonable*).

2. El recurso a las NRSROs

2.1. La *reputational capital view*

La ausencia de la necesidad de entrar a regular la actividad de las NRSROs, y de las agencias de rating en general, se ha querido justificar en atención a las particularidades que concurren en su actividad. El éxito de la actuación evaluadora de las agencias se sustenta sobre lo que la doctrina denomina el *reputational capital*. De este modo basta con confiar en el mercado. La introducción de medidas normativas deviene innecesaria habida cuenta de que el éxito de la actuación de las agencias se sustenta, precisamente, sobre una reputación de independencia y objetividad que necesitan conservar. Las agencias de rating, tal y como sucede en relación con otros *Gatekeepers*, priman en su actuación su interés en la salvaguarda de su reputación de independencia y objetividad. Y ello porque este activo justifica la precisión de sus evaluaciones y se instituye en presupuesto de oportunidad de negocio.

La expresión *Gatekeepers* se emplea en los mercados de valores para hacer referencia a aquellos profesionales independientes que, sobre la base de su reputación como tales, se ocupan de preparar, verificar o certificar la documentación relativa a las sociedades cotizadas y a sus operaciones en los mercados financieros [69]. Desde un punto de vista estructural, los *Gatekeepers* se encuentran en una posición tal que sin su concurso o beneplácito las operaciones en que es imperativa o deseable su intervención no pueden llegar a tener lugar o bien, si llegan a ejecutarse, su desarrollo no va a

---

[69] COFFEE, J.C., nos enseña que probablemente la primera vez que de forma sistemática se recurrió a la expresión *Gatekeepers* fue en un artículo escrito por RONALD GILSON y RAINIER KRAAKMAN, "The Mechanisms of Market Efficiency", *Va.L.Rev.*, núm. 70, 1984, pp. 549 y 613-621, y la SEC por su parte también ha incorporado esta expresión. Así, por ejemplo, véase la documentación en la que se recoge la valoración realizada por la SEC sobre los requisitos que han de concurrir en una actuación independiente de los auditores, *Securities Act Release* núm. 33- 7870, 72 SEC Docket 1901 (30 de junio de 2000), también *Securities Act Concepts and their effects of Capital Formation, Securities Act Release* núm. 33- 7314, 61 Fed.Reg. 148 (25 de julio de 2000), en que se discutían cuáles habían de ser las obligaciones de transparencia que pesan sobre los *Gatekeepers*. *Vid.* COFFEE, J.C., "Understanding ENRON. It's about the Gatekeepers, stupid", *Business Lawyer*, núm. 57, 2002, p. 1404, del mismo autor "Gatekeeper Failure and Reform: the Challenge of Fashioning Relevant Reforms", *B.U.L.Rev.*, núm. 84, 2004, pp. 302 y 308-309, refiriéndose a las funciones que tienen encomendadas los *Gatekeepers*, y poniendo de relieve la responsabilidad en que pueden llegar a incurrir en atención a lo dispuesto en la *Securities Act* de 1933 Sect. 77 (k)a, cuando participan en una emisión de valores, *vid.* THOMPSON, R.B., y SALE, H.A., "Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism", *Vand. L. Rev.*, núm. 56, 2003, p. 870.

ser óptimo, atendida la dinámica y las expectativas de los participantes en los mercados [70].

---

[70] Dentro de la genérica categoría de *Gatekeepers* se integran las firmas de auditoría y contabilidad, las agencias de calificación crediticia que se ocupan de valorar la solvencia del emisor o la de la concreta emisión de deuda, la Banca de inversión y demás analistas de los mercados de valores que proceden a evaluar lo ajustado de las condiciones en que se produce la emisión de la deuda o las perspectivas de futuro de la entidad emisora de la deuda, en atención a su concreta situación y perspectivas de evolución, sociedades colocadoras de emisiones de deuda (*underwriters*). Atendida la circunstancia de que la categoría de los denominados *Gatekeepers* se integra por entidades cuya colaboración goza de un *label* de independencia, de tal modo que su participación genera confianza en los potenciales inversores, las entidades colocadoras se incorporan a la categoría. Y ello porque en la oferta pública inicial estas entidades también desarrollan esta función comprometiendo, implícitamente, su reputación al avalar con su participación la calidad de la emisión de deuda, así COFFEE, J.C., "The Attorney as Gatekeeper...", *op. cit.,* pp. 1296-1297. Por último, los abogados especializados en la gestión y presentación de operaciones financieras y, en particular, de su articulación jurídica. No cabe duda de que la incorporación de esta categoría resulta, cuando menos, llamativa. Pero, sin embargo, no resulta sólo coherente con la concepción que de esta genérica clase ha venido elaborando la doctrina sino, también, con la que ha tenido un acogimiento normativo. Sobre los abogados pesa, por ejemplo, la tarea de valorar si, efectivamente, un asunto debe presentarse ante la autoridad administrativa competente, en este caso la SEC, o merece la pena ser llevado a juicio. En caso de que el abogado no cumpla con esta función que tiene encomendada, puede llegar a ser sancionado, pudiendo ser multado, objeto de otras sanciones disciplinarias, o incluso incurrir en responsabilidad civil, *vid.* ZACHARIAS, F., "Lawyers as Gatekeepers", *San Diego L.Rev.,* núm. 41, 2004, pp. 1394-195; del mismo autor, para una visión general de la regulación administrativa de la actividad de los abogados en los EE.UU., "Understanding Recent Trends in Federal Regulation of Lawyers", *USD Legal Studies Research Paper Series*, núm. 07-07, 2005. En 2002, como se sabe, se promulga la SOA, y en la referida norma se establece cómo la SEC debe proceder al establecimiento de disposiciones tendentes al establecimiento de unos estándares mínimos de conducta para los abogados que actúen en el ámbito de las operaciones propias de los mercados de valores. En este sentido, la SEC tiene establecido cómo los abogados que lleguen a encontrarse en condiciones de poder presentar un principio de prueba sobre el que pueda demostrarse que su cliente está infringiendo la normativa federal o estatal en materia de mercado de valores, o que está incumpliendo con alguna de sus obligaciones de acuerdo con la referida normativa, tiene la obligación de ponerlo en conocimiento de las autoridades competentes, so pena de incurrir en responsabilidad civil y de ser, además, sancionado administrativamente por la SEC; estas disposiciones pueden consultarse en el 17 C.F.R. Sect. 205 <http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/waisidx_03/17cfr205_03.html>, las consideraciones y demás modificaciones normativas introducidas por la SEC en atención al mandato recibido en virtud de la SOA pueden consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/33-8185.htm>. Pero ésta no ha sido la única tendencia que ha manifestado la SEC en relación con la imposición de obligaciones sobre los abogados. Así se ha llegado a valorar la posibilidad de que los abogados que vean que sus consejos sobre el respeto de la legalidad no son atendidos por sus clientes dejen de prestarles sus servicios comunicando tal proceder y su justificación a la SEC (*noisy withdrawal*), y los términos de la propuesta pueden consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8150.htm>. Sobre el papel del abogado en los mercados de capitales norteamericanos *vid.,* GORDON, R.W., "A New Role for Lawyers?: The Corporate Counselor After Enron", *Conn. L. Rev.*, núm. 35, 2003, pp., 1185 y 1999— 2000, también muy crítico con esta disposición ZACHARIAS F., "Understanding Recent Trends...", *op. cit.,* pp. 18-19. Sobre la actuación de los abogados como *Gatekeepers vid.,* también, JACKSON, H.E., "Reflections on Kaye, Scholer: Enlisting Lawyers to Improve Regulation on Financial Institutions", *S.Cal.L.Rev.*, núm. 66, 1993, pp. 1049 y ss., COFFEE, J., "The Attorneys as Gatekeeper...", *op. cit.,* pp. 1293 y ss.

Como hemos adelantado, la intervención de estos profesionales en ocasiones tiene carácter imperativo, por ser exigida por la regulación de los mercados financieros, pero esto no tiene que ser siempre así, porque en otras ocasiones puede tener un origen en la voluntad de las propias firmas. En este último caso, la incorporación de la actuación de estos *Gatekeepers* se justifica en la voluntad de los que se sirven de su concurso de poder acceder a una concreta ventaja competitiva. Para el caso concreto de las agencias de rating, tal ventaja puede suponer el acceso a un mejor tratamiento administrativo en atención a la concreta regulación del sector, recuérdese todo lo referido hasta ahora en relación con el concurso de las NRSROs en los procesos de emisión de deuda. O bien, con carácter general, el dotar a las emisiones de deuda de un valor añadido como es el derivado de la incorporación de un juicio de bondad independiente. O una conjunción de ambos intereses. Y es que en última instancia tanto la normativa reguladora de los mercados financieros como la doctrina y los propios mercados han venido refiriéndose a estos *Gatekeepers*, en mayor o menor medida, como guardianes de los intereses generales de los mercados de los inversores en particular. Resultando entonces su participación un marchamo de legalidad y objetividad para la operación financiera que la incorpora (71).

(71) COFFEE, J., "The Attorney as Gatekeeper...", *op. cit.,* pp. 1296-1297. Con independencia de la extensión que se le quiera dar al término, atendido el denominador común de su actuación en los mercados, la doctrina norteamericana ha identificado dos elementos que subyacen en la definición de *Gatekeepers*. Uno que ya conocemos. Las entidades que se incorporan a esta categoría son sujetos que se benefician de una reputación de imparcialidad. En segundo lugar, que la retribución a que se hacen acreedores los *Gatekeepers* por sus servicios se caracteriza por ser de escasa importancia en relación con la operación en que intervienen. Esta última nota, puesta en relación con el efecto negativo que para su reputación resultaría de su pérdida de independencia y objetividad, incide en la confianza en la corrección de su actuación. La concurrencia de estos dos elementos tiene como efecto inducido el ya aludido. La intervención estos sujetos genera valor en las operaciones financieras, beneficiarias de un marchamo de legalidad, en unos casos, y en otros ratifican la corrección de las valoraciones vertidas por los directamente interesados. La actuación de los *Gatekeepers* llevada a cabo sobre criterios de imparcialidad, atendida su reputación como tales, les permitía emitir opiniones, valoraciones autorizadas sobre la actuación o las operaciones de las firmas que así lo requieran. Los mercados confían, por ejemplo, en el juicio vertido a través de los certificados de auditoría más que en las declaraciones de probidad que realice la propia sociedad auditada. Y ello, se afirma, por considerar que el *Gatekeeper* tiene un menor interés en faltar a la verdad, atendidos los escasos incentivos que tiene. Lo que está en valor es su reputación e independencia, cuyas salvaguardas constituyen los presupuestos de su actividad profesional *Vid.* COFFEE, J.C., "Understanding ENRON...", *op. cit.,* p. 1405. El reiterado recurso a estos sujetos, sobre los presupuestos que ahora se han señalado, convirtió a los *Gatekeepers,* con el tiempo, en vigilantes *de facto* de los mercados financieros. Incluso antes de que tal papel les hubiera sido atribuido de forma más o menos velada, según los casos, por el legislador y el regulador norteamericano. Se decía que la intervención de estos profesionales en determinadas operaciones tenía un carácter disuasorio para quienes pretendieran apartarse de la legalidad en las operaciones propias de los mercados de valores. Atendido el coste profesional que su actuación en un sentido distinto que la defensa de la legalidad podía llegar a suponer, la intervención de estos sujetos suponía un freno para los administradores y gestores de las compañías que recurrían al ahorro público en los mercados financieros. Obsérvese, tal y como apunta COFFEE, que en determinadas ocasiones al término *Gatekeeper* se le ha pretendido dotar de un significado más amplio, en el sentido de entender que incorpora a cualquier persona o entidad que suministra un servicio o un certificado que se considera necesario, ya que sin su

De todos es sabido que las recientes crisis financieras han puesto de relieve cómo esta confianza en la corrección de la actuación de los *Gatekeepers* en los mercados financieros norteamericanos ha quedado en evidencia. Al socaire de estas crisis se ha producido una reacción crítica que ha cuestionado los fundamentos de esta confianza en la actuación imparcial de estas entidades. En esta línea crítica es conveniente plantearse a los efectos que ahora son de nuestro interés si, efectivamente, la confianza del regulador norteamericano en la actuación de las agencias de rating está fundada en su actuación en los mercados como fuentes de información valiosa para la inversión.

Con anterioridad a la crisis de Enron, la justificación y la confianza de la correcta actuación y del valor aportado por las agencias de rating en general, pero sobre todo por las calificadas como NRSROs, era lugar común en la doctrina norteamericana. Sólo a través de una actuación lo más objetiva posible —con sus corolarios de precisión en las calificaciones, calidad y generación de confianza— se justificaba que entidades como Standard and Poor's y Moody's tuvieran una cuota de mercado del 90 por 100 en lo que a la provisión de calificaciones a los inversores se refiere [72].

Sin embargo, no puede obviarse que en la valoración de la que ha venido siendo la actividad de las NRSROs uno no puede sustraerse de la trascendente opción normativa que resultó, precisamente, en el surgimiento de la categoría. Y es que en la actua-

---

concurrencia la compañía en cuestión no puede realizar un determinado acto o una determinada transacción en el mercado, así KRAAKMAN, R.H., "Corporate Liability Strategies and the Costo of Legal Controls", *Yale L.J.*, núm. 93, 1984, pp. 857 y 895-896; del mismo autor "Gatekeepers: the Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy", *J.L. Econ. & Org.*, núm. 2, 1986, pp. 52-53, que define a los *Gatekeepers* como "private parties who are able to disrupt missconduct by withholding their cooperation from wrongdoers". Sin embargo, COFFEE considera que tal definición le resulta excesivamente genérica. Y ello porque entiende que no pone suficientemente de relieve tanto la particular capacidad disuasoria que tienen estos *Gatekeepers* como, del mismo modo, que la clave para justificar su intervención, tanto voluntaria como reglamentaria, resulta de su reputación, *vid.* COFFEE J.C., Jr., "Gatekeeper failure and Reform: the Challenger of fashioning relevant reforms", *B.U.L.Rev.*, núm. 84, 2004, pp. 308-309.

[72] Así, CHOI S., "Market Lessons for Gatekeepers", *Nw.U.L.Rev.*, núm. 92, pp. 960-961. Cuando las agencias de calificación actúan, se venía afirmando, se sirven de su reputación como aval de la calidad de su evaluación. Por otra parte, lo habitual es que, atendida la anterior circunstancia, el perjuicio económico que les puede suponer apartarse de esta línea de actuación es mayor que el beneficio de mantenerla y, por último, en el caso concreto de las agencias de calificación, su contribución al buen funcionamiento de los mercados se manifiesta en que, cuando la información que se suministra a los mercados efectivamente es tal, con su actuación se corrigen asimetrías justificativas del mantenimiento del recurso a estas entidades. En relación con esta última afirmación, RHODES destaca el importante papel desarrollado por las agencias de rating como receptoras y administradoras de flujos de información que, una vez elaborada, es suministrada a los inversores a un coste muy inferior del que tendrían que afrontar para procurársela por sí mismos. Circunstancia esta última que incidiría en la posibilidad de emitir deuda, encareciéndola al tener que retribuirse a los inversores por estos desembolsos adicionales. "The production of securities information with Rating Agencies increases the efficiency of the capital markets because Rating Agencies have expertise, economics of scale, and can communicate distilled information quickly and effectively in the capital markets", RHODES A.K., "The Role of the SEC...", *op. cit.,* pp. 293 y 295-296. La justificación de la actuación, y del éxito de las agencias de calificación, sobre el argumento del *reputational capital view* es habitual en la doctrina. Así, CHOI S., *op. ult. cit.*, pp. 916 y 934, HUISSIAN G., "What Standard of Care Should Govern the World's Shortest

ción de las NRSROs concurre este elemento externo que las ha venido diferenciando en su actuación del resto de los *Gatekeepers*. Para tratar correctamente esta cuestión creemos que conviene partir de una valoración. ¿Hasta qué punto la opción del regulador norteamericano de incorporar a las agencias en el engranaje regulador de los mercados como NRSROs puede haber distorsionado la percepción de su actuación? Para dar respuesta a este interrogante debe valorarse, haciendo abstracción de esta última circunstancia, si efectivamente la actuación de las agencias de calificación consideradas como NRSROs aporta valor en el sentido de servir para minorar las asimetrías de información en los mercados financieros (73).

2.2. Las dificultades de aplicar la *reputational capital view* a las agencias de calificación de créditos

La referencia a la confianza que puedan merecer las valoraciones emitidas por las agencias de rating implica la incorporación de dos variables. Por un lado la confianza que puedan merecer las valoraciones en sí mismas y, por otro lado y como presupuesto de lo anterior, la confianza que deba merecer el proceso de estudio y elaboración de las calificaciones. Esto es, la solidez de la información que se maneja, su contraste, las técnicas actuariales que se incorporan en el proceso, etc… La precisión de las valoraciones debería instituirse en un elemento basal tanto para la existencia de un mercado de valoraciones crediticias como para la concreción de la presencia en el mercado de cada una de las agencias de evaluación de créditos. Esto, siempre y cuando, y tal y como afirman algunos autores, las coordenadas del referido mercado se asentasen sobre el libre juego de la doctrina del *reputational capital*.

La traslación de la doctrina de la *reputational capital* al ámbito de actuación de las agencias de calificación de créditos no debería plantear, en principio, muchas dificultades. La satisfacción del interés del emisor o del inversor en las evaluaciones presupone la precisión y objetividad de su actividad informativa. El objeto de las

---

Editorials?, Analysis of Bond Rating Agency Liability", *Cornell L. Rev.*, núm. 75, 1990, pp. 411 y 426, apuntando la importancia del valor de la reputación en la actuación de las agencias de calificación, y también MACEY J.R., "Wall Street Versus Main Street. How Ignorance, Hyperbole, and Fear Lead to Regulation", *U.Chi.L.Rev.*, núm. 65, 1998, pp. 1499-1500.

(73) Piénsese en aquellas situaciones en que los vendedores disponen de mayor información en relación con la calidad del producto que los compradores, pero, sin embargo, esta información no puede suministrarse a coste cero. Si los compradores actúan de manera racional, el precio de la adquisición de los productos reflejará lo que el mercado entiende que es la calidad media del producto. Sin embargo, los vendedores con productos que se consideren de una calidad superior tendrán que soportar los costes de estas asimetrías en la información si, efectivamente, quieren diferenciarse del resto y justificar un mayor precio. Por lo tanto, estos vendedores tienen un incentivo para hacer notar al público la mejor calidad de sus productos con el subsiguiente reflejo en el precio. Una de las posibilidades a disposición de los inversores en los mercados financieros es, evidentemente, el recurso a las agencias de rating con el fin de asegurarse esta forma de actuación. Incidiendo en el recurso a las evaluaciones por parte de los emisores de deuda en aras de su conversión ens más atractivas, BECKER, B. y MILBOURN, T., "Reputation and Competitition: Evidence from the Credit Rating Industry", *Harvard Business School*, Working Paper 09-051, pp. 1-2; este trabajo puede consultarse en <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>.

evaluaciones de las agencias de calificación es el crédito que merece la emisión de la deuda, atendiendo, bien sea a la particular situación del emisor, o a las concretas circunstancias de la emisión (74). La demanda de calificaciones se hace depender del nivel de satisfacción asociado al acceso a éstas que, en el supuesto concreto, se mide en términos de confianza del inversor o del emisor de la deuda en las ventajas anudadas a este recurso. La generación y mantenimiento de esta confianza debería sostenerse entonces en la calidad de la información que se pueda hacer accesible a los mercados. En esta operación la calidad informativa de la fuente adquiere importancia y es aquí donde encaja la referencia a la necesidad de que la fuente informativa goce de un halo de honorabilidad. Admitida esta premisa, la consecuencia sólo puede ser una. Un mercado construido sobre la reputación que puedan merecer las agencias de rating sólo puede subsistir en la medida en que la actuación de estos operadores sea precisa, permita la correcta conformación de la opinión de los inversores y asegure el interés del emisor de deuda en que refleje los términos de la emisión. Esto es, el éxito de las agencias de rating, que tiene como premisa el éxito del producto informativo que ofrecen, radica en su capacidad de pronosticar objetivamente el riesgo de fallido que concurre en una determinada emisión de deuda. Se trata, por tanto, de dar una cobertura eficiente a la necesidad de información concurrente en los mercados financieros de deuda.

Ahora bien, si el éxito de las agencias de rating descansase sólo en el valor de su información, atendida la fiabilidad que merecen sus fuentes y lo atinado de sus procedimientos de evaluación, sus fallos hubieran sido inmediatamente sancionados por los mercados, que habrían reflejado el coste reputacional, en términos de objetividad, de las agencias suministradoras de información errónea. Si los inversores no confían en que las evaluaciones de las agencias de calificación reflejen la solvencia del emisor, creyendo, por ejemplo, que un determinado emisor o una determinada emisión de deuda se encuentran sobrevaloradas, la colocación de la deuda va a resultar más problemática y, desde luego, el recurso a las calificaciones crediticias pierde sentido. Sólo

(74) En efecto, en un primer momento las calificaciones de créditos se referenciaban a la solvencia de la emisora, atendidas sus concretas posibilidades de hacer frente a los términos de la emisión de deuda. Ahora bien, a medida que los productos financieros que se incorporan a las emisiones de deuda se van haciendo más complejos, otros factores más allá de la previsible evolución de la entidad emisora de la deuda entran en juego llegado el momento de valorar el riesgo de la emisión. Y es que se van incorporando variables externas sobre las que la emisora de deuda carece de posibilidad de reacción. Así, y a título de ejemplo, son susceptibles de ser valoradas por las agencias de rating las emisiones de deuda recurriendo a productos estructurados referenciados a un determinado índice financiero, a una *interest only strip*, a una emisión de deuda colateral de deuda hipotecaria, y un *cash-flow (or Kitchen Sink Bond)*. El problema, en muchos de estos casos, es de contexto. Así la evaluación tiene en cuenta las concretas circunstancias del producto y su nivel de volatilidad, ahora bien, en ocasiones, el inversor no es consciente de tal circunstancia. Evidentemente, el nivel de riesgo estructural de una inversión calificada como triple A en una emisión de deuda por una firma sólida no se corresponde con la misma calificación emitida para una emisión de deuda colateral. *Vid.* en relación con la necesidad de fomentar la transparencia en la información que suministran las calificaciones de las NRSROs a los mercados, la *SEC Proposed Rule respecto de Credit Ratings Disceosure,* que puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9070.pdf>.

cuando las valoraciones de las agencias sean valiosas para prestamistas e inversores, éstos van a estar en posición de reclamárselas a los emisores de deuda, que, además, en su voluntad de facilitar la colocación de la emisión estarán en disposición de contratarlas. Escenario este último que sólo va a presentarse cuando, efectivamente, el recurso del público inversor a tales valoraciones les suponga un ahorro de búsqueda de información y de monitorización de la actividad de los emisores de deuda.

La doctrina ha venido poniendo de manifiesto cómo lo cierto es que las evaluaciones de las agencias son, con carácter y en términos generales, correctas en el sentido de que valoran convenientemente la tendencia en el riesgo de emisión de la deuda (75). Sin embargo, estudios que reflejan las correcciones sobre las evaluaciones de emisiones de deuda realizadas entre 1950 y 1972 en el mercado financiero norteamericano por agencias de rating, concretamente en un campo de 207 correcciones, muestran cómo en su actuación las agencias generaron una información que fue calificada como poco valiosa. De hecho estas correcciones se limitaban a incorporar información que ya se había hecho pública a los mercados (76). Sin embargo, estas circunstancias no inciden en una menor demanda de sus calificaciones. Lo cierto es que la experiencia muestra que la demanda de las valoraciones de las agencias de rating se caracteriza por

---

(75) RHODES, A.K., "The role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free Market interference?", *Seton Hall Legis. J.*, núm. 20, 1996, p. 293.

(76) En realidad ya había sido descontada en los mercados con una media de año y medio de antelación. En otras palabras, el retraso entre el cambio del precio de mercado debido a la recepción de la nueva información y el cambio de la calificación era superior al año, *vid.* PARTNOY, F., The Siskel and Ebert...", *op. cit.,* p. 647. Si se atiende a la que ha sido la evolución de esta industria, durante la década de los años 20 del siglo pasado puede afirmarse que, efectivamente, la justificación del éxito del mercado de las calificaciones de crédito residía en la confianza de los inversores en su reputación. Esta situación se mantiene a lo largo de la década de los 30; atendidas experiencias pasadas la demanda de información financiera se mantiene y se mantiene la confianza en las calificaciones emitidas por estas entidades, por lo que puede afirmarse que en este período la percepción de las agencias de calificación como condensadoras de capital reputacional se sostiene. Ahora, debe advertirse que la calidad de la información que se suministraba a los mercados ya había empezado a resentirse. Las décadas de los 40 y 50 fueron delicadas para el sector. Y ello porque éstos son períodos de solidez económica, con lo que el riesgo de fallido en las emisiones de deuda disminuyó, y con él la demanda de información financiera. Durante la guerra de Vietnam un incremento en la emisión de deuda se acompañó de un incremento en los niveles de volatilidad, que trajo como resultado una importante contracción del crédito. La demanda de información se aumentó durante este período de tiempo, pero las agencias de calificación habían disminuido en su capacidad de generar información tanto para los emisores como para los inversores. Por esta época las agencias empleaban a relativamente pocos analistas y su principal fuente de recursos no era la elaboración de calificaciones, sino, más bien, la preparación y publicación de informes. Los mercados no valoraban en demasía tales informes, probablemente por la circunstancia de que las agencias de calificación se habían resentido en lo que a su valoración reputacional se refiere. Además, a medida que iba llegando más papel al mercado en la segunda mitad de la década, las exigencias de información, curiosamente, minoraron. Con la crisis de 1970 Penn Central soportó un fallido de 8.200.000 dólares, y los inversores empezaron a demandar una información financiera más precisa que, sin embargo, las agencias de rating no estaban en condiciones de ofrecerles tanto atendidos sus recursos como la escasa confianza que tenían en la industria. Seguimos a PARTNOY, F., *op. ult. cit*., pp. 639 y ss.

su inelasticidad sin sufrir importantes alteraciones ni siquiera cuando se pone de manifiesto su falta de credibilidad. Tal escenario puede llegar a justificarse en una inercia, atendido su uso masivo, influido, quizás, por la circunstancia de que se hayan instituido en presupuesto de estilo en las operaciones de emisión de deuda o en el hecho de que su acogimiento regulatorio pueda verse como un aval de solvencia. Pero lo más llamativo es que, incluso en situaciones en que la calidad de la actuación de las agencias se ha puesto en entredicho de manera muy evidente, no se ha producido una menor demanda de calificaciones (77).

Pudiera argüirse que para el caso concreto de las NRSROs el sistema articulado para su designación justifica la confianza en sus evaluaciones. Confianza que se mantiene atendida la objetividad de sus procesos de designación, al margen de cuál haya de ser la valoración que merezca su actuación en los mercados. La adopción de este planteamiento supondría que los términos en que se configura la designación de una agencia como NRSRO se estarían haciendo depender de circunstancias ajenas al mercado mismo. Esto es, de valoraciones objetivas referidas a su configuración y protocolos de actuación. Pero, sin embargo, nada más lejos de la realidad. Ya se ha tenido ocasión de comprobar cómo, precisamente, hasta la promulgación de la *Credit Rating Agency Reform Act* en 2006, la SEC otorgaba la calificación de NRSRO a las agencias que gozaran, a su juicio, de un reconocimiento en los mercados.

Todo lo anterior nos permite llegar a una conclusión. Debido a su incorporación en los términos en que se configuran las emisiones de deuda, con un carácter casi de cláusula de estilo, y además en la estructura regulatoria de los mercados financieros, los inversores y los prestamistas no tienen la opción de dudar en relación con la confianza que les puedan llegar a merecer o no las calificaciones de las NRSROs. Ahora bien, la anterior afirmación no significa que el contenido de las valoraciones sea inocuo. Una mala valoración puede tener efectos perjudiciales para el que la padece en los mercados. Atendida esta última circunstancia, la SEC ha tenido ocasión de poner

(77) Estamos haciendo referencia, por ejemplo, a la conducta desplegada por las agencias de calificación en la crisis de Enron. En estos casos se puso de relieve la ineficiente actuación de las agencias de calificación, incapaces de prever la verdadera situación financiera de la entidad evaluada, haciéndose evidente que sus evaluaciones se fundaban en información suministrada por la propia entidad evaluada, centrándose en valoraciones a corto plazo y sin valorar el impacto que sobre los mercados tenían sus calificaciones. *vid. Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Cong. 471, 20 de marzo de 2002, <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_senate_hearings&docid=f:79888.pdf> y *Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs: "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*", S.Prt. 107-75, 7 de octubre de 2002, <http://ftp.resource.org/gpo.gov/prints/107/s_82147.pdf>. En la doctrina, *vid.* HILL, C.A., "Rating Agencies Behaving Badly", *Conn. L. Rev.*, núm. 35, 2003, p. 1145.

de manifiesto los peligros que sobre la objetividad de las evaluaciones puede llegar a tener la circunstancia de que sean los propios emisores de deuda los que las paguen (78).

El escenario que hemos configurado sirve para evidenciar las dificultades que uno enfrenta llegado el momento de justificar la actividad de las agencias de rating en los Estados Unidos. La evidencia recogida por PARTNOY sirve para poner de relieve cómo la realidad de los hechos dificulta la justificación del éxito de las agencias de rating sobre los parámetros que habitualmente han servido para justificar la actuación de los denominados *Gatekeepers*: esto es, la emisión de evaluaciones precisas y objetivas en la presunción de la concurrencia de estas cualidades en su actividad. Y ello sobre la base de una reputación ganada y sostenida en el tiempo. La realidad de este concreto sector muestra, sin embargo, otra circunstancia que resulta llamativa atendidas las anteriores aseveraciones: desde la mitad de la década de los 70 hasta la actualidad, y pese a que la forma de actuación de las agencias de rating no ha variado sustancialmente y se considera que no realizan importantes aportaciones en términos de información financiera, su importancia y volumen de negociación se ha multiplicado sustancialmente. El número de personas empleadas por las agencias de rating se ha multiplicado por diez durante la década de los 80 del siglo pasado y el número de evaluaciones emitidas se ha incrementado en la misma proporción (79).

2.3. Algunas consecuencias de la designación de las agencias de rating como NRSROs

La incorporación de las valoraciones emitidas por las designadas como NRSROs como estándares de calidad administrativa de las emisiones de deuda ha supuesto un cambio sustancial en la naturaleza de la actividad de las agencias de calificación. El recurso a estos instrumentos como herramienta de regulación de los mercados incide en la naturaleza del producto al añadirle un valor que sirve para dotar de una ventaja competitiva nada desdeñable a quienes se encuentran en condiciones de poder suministrar este particular tipo de información. El recurso a efectos administrativos a las NRSROs ha supuesto una injerencia en la configuración del mercado de los proveedores de calificaciones de crédito. Se ha introducido un factor externo que no sólo dificulta el acceso al referido mercado a las agencias que no disfruten de tal calificación,

---

(78) *Vid. Briefing Paper: Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies*, <http://www.sec.gov./spotlight/cra-over-sight-roundtable/briefing-paper.htm>. De hecho, tal y como se advirtió en las referidas jornadas, siete de las diez NRSROs registradas como tales en la fecha en que tuvieron lugar las reuniones operaban sobre esta forma de actuación. El 98 por 100 de las calificaciones emitidas por estas agencias traían su origen en encargos realizados por los propios emisores de deuda- Los riesgos que esta situación puede suponer en relación con la objetividad de las calificaciones emitidas por las NRSROs son evidentes, *vid.* PAGANO, M., y VOLPIN, P., "Credit Rating Failures. Causes and Policy Options", *Working Paper*, 9 de febrero de 2009, p. 15; puede consultarse en <http://www.csef.it/WP/wp239.pdf>.

(79) *Vid.* PARTNOY, F., "The Siskel and Ebert...", *op. cit.,* pp. 649 y ss.

sino que, además, pudiera servir para justificar algunas de las situaciones que se han descrito [80].

Si se comparte esta perspectiva, y se atiende a la enumeración de los hechos sobre los que se construye, ha de concluirse que la normativa reguladora de los mercados financieros en los Estados Unidos ha permitido a una particular clase de *Gatekeepers* mantener un estatus al margen de los elementos que tradicionalmente han caracterizado a la categoría en atención al libre juego de un mercado construido sobre costes de reputación [81]. Esta situación es el resultado de una opción normativa que, como se ha visto, ha sido y está siendo ahora mismo objeto de revisión.

En efecto, la situación referida hasta ahora ha sufrido un importante cambio tras la publicación de la *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006. En esta disposición y en su posterior desarrollo reglamentario se sancionan medidas tendentes a proteger los intereses de los inversores mediante la introducción de previsiones relativas al acceso a la categoría de NRSROs, de disposiciones tendentes a fomentar la transparencia en su actuación y, del mismo modo, a asegurar la supervisión y responsabilidad administrativa de estas entidades ante la SEC. Así pues, puede advertirse que, si bien es cierto que en un primer estadio regulador el tratamiento del acceso a esta categoría, tal y como se ha visto, podía tacharse de opaco en los últimos tiempos, y en atención a la necesidad de dar respuesta a importantes crisis financieras y en aras de la salvaguarda del sistema financiero, el regulador norteamericano ha tomado cartas en el asunto, como lo demuestra la actividad que en relación con este sector se ha producido, y

---

[80] Resultan ilustrativas las palabras de PAUL ATKINS, representante de la SEC, el 3 de marzo de 2008, en su ya citado discurso "Speech by the SEC Commissioner: Remarks to the Institute of International Bankers", en que apunta cómo "(t)he unintended consequence of the SEC's approach to credit rating agencies was to limit competittion and information flowing to investors. The legislative history reflects a genuine concern that the SEC facilitated the creation of —and perpetuated— an oligopoly in the credit rating business. Indeed, today, three NRSRO —designated firms have more than 90 per cent of the market— share".

[81] En este sentido, MACEY, J.R., "The Politicization of American Corporate Governance", *Va.L.&Bus.Rev.*, núm. 1, 2006, pp. 10 y 24, en que incide en cómo las "credit rating agencies simultaneously enjoy great success while providing no information of value to the investing public" porque "the SEC inadvertently created an artificial regulatory demand for the services of a small number of favored rating agencies when it misguidedly invented the NRSRO designation". En este sentido PARTNOY pone de relieve cómo ninguno de los tres criterios condicionantes que deben concurrir en la actuación de las agencias de calificación para que puedan considerarse como objetivas e independientes, atendida la doctrina de la *capital reputation view*, se han difuminado en atención a su incorporación en el aparato regulador de los mercados. Así apunta este autor cómo, en primer lugar, las agencias de calificación han dejado de poner su reputación en juego cada vez que emiten una evaluación, y pueden mantener sus niveles de credibilidad sin necesidad de realizar ningún tipo de aportación, limitándose a replicar los movimientos de los mercados. En segundo lugar, las ganancias que obtienen, al margen de la precisión de sus calificaciones, exceden con mucho las pérdidas que pueden resultar para ellas de cualquier pérdida de reputación y, tercero, los costes implicados en el suministro de las calificaciones no son importantes. De hecho, apunta este autor, en los modernos mercados financieros las asimetrías de información que justificaron el surgimiento de estas agencias de calificación hace ya tiempo que no existen. *Vid.* PARTNOY, F., "The Siskel and Eberet...", *op. cit.,* p. 703.

continúa produciéndose, en los últimos años. Queda, empero, por atender la espinosa cuestión de la determinación del alcance de la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia frente a quienes vieron defraudada la confianza puesta en sus evaluaciones.

IV. LA PROPUESTA DE REMOCIÓN DE LA RULE 436 (G) DE LA *SECURITIES ACT* DE 1933

1. Planteamiento de la cuestión

Atendidas las previsiones contenidas en la sect. 7 de la *Securities Act* de 1933, en el proceso de registro de una emisión de deuda la incorporación de una evaluación de riesgo por una agencia de calificación de créditos no tiene un carácter preceptivo. Sin perjuicio de que no se prevea su exigencia en la precitada sect. 7, el regulador norteamericano ha venido mostrándose favorable a la incorporación de tales evaluaciones, sobre todo las emitidas por NRSROs, en los procedimientos de emisión de deuda. Ya hemos puesto de relieve cómo bajo la *Securities Act* de 1933 se facilitan las emisiones de deuda que hayan sido calificadas como de inversión recomendada por parte de las agencias de rating que disfrutan del estatuto de NRSROs. De este modo los emisores de deuda calificada *investment grade* pueden beneficiarse de procedimientos administrativos abreviados, con lo que se facilita la emisión (82). Pero junto con este tipo de medidas se han venido adoptando otras de ámbito más general. Para incentivar el recurso a estas evaluaciones y, en particular, a las emitidas por NRSROs, éstas fueron excluidas del riguroso régimen de responsabilidad establecido para quienes participan con su pericia profesional en la tramitación y gestión implicada en las operaciones que cristalizan en una emisión de deuda. De este modo las NRSROs no quedan sujetas al régimen de responsabilidad cuasiobjetiva que consagra la sect. 11 de la *Securities Act* de 1933. De esta forma se incentiva de manera refleja la publicidad de las calificaciones de deuda, con independencia de que la información proporcionada a través de los pronósticos de las NRSROs no se demostrase completa o rigurosa.

En efecto, de no haberse adoptado esta particular opción normativa, en los supuestos en que a la documentación que acompaña el registro de una emisión de deuda se incorporen informes de las agencias de calificación de créditos partícipes del estatuto NRSRO, su actuación se incardinaría de lleno en el régimen previsto en las Sects. 7 y 11 de la *Securities Act* y en su desarrollo reglamentario. La sect. 7 de la *Securities Act* exige "(i)f any accountant, engineer, or appraiser or any person whose profession gives authority to a statement made by him, is named as having prepared or certifies any part of the registration statement, or is named as having prepared or certified a report or valuation for use in connection with the registration statement, the written

(82) *Vid. Form S -3 Registration Statement Under the Securities Act of 1933*, que puede consultarse en <http://www.sec.gov/about/forms/forms-3.pdf>, o *Form F- 9* <http://www.sec.gov/about/forms/formf-9.pdf>.

consent of such person should be filed with the registration statement, the written consent of such person shall be filed with the registration statement". Estas personas que han participado y ratificado por escrito su intervención profesional en el desarrollo de las exigencias normativas a que se anuda la emisión de deuda quedan, en principio, sujetas al régimen de responsabilidad que sanciona la sect. 11 de la *Securities Act* de 1933. A través del contenido de esta última disposición se busca asegurar que quienes hayan participado de manera directa en las operaciones relacionadas con el registro de una determinada oferta de valores actúen respetando unos determinados niveles de diligencia.

Ahora bien, y volviendo al particular tratamiento de que se benefician las NRSROs, la Rule 436 (g), que desarrolla el contenido de la sect. 11 de la *Securities Act* de 1933, establece que la evaluación de una emisión de deuda, de una serie de obligaciones (*class of convertible debt securities*), o de una serie de acciones privilegiadas (*or a class of preferred stock*) emitida por una agencia de calificación de créditos que esté reconocida como NRSRO no se considera parte de las declaraciones y certificados que se incorporan a la solicitud de registro de una emisión de deuda a efecto de las previsiones recogidas en las sects. 7 y 11 de la *Securities Act* de 1933 ("Notwithstanding the provisions of paragraphs (a) and (b) of this section, the security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt securities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization, (…), shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of sections 7 and 11 of the Act)" [83]. A resultas de esta previsión, si la calificación de la deuda elaborada por una agencia de calificación se incorpora a la documentación que se presenta para el registro de la emisión —y siempre que la agencia de rating se beneficie del estatuto de NRSRO— la consideración que se va a dar a esa evaluación, y consecuentemente al régimen de responsabilidad a que va a quedar sujeta la agencia de calificación por su emisión, no se reconducen a los términos establecidos en la sect. 11. Las NRSROs se benefician, por tanto, de la excepción

---

[83] A efectos de aplicación de esta excepción se incluyen también, cuando se utilice el *Form F-9*, las calificaciones de deuda emitidas por las organizaciones evaluadoras que tengan la consideración de tales en las instrucciones que desarrollan cómo debe cumplimentarse el referido documento. El *Form F-9* se trata del formulario mediante el que se pemiten las emisiones de deuda recomendada o de acciones privilegiadas por determinados emisores canadienses. Puede consultarse en <http://www.sec.gov/about/forms/formf-9.pdf>. Esta disposición se introdujo en 1981 —*vid.* el documento emitido por la SEC *Disclosure of Ratings in Registration Statements, Release* núm. 33-6336, el 6 de agosto de 1981— y se justificó por la SEC argumentando cómo tal previsión se hacía necesaria para así facilitar la publicidad de las emisiones de deuda, que, como se ha visto, tiene carácter voluntario. Además, la SEC consideró que la eventual responsabilidad de las NRSROs frente a los inversores quedaba suficientemente cubierta, atendidas las previsiones contenidas en las Sects. 10(b) tanto de la *Exchange Securities Act* como del *Investment Advisers Act*. Sin embargo, en la actualidad, tras la publicación de la *Credit Rating Agency Act* de 2006, las NRSROs no están obligadas a registrarse bajo las disposiciones de la *Investment Advisers Act*, por lo tanto ya no están sujetas a responsabilidad alguna bajo lo previsto en la Sect. 10(b) de la citada norma. Se mantiene la responsabilidad por fraude que consagra la Sect. 10(b) de la *Securities Exchange Act* de 1934, pero, tal y como hemos ido apuntando, dicha responsabilidad ha sido reconocida en contadas ocasiones.

al régimen general que se acaba de exponer. Ahora bien, si la agencia de calificación de créditos no disfruta de esta calificación, su informe se integra a todos los efectos en la solicitud de registro en los términos de la sect. 7, deviniendo su responsabilidad en la misma que la del resto de los expertos que participan en la elaboración y presentación de los informes que acompañan la emisión y, por tanto, configurándose en atención a lo establecido en la sect. 11 de la *Securities Act*.

2. Las propuestas de remoción de la exención de responsabilidad

Tras la crisis financiera cuyos efectos estamos todavía sufriendo, el marco jurídico propio de las NRSROs está siendo objeto de una profunda revisión por el regulador de los mercados financieros. Esta revisión se orienta en una doble dirección. Así, por un lado, la SEC ha sometido a escrutinio público una propuesta de transparencia en lo que al recurso a las calificaciones de créditos se refiere. Se somete a valoración la conveniencia de hacer obligatoria la publicación de las calificaciones que hayan merecido una emisión de deuda en los supuestos en que se hubiera recurrido a ellas (84). En lo que a este extremo se refiere, de adoptarse la propuesta de la SEC, siempre que un emisor de deuda se sirva de calificaciones crediticias debe hacer pública esta circunstancia (85). La entidad reguladora considera que, de actuarse esta propuesta, devendrían innecesarios los incentivos normativos ahora vigentes en aras de la promoción la voluntaria incorporación de las evaluaciones. Enlazando con la anterior propuesta, y también atendido el censurable papel desarrollado por las agencias de rating en general, y por las NRSROs en particular, en la que hubiera debido ser su colaboración en la prevención de la crisis financiera, la entidad supervisora ha planteado la remoción de la Rule 436 (g). El 15 de octubre de 2009 la SEC publicó un documento (*concept release*) por el que somete asimismo a valoración pública la posibilidad de derogar la exención de responsabilidad que se reconoce en la Rule 436 (g) de la *Securities Act* para las NRSROs (86). Si prospera este planteamiento la actividad de las NRSROs quedaría sujeta al régimen de responsabilidad que se prevé en la sect. 11 de la *Securities Act*, con lo que su régimen jurídico se vería sustancialmente agravado en términos de responsabilidad por su actuación. Esta última opción ha sido acogida, asimismo, por el legislador en la sect. 6012 de la actualmente en tramitación *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* en los términos en que fue aprobada por la Cámara de Representantes el 11 de diciembre de 2009. En esta propuesta normativa, en la actuali-

---

(84) *Vid.,* en relación con este planteamiento, la propuesta de la SEC sobre *Credit Rating Disclosure*, también sometida a información pública <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9070fr.pdf>.

(85) *Vid.,* en relación con este planteamiento, la propuesta de la SEC sobre *Credit Rating Disclosure*, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9070fr.pdf>.

(86) Aprobada en la Cámara de Representantes, la aprobación de la norma se encuentra en la actualidad pendiente de aprobación por el Senado. El documento de propuesta puede consultarse en <http://www.smartpdf.com/register/2009/Oct/15/E9-24547.pdf>.

dad pendiente de aprobación por el Senado de los Estados Unidos, se propone asimismo la remoción de la Rule 436 (g) [87].

La propuesta de derogación de la exención de responsabilidad para las NRSROs que plantea la SEC está sustentada sobre cuatro pilares:

1. La SEC considera que si efectivamente se atiende su propuesta de *disclosure* y se hace obligatoria la publicación de las evaluaciones de las emisiones de deuda, dejan de tener sentido las medidas a través de las que se incentiva su elaboración y publicación. Entre estas medidas se encuentra en la actualidad la exención de responsabilidad de las NRSROs por las evaluaciones emitidas.

2. La *Commission* considera que, pese a las manifestaciones de las propias NRSROs, y de las agencias de calificación en general, en el sentido de afirmar que se limitan a emitir opiniones al margen de cualquier otra pretensión, lo cierto es que a los ojos del supervisor las evaluaciones emitidas por estas entidades no difieren funcionalmente mucho de los demás informes y certificaciones que acompañan a las solicitudes de registro de emisiones de deuda. Sin embargo, las entidades que emiten estos otros informes sí están sujetas a responsabilidad por negligencia en los rigurosos términos señalados en la sect. 11 de la *Securities Act* de 1933.

3. El tercer razonamiento que ha llevado a la SEC a cuestionarse la conveniencia de mantener el *statu quo* en relación con la responsabilidad de las NRSROs se inspira en una mejor protección de los inversores. En este sentido se plantea si la amenaza de incurrir en responsabilidad puede resultar en una mejora cualitativa en la actuación de las NRSROs y, consecuentemente, en una mejora de la información que se hace llegar a los mercados.

4. Por último, la SEC ha considerado asimismo cómo la actual distinción en relación con el diferente tratamiento que reciben las agencias de rating que gozan del estatuto de NRSROs y sus informes resulta en una peor situación de las agencias de calificación de créditos que no disfrutan de tal calificación. Circunstancia que incide negativamente en las posibilidades de competir de las últimas, que, por tanto, se ven disminuidas. Esto es así no sólo desde el punto de vista de la ventaja asociada que para el emisor de deuda supone el incorporar la calificación como inversión recomendada de su emisión por parte de una NRSRO. Además, estas últimas agencias de calificación se encuentran en la ventajosa situación de tener que soportar menos costes en relación con la elaboración de sus evaluaciones. Y ello atendida la circunstancia de que el riesgo de incurrir en responsabilidad cuasiobjetiva sólo lo soportan las agencias

---

[87] El documento puede consultarse en <http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/FinancialRegulatoryReform/111_hr_finsrv_4173_full.pdf>.

de calificación que no se benefician de la consideración administrativa de NRSROs [88].

Debe insistirse sobre la necesidad de conjugar las propuestas de transparencia con la de remoción de la excepción contenida en la Rule 436 (g). De no procederse de una manera coordinada, el impacto de las medidas que se pretenden introducir corre un riesgo de dilución. Y ello porque, de no hacer obligatoria la incorporación de las valoraciones de deuda, bastaría con que las NRSROs se limitasen a realizar las correspondientes valoraciones, pero sin consentir su publicidad en los términos que demanda la sect. 7 a efectos de hacer efectivo el régimen de responsabilidad. Este consentimiento, que para el caso de las agencias de rating tendría un carácter necesario, se instituye en un *prius* para la aplicación del régimen de *incentivos* a la objetividad y diligencia profesional instaurado en la sect. 11 de la *Securities Act*. Como se apunta, esta vía de escape quedaría vedada para las agencias de calificación. En atención a las previsiones de la *Disclosure Proposal* de la SEC, quienes se sirvan de calificaciones de crédito en relación con el registro de la oferta de emisión de valores pasarían a quedar obligados a hacer pública esta circunstancia ("require disclosure by registrants regarding credit ratings in their registration statements […] if the registrant uses the rating in connection with a registered offering") [89].

Así pues, si eventualmente se procede a la adopción conjunta de las medidas sometidas a escrutinio por la SEC, el nuevo sistema sobre el que se articularía la responsabilidad de las agencias de calificación quedaría conformado del siguiente modo:

---

[88] La SEC es consciente del eventual impacto que la incorporación de esta provisión puede llegar a tener en los mercados. En este sentido llama la atención sobre el riesgo que para la industria de la calificación crediticia puede suponer que el recurso a estas evaluaciones en términos administrativos se vea contrarrestado por un incremento en las tarifas que este nuevo contexto conlleve. En relación con lo anterior, puede darse el caso de que la medida conlleve una pérdida en los niveles de competitividad del sector, habida cuenta de que muchas firmas que se han dedicado a esta actividad pueden encontrarse en una peor situación, al no estar en condición de soportar los riesgos asociados a una eventual responsabilidad por negligencia. En esta línea de encarecimiento de costes, los empresarios que pretendan entrar en este sector se van a encontrar con que resulta más gravoso el ejercicio de la actividad. Esta previsión es, además, probable que afecte principalmente a las firmas menos consolidadas, que se van a encontrar en peor situación llegado el momento de afrontar las situaciones relacionadas con una eventual responsabilidad. Del mismo modo esta medida, que conlleva un incremento de los costes, podría llegar a incidir en la opción por las emisiones públicas de deuda, pudiendo los interesados preferir optar por las emisiones privadas. *Vid. Concept Release*, <http://www.smartpdf.com/register/2009/Oct/15/E9-24547.pdf>.

[89] Obsérvese, además, cómo el recurso a la expresión servirse (*uses*) resulta en una configuración extremadamente vaga del ámbito objetivo de la norma. Por esta vía quedaría incorporado a esta obligación de dar publicidad todo recurso a una valoración crediticia, con independencia del estadio en que pretendiese incorporarse: proceso puramente administrativo de registro, referencias en el folleto de emisión o en momentos posteriores con un interés general o para dar respuesta a consultas particulares de inversores. Tales planteamientos pueden consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9070fr.pdf>, concretamente en las pp. 5 y ss.

— La aplicación automática de las previsiones acogidas en la Sect. 7 de las *Securities Act* para las agencias de rating cuando los emisores de deuda se sirviesen de sus calificaciones en el proceso de emisión y colocación de deuda. Con ello se garantiza la publicidad de las valoraciones de deuda.

— Las agencias de calificación quedan sometidas al régimen general de responsabilidad previsto para los que suministran información pública relativa a la emisión y colocación de deuda en los mercados. Se unifica, por tanto, el régimen de responsabilidad a que se sujeta la participación de las agencias de rating en los procesos de emisión de deuda pública. El régimen previsto en la sect. 11 de la *Securities Act* de 1933 se extendería también a las NRSROs partícipes en la emisión de deuda.

3. El régimen de responsabilidad a que se sujeta la actuación de las agencias de rating en el Derecho norteamericano

Las consideraciones introducidas tanto por el House Committee on Financial Services en la propuesta de *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* como por la SEC inciden, como se ha visto, en la remoción de la excepción de la Rule 436 (g), que deja a las NRSROs al margen del régimen de responsabilidad instaurado por la Sect. 11 de la *Securities Act* de 1933. La sect. 11 impone una responsabilidad cuasiobjetiva por los *misstatements* en que puedan haber incurrido los partícipes en la elaboración de la documentación que debe elaborarse en la tramitación del registro de la emisión de deuda. Atendidos los términos de esta responsabilidad, y a los efectos que ahora nos interesan, el profesional demandado puede oponerse a la demanda de responsabilidad probando que la información impugnada fue el resultado de su actuación diligente [(90)]. La introducción de las propuestas de remoción de la excepción de la Rule 436 (g) supone reconducir la responsabilidad de las agencias de rating, tanto de las que gozan del reconocimiento como NRSROs como de las que no, a los términos de la sect. 11 cuando participen en las operaciones de emisión de deuda con sus valoracio-

(90) Debe, para ello, probar que "he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe that the statements were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein" [sect. 11 (b) Securities Act]. Obsérvese que se invierte la carga de la prueba, correspondiendo al demandado probar su actuación diligente. Para exonerarse de esta responsabilidad no sólo dispone el demandado con fundamento en las sects. 7 y 11 de una *Due Diligence defense,* sino que dispone de otra *Affirmative defense*. Así también está en condiciones de exonerarse de responsabilidad cuando pueda probar que el adquirente de los títulos era conocedor del error de sus valoraciones o de su emisión al tiempo de proceder a la adquisición de los títulos [sect. 11 (a) Securities Act]. La jurisprudencia norteamericana ha reconocido otras defensas sustentadas en la concurrencia de circunstancias objetivas y genéricas que impedían la prueba de la existencia de un nexo causal entre la valoración atacada y la pérdida del inversor, *vid. Beecher v. Able*, 435 F. Supp. 397 (S.D.N.Y.1975) o *Ackerman v. Oryx*, 810 F.2d. 336 (2nd Cir. 1987).

nes [91]. Este planteamiento, sin embargo, choca frontalmente con el régimen sobre el que se venía articulando jurisprudencialmente la *responsabilidad/irresponsabilidad* de las agencias de rating por la información suministrada a través de sus calificaciones. En este sentido debe advertirse que la jurisprudencia de los Estados Unidos de Norteamérica viene considerando que la actuación de estas instituciones queda cubierta, como se sabe, por la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, a través de la que se garantiza la libertad de expresión [92].

Entiende la jurisprudencia que las agencias de calificación de créditos se limitan a realizar comunicados y a emitir información referida a asuntos de interés público y, por lo tanto, quedan amparadas por el derecho a la libertad de expresión en los términos con que se ha desarrollado tal derecho atendido lo recogido en la Primera Enmienda de la Carta Magna de los Estados Unidos [93]. Las agencias de rating, han venido entendiendo los Tribunales norteamericanos, se limitan, a través de sus calificaciones de deuda, a emitir opiniones sobre la calidad del emisor o de la concreta emisión de deuda. Y como tales opiniones, se benefician de la máxima tutela que se reconoce al amparo de la Primera Enmienda, enmarcándose su actuación en el régimen previsto para la libertad de prensa (*New York Times Privilege*) [94]. Ahora bien, el alcance de este derecho a la libertad de opinión del que se benefician las agencias de rating no es absoluto. Y ello porque este *privilegio* está limitado por la actuación con *actual malice* del que omite o emite una información errónea o falsa de interés público (*matters of public concern*). Para evaluar la concurrencia de tal conducta se requiere entrar a

---

[91] Llegados a este punto creemos que procede recordar cómo la SEC tiene declarado que la Rule 436(g) no implica en términos absolutos que las NRSROs queden al margen de cualquier tipo de responsabilidad por su actuación. Así, se ha considerado que en una interpretación extensiva de la normativa de prevención de fraude, y en concreto en atención a lo previsto en la sect. 10 (b) de la *Securities Exchange Act* de 1934, las NRSROs pueden llegar a responder por su actuación dolosa en relación con aquellas declaraciones que se reputen falsas, o bien que se hubiesen realizado de manera *extremadamente* negligente; *vid.,* en este sentido, *Sanders v. John Nuveen & Co*, 554 F.2d 790 (7th Cir. 1977), en la que se determina que los estándares propios del *scienter* (dolo) pretenden prevenir aquellas conductas "so highly unreasonable and such extreme departure from the standards of ordinary care as to present a danger of misleading the plaintiff to the extent that the danger was either known to the defendant or so obvious that the defendant must have been aware of it".

[92] Son muchas las sentencias que han venido adoptando este planteamiento. Así, entre otras, *Compuware Corp. v. Moody's Investors Servs., Inc*., 499 F.3d 520 (6th Cir. 2007), *Jefferson County Sch. Dist. No. R-1 v. Moody's Investors Servs., Inc.*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999), *re Enron Corp. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.* 511 F.Supp.2d 742, 825 (S.D. Tex 2005).

[93] En la determinación del contenido y alcance de este derecho la sentencia de referencia es el famoso caso de N.Y. Times Co. v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964).

[94] Así, *Milkovitch v. Lorain Journal Co*., 479 U.S. 1, 18-20 (1990), *Compuware Corp. v. Moody's Investors Servs., Inc*., 499 F.3d 520 (6th Cir. 2007), *Jefferson County Sch. Dist. No. R-1 v. Moody's Investors Servs., Inc.*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999).

ponderar si el que emite la información se encuentra en una situación en la que no puede desconocerse que tuviera *serious doubts as to the truth of its publication* (95).

En relación con la extensión de esta máxima protección a que venimos haciendo referencia, pueden introducirse objeciones del tipo de entrar a valorar hasta qué punto el objeto de la información que se suministra a los mercados financieros por las agencias puede considerarse de interés público. Tal y como el Tribunal Supremo recogió en el caso de referencia en materia de libertad de expresión, *New York Times v. Sullivan*, el derecho a la libre expresión *extends to a great variety of subjects and includes matters of public concern*. Y en esta línea se ha reconocido cómo la expresión de opiniones sobre productos que se comercializan entra dentro de estos amplios contornos (96). Tal y como se ha recogido en una reciente resolución, las agencias de rating están en condiciones de emitir informes y valoraciones de interés público. Por lo cual sólo incurren en responsabilidad por su contenido en los casos en que incurran en *actual malice* en la omisión de información o en la emisión de información errónea o falsa (97).

Se ha insistido, por otro lado, en la circunstancia de que las emisiones de evaluaciones por parte de las agencias de rating no se realizan siempre de forma gratuita. Antes bien, lo más habitual es que sean requeridas por las propias entidades evaluadas, una vez alcanzado el correspondiente acuerdo en relación a su precio. Esta circunstancia no ha sido óbice para considerar que las evaluaciones emitidas por estas agencias quedan protegidas por lo dispuesto en la Primera Enmienda de la Constitución norteamericana. Y ello porque, con independencia de su carácter oneroso o no, las evaluaciones en sí mismas consideradas se presentan como independientes, refiriéndose la opinión vertida a la concreta emisión atendidas sus particulares circunstancias o, en otros casos, a los niveles de solvencia del emisor. Así lo ha declarado también la jurisprudencia al afirmar que lo relevante es el contenido de la valoración, en el sentido de que de ella no se desprenda ningún elemento que pueda considerarse oferta o invitación a ofertar (98).

---

(95) *Vid. St. Amant v. Thompson*, 390 U.S. 727, 731 (1968), *Harte-Hanks Commc'ns, Inc. v. Connaughton*, 491 U.S. 657, 688 (1989).

(96) *Vid. Lowe v. SEC, 472 U.S., 181, 210, n.58 (1985)*. En *Bose Corp. v. Consumers Union of U.S., Inc*., 466 U.S. 485, 513 (1984), se entendió que la evaluación de calidad de un producto destinada a los consumidores debe considerarse como una declaración merecedora de toda la protección resultante del reconocimiento a la libertad de expresión en los términos que establece la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos.

(97) *Vid. Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co*., F. Supp.2d, 2009 WL 2828018, at *9 (S.D.N.Y. 2009).

(98) *Vid. Commodity Trend Serv. Inc. v. CFTC,* 149 F. 3d 685-686 (7th Cir. 1998), que establece cómo los Tribunales deben centrarse en el contenido de la publicación, abstrayéndose de que ésta sea resultado de una obligación asumida en virtud de un negocio jurídico oneroso, siendo lo relevante, a efectos de dispensar la máxima protección resultante de la Primera Enmienda, que sean *impersonal evaluations* de riesgo que no impliquen oferta alguna.

Se distingue, pues, respecto de lo que se considera información comercial (*comercial speech*). Esta discriminación es relevante habida cuenta de que el amparo constitucional que merecen estas últimas declaraciones es menor que el reservado para la información reputada como de interés público. En este sentido, una información no se considera comercial tanto por el hecho de que su contenido sea económico o porque se distribuya gratuita u onerosamente, sino, más bien, tal y como ha señalado el Tribunal Supremo de los Estados Unidos, por el hecho de que contenga una oferta o, en su caso, una *invitatio ad offerendum* (99). La jurisprudencia norteamericana entiende que, a diferencia de la consideración que pueda merecer la información suministrada a la SEC o el folleto en que se recogen las condiciones de emisión de un determinado producto financiero —cuyo objetivo último es promover su contratación—, las evaluaciones emitidas por las agencias de rating se limitan a informar. De hecho, se afirma, así se advierte en la propia evaluación cuando las agencias hacen constar su carácter puramente informativo, absteniéndose de emitir ningún tipo de recomendación de compra, venta o conservación de los activos a que van referidas. Tal y como se ha recogido en *Commodity Trend Serv. Inc. v. CFTC* (100) en la que se decidió que, efectivamente, la publicación de información referida a la valoración de una emisión de futuros era merecedora de protección bajo el derecho a la libertad de expresión. En esta sentencia se señaló cómo una evaluación emitida por una agencia de rating debía recibir un tratamiento análogo al reservado a la valoración de un restaurante o a un artículo valorando un producto para los consumidores, si bien trasladado su ámbito material al escenario de los mercados financieros. En esta misma línea argumental, en la ya citada resolución de *Lowe v. SEC* se insiste en la idea de que, al igual que una evaluación de un restaurante no propone ninguna oferta al lector en relación con el restaurante, las evaluaciones de deuda no introducen ningún tipo de oferto o *invitatio ad offerendum*, no pudiendo, por tanto, considerarse información comercial en los términos ya vistos (101).

4. Consecuencias de la remoción de la Rule 436 (g)

Atendidas estas consideraciones, resulta obvio que la introducción tanto de las propuestas sometidas recientemente a pública valoración por la SEC como la resultante de lo establecido en la sect. 6012 de la propuesta de *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* en los términos en que fue aprobada por la Cámara de Representantes el 11 de diciembre de 2009, suponen un giro copernicano en el que, hasta el momento, ha venido siendo el marco de la actuación de las agencias de calificación de créditos en general y de las NRSROs en particular. La responsabilidad de las agencias

---

(99) *Vid. 44 Liquormart, Inc. v. Rhode Island*, 517 U.S. 484, 496-500 (1996), *Bolger v. Youngs Drug Prods. Corp*., 463 U.S. 60, 66-67 (1983), *Virginia State Bd. Of Pharm. v. Virginia Citizens Consumer Council, Inc*., 425 U.S. 748, 762 (1976).

(100) 149 F. 3d 679, 686 (7th Cir. 1998).

(101) Así también en *SEC v. Wall St. Publ'g Inst., Inc*, 851 F.2d 365, 372 (D.C. Cir. 1988).

de rating tanto en atención a lo previsto en la *Securities Exchange Act* de 1934 (102) como en atención a la interpretación jurisprudencial de su alcance en términos de ejercicio del derecho a la libertad de expresión se valora en términos de *scienter*/*actual malice* y no de *due dilligence,* como resultaría de los planteamientos normativos en fase de evaluación. En el caso concreto en que se extienda a las NRSROs el régimen de responsabilidad previsto en la sect. 11 de la *Securities Act*, la actuación de las NRSROs pasaría a quedar sujeta a un régimen de responsabilidad cuasiobjetiva. Este régimen conlleva que, en caso de demanda por parte de los inversores (103), cae sobre las NRSROs la carga de probar su actuación diligente (104). Bajo el régimen actual, para que prospere tal demanda habría de estarse a los mecanismos tutores del derecho de la libertad de expresión, por lo que corresponde entonces al demandante la prueba de la concurrencia de dolo en la actuación de la agencia. Esto es, le corresponde probar que los fallos en el pronóstico emitido por la agencia son el resultado de una actuación dolosa por parte de aquélla (105). La polémica está, pues, servida llegado el momento de cohonestar la normativa reguladora de los mercados financieros con la tutela constitucional que, hasta el momento, ha venido mereciendo la actividad de las agencias de calificación. En estos términos, y dejando al margen otros condicionantes que puedan incidir en la toma de decisión del legislador o de la SEC, resultan palmarias las dudas que suscita la constitucionalidad de sus propuestas actualmente en fase de estudio y tramitación, atendida la que ha venido siendo la postura de la jurisprudencia norteamericana.

Zaragoza, 28 de febrero de 2010

---

(102) *Vid. supra* nota 91.

(103) La sect. 11 prevé cómo puede demandar, con fundamento en la norma, cualquier persona que haya adquirido los valores, bien sea originaria o derivativamente, en relación con estos extremos, *vid. Joseph v. Wiles*, 223 F. 3d 1155 (10th Cir. 2000), *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.*, 191 F.3d 1076 (9th Cir. 1999).

(104) El incremento de los niveles de litigiosidad asociados a este planteamiento son previsibles. En efecto, no debe obviarse que mediante las previsiones contenidas en las sect. 7 y 11 de la *Securities Act* se procuró, tal y como reconoció en su momento el Tribunal Supremo, la promoción de la incorporación de estándares de conducta en la actuación de los intervinientes en las operaciones de emisión de valores a los mercados financieros. Así, dentro de los límites que se establecen en la sect. 11 (e) se reconoce la responsabilidad objetiva del emisor de la deuda por la realidad de la información suministrada a los mercados. Pero, sin embargo, los demás *experts* que hubiesen participado en la configuración de la referida información quedan sujetos a un régimen de responsabilidad por negligencia, quedando liberados de responsabilidad alguna si están en condiciones de poder probar que actuaron con *due diligence*. Sin perjuicio del rigor de este régimen, recordemos que también es cierto que queda sujeto a un presupuesto: que el experto consienta (*consents*) la incorporación de la documentación referida. Y es en relación a este punto donde se agrava, comparativamente, el régimen de responsabilidad a que se sujeta la actividad de las agencias de rating.

(105) *Vid. Anderson v. Liberty Lobby Inc*., 477 U.S. 242, 244 (1986), *Gertz v. Robert Welch, Inc*. 418 U.S. 323, 342 (1974).

LAS NUEVAS "SOCIMI" ANTE EL FRACASO DE LOS INSTRUMENTOS DE ESTÍMULO DE LA VIVIENDA EN ALQUILER EN ESPAÑA

(¿El final del mercado artesanal de arrendamiento de viviendas, la panacea de la crisis inmobiliaria o simple vehículo de inversión?)

JESÚS ANTONIO ROMERO FERNÁNDEZ

Doctor en Derecho.
Universidad de Sevilla

RESUMEN

En los últimos años el Gobierno ha barajado diversas fórmulas alternativas a la propiedad para solventar el problema de la vivienda, ante la subida de los precios y la elevación del nivel de esfuerzo requerido para su adquisición en propiedad. Entre ellas se encuentra la potenciación del mercado de alquileres, por medio de las nuevas Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, creadas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre. En el presente artículo se pretende analizar el régimen jurídico-privado de estas sociedades, lo que nos ayudará a conocer cuál puede llegar a ser el papel que van a jugar en la potenciación del mercado de la vivienda en alquiler o si, por el contrario, van a convertirse en meros instrumentos de inversión.

Palabras clave: *El problema de la vivienda, fórmulas alternativas a la propiedad, Ley 11/2009, de 26 de octubre, mercado de la vivienda en alquiler.*

ABSTRACT

All along the last three years, the Government has been framing different options in property policies in order to solve the housing problem due to the prix rise and the increasing difficulties borne to buy a large property. Among these alternatives we have lately found a strengthened rental-housing policy, by means of the new Public Limited Companies quoted in real estate market set up by the 11/2009 law, 26th October. By this article it is expected to assess these corporation's private legal system, something that is going to represent a great help to get to know what role the strengthening of the rental-housing policy will play, or otherwise it will become some simple investment tool.

Key words: *The housing problem, options in property policies, 11/2009 law, 26th October, the rental-housing policy.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIAS EN ESPAÑA COMO INSTRUMENTO DE ESTÍMULO DE LA VIVIENDA EN ALQUILER. REALIDAD O QUIMERA.

1. Ideas previas.
2. Tipos de inversión que pueden realizar las IICI. Críticas al régimen existente.

III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN EL NUEVO ESCENARIO INMUEBLE EN ESPAÑA.

1. Preliminar.
2. Delimitación de los FII.
3. Los inmuebles que pueden ser objeto de inversión o aportación no dineraria por parte del FII.
4. Propuestas para revitalizar el mercado de los FII.

IV. EL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO CUANDO EL ARRENDADOR ES UN FII. PROPUESTAS DE *LEGE FERENDA* PARA CONSEGUIR SU ÉXITO EN ESPAÑA.

1. El art. 13.2 de la LAU/1994.
2. La posibilidad de incluir el arrendamiento de los FII en la expresión "análogo derecho de goce" del art. 13.2 de la LAU.
3. Propuestas de *lege ferenda*. Propuestas de modificación de la LAU.

V. LOS REITS.

VI. LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO. ¿LA PANACEA DE LA CRISIS O SIMPLE VEHÍCULO DE INVERSIÓN?

1. Ideas previas.
2. El régimen legal aplicado a las SOCIMI.
3. Las SOCIMI como sociedades abiertas admitidas a negociación oficial.
4. El objeto social de las SOCIMI.

4.1. Preliminar.
4.2. La adquisición y promoción de bienes inmuebles.
4.3. Adquisición de participaciones en otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REIT?).
4.4. La tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria.
4.5. Otras actividades accesorias incluidas dentro del objeto social.

5. El capital social de las SOCIMI.
6. La obligación de distribución de beneficios.
7. El recurso a la financiación ajena.
8. Conclusión.

I. INTRODUCCIÓN

Las políticas de los diferentes Gobiernos de nuestro país se han caracterizado por potenciar la adquisición de la vivienda, contemplando el alquiler como una opción puramente residual pensada exclusivamente para aquellos sectores de población que no podían acceder a la vivienda en propiedad (1). Como consecuencia de ello, España se ha convertido, de un lado, en el país con mayor número de propietarios de sus

---

(1) Si comparamos la situación existente en España en la actualidad con la etapa franquista, se observa el paso de la preponderancia del alquiler de vivienda en 1953 al indiscutible dominio de la propiedad en nuestros días; es decir, se ha evolucionado desde un incontestable dominio del alquiler a un incontestable dominio de la propiedad, como solución preferida para solventar la necesidad de vivienda. Esto por sí solo sirve para poner de relieve que en España existe una extendida creencia de que los ciudadanos tienen una especial querencia por la vivienda en propiedad. Se trata de una situación creada que emana de la política seguida al respecto por el franquismo y continuada por los diferentes Gobiernos. El desarrollo del mercado de alquileres de viviendas en nuestro país se ha visto gravemente dificultado como consecuencia del carácter excesivamente tuitivo de las diferentes leyes arrendaticias urbanas. Sin necesidad de retrotraernos más allá, así resulta de la Ley de Arrendamientos Urbanos de 1964 (la Ley anterior a la de 1964 era la de 13 de abril de 1956), cuyo texto refundido, aprobado por Decreto de 24 de diciembre de 1964, fue calificado, tanto por su lenguaje como por su técnica, de *plus quam imperfecta* (DE COSSÍO, A., *Instituciones de Derecho Civil,* I, Madrid, 1975, p. 390), convirtiendo, según este mismo autor (*op. ult. cit.,* p. 389), un Derecho de carácter *excepcional* en un Derecho *especial*. Así, se establecía en favor del arrendatario determinados beneficios, calificados de irrenunciables —salvo en ciertos casos—, especialmente el de prórroga forzosa (art. 6 de la LAU/64), que podía extenderse, incluso, a los descendientes del arrendatario. En relación a terceros adquirentes, el art. 57 de la LAU establecía la subsistencia del contrato "aun cuando un tercero suceda al arrendador en sus derechos y obligaciones", alterando el principio —"venta quita renta"— consagrado por el art. 1571 del Cc. Para que se produjera este efecto no era necesaria, por consiguiente, la inscripción del derecho de arrendamiento en el Registro de la Propiedad, lo que suponía una grave alteración de principios básicos del sistema, cual el de legitimación (art. 38.1 de la LH) o el de fe pública registral (art. 34 de la LH), que se erigen en propiedades normativas que fundamentan la concepción de la inscripción como título-valor.

El texto que sirve de base de toda la política de reformas estructurales y de política económica seguida por los diferentes Gobiernos democráticos es, sin duda, el que contiene los denominados Pactos de la Moncloa, firmados por las diferentes fuerzas políticas del arco parlamentario en 1977, y que constituye la base de la continuidad de la política económica que ha caracterizado a nuestro país durante todo este período, base del éxito económico alcanzado; *vid.,* muy especialmente, apartado V de dichos Pactos, que se refería a "Política de urbanismo, suelo y vivienda", que se subdividía en dos apartados: A) *Urbanismo y suelo* y B) *Vivienda*, y donde se ponía de manifiesto que la prioridad era la construcción —si bien, a su vez, para las rentas más desfavorecidas— dirigida a la adquisición en propiedad, como se deduce de la previsión referente a la potenciación de un mercado eficiente de hipotecas, para cuya financiación ya se hace referencia a la necesidad de una regulación de fondos de inversión que obligaría a tomar como activo las hipotecas sobre inmuebles. Esta previsión había que entenderla referida no tanto a los futuros Fondos de Inversión Inmobiliaria cuanto a la necesidad de creación de un mercado de títulos hipotecarios como instrumento de financiación de la demanda de crédito necesario para la construcción y adquisición de inmuebles destinados a vivienda. A ello respondió la Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario, desarrollada posteriormente por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de ésta. Desde entonces, en materia de arrendamientos, caben ser citadas, esencialmente, tres reformas, todas ellas insuficientes para la creación de un auténtico mercado de viviendas en alquiler, aunque todas ellas orientadas en la dirección adecuada. En primer lugar, el Real Decreto-Ley 271/1985, de 30 de abril, sobre medidas de política económica —popularmente conocido momo *Decreto Boyer*—, el cual derogó el derecho de prórroga forzosa del arriendo establecido por el art. 57 de la LAU, si bien sin efectos

propias viviendas de la UE, junto con Irlanda, y, de otro lado, como contrapartida, en el de menor número de inquilinos de su propia vivienda, con una tasa de alquiler que está muy alejada de la que se considera adecuada para el buen funcionamiento de un saneado mercado inmobiliario (2). El hecho de que los ciudadanos no puedan optar por un mercado saneado de vivienda en alquiler (en términos de calidad y precio), lejos de parecer algo meramente circunstancial, causa fuerte presión sobre el mercado de vivienda en propiedad, poniendo en riesgo el mandato constitucional dirigido a los poderes públicos de promover el acceso a una vivienda digna (art. 47 de la CE). Las condiciones para el acceso a una vivienda en propiedad en España (3) han venido obstaculizando la demanda potencial de la de alquiler (4).

---

retroactivos y, por tanto, tal medida era únicamente aplicable a los contratos celebrados con posterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto-Ley (*cfr.,* muy especialmente, art. 9 de este Real-Decreto). En segundo lugar, la Ley 29/1994, de 24 de noviembre, de Arrendamientos Urbanos, que derogó el Texto Refundido de la Ley de Arrendamientos Urbanos aprobado por Decreto de 24 de diciembre de 1964 y también el denominado *Decreto Boyer* de 1985, cuyo art. 9 había derogado, a su vez, el art. 54 de la LAU/64 referente al derecho de prórroga forzosa del arrendatario. En esta Ley 29/1994, en líneas generales, por lo que se refiere al arrendamiento de viviendas, la duración mínima del contrato se establece en cinco años —aunque el pactado fuera inferior— con posibles prórrogas anuales, si no media denuncia, por períodos máximos de tres. En tercer y último lugar, la Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo modificó diferentes preceptos de la Ley de Enjuiciamiento Civil con la finalidad de agilizar los juicios de desahucio por falta de pago (*cfr.* Disposición Final Primera).

(2) Los países que lideran el porcentaje de vivienda en alquiler son Alemania, Austria, Holanda, Polonia, Dinamarca, Francia y Suecia, de lo que se deduce que un porcentaje que se aproxime al que tienen estos países podría ser deseable (estamos muy lejos de la media europea, que se sitúa en el 38 por 100); estaríamos hablando de algo más del 20 por 100 de la vivienda ocupada (cfr. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>). El número de viviendas en alquiler en España ha ido decreciendo progresivamente, acompañando los sucesivos Planes de Vivienda que normalmente poco interés han deparado al potencial arrendatario, mientras que el Plan actual 2009-2012 (RD 2066/2008 —BOE 24 de diciembre de 2008, núm. 309, p. 51909—) parece no encontrar el encaje esperado en el mercado inmobiliario.

(3) Entre otros resultan especialmente llamativos los siguientes datos: 1) España es el país de la UE con mayor gasto público en materia de política de viviendas, según la Asociación Hipotecaria Española; 2) en relación a su nivel de inflación tiene unos tipos de interés hipotecarios muy bajos; 3) es el país que presentaba uno de los mejores niveles de accesibilidad a la vivienda en propiedad hasta hace muy poco, hasta el punto de que, para una misma vivienda, resultaba más barata la cuota hipotecaria estándar en caso de adquisición que la merced arrendaticia; 4) el inquilino goza de una protección excesiva, incluso tras la LAU de 1994 y la reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil en 2003, que únicamente se han visto disminuidos en parte por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, de medidas de fomento y agilización procesal del alquiler y de la eficiencia energética de los edificios; 5) lentitud de la justicia y de los procedimientos judiciales; 6) falta de un mercado organizado y desarrollado de arrendamientos de vivienda por falta de oportunidades de negocio, al contrario de lo que sucede, por ejemplo, en los mercados hipotecarios y de la promoción inmobiliaria dirigida a la adquisición en propiedad.

(4) Sin una alternativa atractiva al dominio, los necesitados de vivienda se ven en la necesidad de adquirir una en propiedad. La consecuencia más evidente en los últimos años ha sido la gran dependencia de las familias españolas del crédito hipotecario, provocando un gran endeudamiento generalizado que, junto a la coyuntura actual de paro, pone en grave riesgo a nuestra economía y, en

Ha sido en los últimos años cuando, ante la subida de los precios de las viviendas y la elevación del nivel de esfuerzo requerido para su adquisición en propiedad, se han empezado a barajar fórmulas alternativas a la propiedad para solventar el problema de la vivienda, entre ellas, la potenciación del mercado de alquileres. En la medida en que se consiga potenciar dicho mercado, se generará una demanda que, a su vez, constituirá una importante oportunidad de negocio para las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, SOCIMI), creadas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE núm. 259, de 27 de octubre de 2009; en adelante Ley 11/2009). La cuestión debemos centrarla en analizar el régimen jurídico-privado de estas sociedades, lo que nos ayudará a conocer el papel que pueden llegar a jugar en la potenciación del mercado de la vivienda en alquiler, de modo que sea una alternativa real a su adquisición en propiedad (5).

A nuestro juicio, para que en España se pueda paliar la dependencia que existe de la vivienda en propiedad es necesario que se adopten, entre otras, las siguientes medidas.

En primer lugar, que el diferencial de accesibilidad sea suficientemente favorable al alquiler en términos fiscales, incluso en escenarios de tipos de interés bajos. Es decir, es necesario que se produzcan cambios de legislación de carácter tributario, incentivando sobremanera el alquiler y autorizando deducciones por capital invertido en su pago (6). En segundo lugar, que se reforme la Ley de Enjuiciamiento Civil y la Ley de Arrendamientos Urbanos. En tercer lugar, que se busquen instrumentos jurídicos que garanticen el acceso a la vivienda de manera estable, más allá de la propiedad

---

particular, al acceso a una vivienda digna. La *European Federation of National Organizations Working with Homeless*, en *El papel de la vivienda en el sinhogarismo. Alojamiento y exclusión residencial. Tema anual 2008,* Bruselas, 2008 (<www.feantsa.org.>), p. 45, mantiene que "La disponibilidad de viviendas aptas y a precios asequibles ha ganado importancia como factor desencadenante de situaciones de sinhogarismo. Esto se debe a la expansión, y subsiguiente crisis del mercado inmobiliario, así como a cambios en la economía global, a la disminución del número de viviendas sociales disponibles y a cambios demográficos". Añade que "las modalidades de vivienda en propiedad y alquiler en el mercado privado, pueden constituir una solución de alojamiento para familias con ingresos medios y bajos, debiéndose promover las políticas públicas de viviendas de protección oficial para las familias más vulnerables".

(5) *Vid. infra* apdo. VI, donde hacemos una aproximación a los principios, finalidad y propósito de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (cfr. BOE núm. 259, de 27 de octubre de 2009).

(6) *Cfr.* art. 68.9 de la Ley 35/2006, introducido por Ley 51/2007, de 26 de diciembre (RCL 2007, 2354), con efectos desde enero de 2008. Además, es compatible con beneficios fiscales parecidos introducidos por algunas CC.AA. como Madrid (regulado en el art. 1.2.5 de la Ley 3/2008, de 29 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas —BOE de 18 de marzo de 2008, núm. 310, p. 618—) o Cataluña (regulado en el art. 1.1 de la Ley 31/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas —DOGC núm. 3791, 31 de diciembre de 2002, p. 23166—). A su vez estas medidas se han compatibilizado con ayudas directas a inquilinos jóvenes (renta básica de emancipación).

y el alquiler (7). En cuarto y último lugar, aunque únicamente como medida extrema en caso de que la coyuntura de crisis económica lo aconsejase, que se obligue a los propietarios de viviendas permanentemente desocupadas a alquilarlas, bajo sanción de expropiación de su usufructo (8).

Mientras no se cumplan buena parte de las medidas apuntadas, los agentes se comportarán de manera racional e invertirán racionalmente, es decir, en propiedad, especialmente si hay un escenario de crecimiento sostenido de los precios de la vivienda. Para ello no sólo es necesario que se desarrollen, en relación al arrendamiento, políticas públicas (incluidas las fiscales) de la misma o superior intensidad que las desarrolladas para facilitar la adquisición en propiedad, sino, además, desde el lado de la oferta, es imprescindible que ese mercado se profesionalice (9). Es aquí donde las SOCIMI pueden estar llamadas a desempeñar un importante papel si tienen por finalidad esencial la promoción de dar los inmuebles en alquiler, su generalización y el aumento de su calidad. Ésta ha sido, no obstante, la finalidad de los Fondos de Inver-

---

(7) Diversos países de nuestro entorno han puesto en marcha mecanismos innovadores o nuevas aplicaciones de instituciones tradicionales. Como ejemplo de los primeros destaca la *shared-ownership* en el Reino Unido [Vid., sobre esta figura, el análisis que realiza HOUSING CORPORATION, *Have you heard about shared ownership?,* septiembre, 2005, pp. 13 y ss. (<www.housingcorp.gov.uk>) e Irlanda *(Vid.,* sobre este mecanismo implantado en Irlanda, HOGAN, Jo., "Housing initiatives: the shared ownership lease and affordable housing"*, Conveyancing & Property Law Journal,* núm. 83, 12 (3), 2007], que se trata de un sistema consistente en tener una parte de la vivienda en propiedad y otra parte en alquiler, de manera que la necesidad de crédito es mucho menor y la parte alquilada se puede ir comprando poco a poco. Entre los segundos, sobresalen los *leaseholds,* que consisten en arrendamientos de larga duración, por varias decenas, centenares o, incluso, miles de años, que pueden inscribirse y abrir folio en el Registro de la Propiedad y sobre los que se pueden constituir derechos reales. En la práctica funcionan como derechos de propiedad pero dan un sentido de pertenencia al inquilino, lo que redunda en el buen mantenimiento de las fincas. Además son transmisibles *inter vivos* y *mortis causa* sin límites [el *English Housing Survey* 2006/2007 (*vid.* los datos en <www.communities.gov.uk>) reveló que en Inglaterra había 14,6 millones de viviendas ocupadas por un derecho real estable (*freeholds* y *leaseholds*), de los cuales 1,6 eran casas o pisos en *leasehold*].

(8) Ésta ha sido la medida adoptada por la Ley de Vivienda Catalana 18/2007, de 28 de diciembre, del derecho a la vivienda DOGC, núm. 5044, de 9 de enero de 2008, p. 1609. Según el artículo 42.6 de esta norma, si después de que la Administración Pública haya dado todas las facilidades a un propietario de una vivienda "permanentemente vacía" o "permanentemente desocupada" éste la sigue sin alquilar, se le abrirá expediente y si, pasados dos años, aún se mantiene dicha situación, la Administración procederá a la expropiación del usufructo de dicha vivienda (en el Anteproyecto de Ley se barajó la posibilidad de expropiar el dominio), por incumplimiento de la función social de la propiedad (art. 33.2 de la CE). Hay que tener presente que, según el Instituto Nacional de Estadística, en 2001 existían en España 3.106.422 viviendas familiares vacías, siendo Cataluña la segunda comunidad autónoma, tras Andalucía, con más número de éstas. Se trata de una cifra alcanzada justo al comienzo del *boom* inmobiliario, durante el cual se ha construido mucho más de lo que se necesitaba y, por lo que se ha visto, más de lo que se podía absorber por nuestro mercado. Para 2011 se prevé que el porcentaje de viviendas vacías en España (13,8 por 100) supere las viviendas en alquiler —9 por 100— (fuente: Cáritas Española, en diario *El Mundo* 25 de noviembre de 2008, <http://www.elmundo.es/elmundo/2008/11/19/solidaridad/1227105726.html>).

(9) En este contexto las SOCIMI pueden ser la gran alternativa a largo plazo para dar salida al gran número de viviendas en *stock* que existe en nuestro sector inmobiliario como consecuencia de la falta de financiación y del riesgo que vive el inversor, pudiendo lograr minimizar, en parte, los efectos

sión Inmobiliaria (en adelante, FII), regulados en la Ley 35/2003 (10), aunque a la luz de las cifras de la vivienda en alquiler, del volumen de fincas gestionadas y del número de vehículos financieros existentes, esa finalidad no ha sido alcanzada.

II. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIAS EN ESPAÑA COMO INSTRUMENTO DE ESTÍMULO DE LA VIVIENDA EN ALQUILER. REALIDAD O QUIMERA

1. Ideas previas

Las IICI, en sus distintas modalidades (ya sean de carácter financiero o no financiero, ya se configuren como sociedades o como fondos de inversión), son entidades creadas para la captación y gestión del ahorro minorista con destino al mercado de capitales que permiten que pequeños ahorradores puedan acceder a éste que, de otra

---

de la crisis económica en que están inmersos los propietarios de bienes inmuebles, y la incertidumbre que impide invertir a los inversores [el Preámbulo de la Ley 11/2009 establece que las SOCIMI son "un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario y, más en concreto, al mercado de alquiler". Aunque a continuación incluye dentro de estos inmuebles "tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes y oficinas, entre otros", las SOCIMI se esperan como una medida para la promoción de la vivienda en alquiler en España; además, ésta ha sido la idea anunciada por los medios de comunicación; *vid.,* entre otros, diario *El Mundo* (ed. impresa), "Un plan que llega tarde" de fecha 26 de diciembre de 2008; *Actualidad Económica,* "Se alquila rentabilidad para inversor impaciente", 23 de diciembre de 2008 que se expresa sobre el contexto de surgimiento de las SOCIMI en los siguientes términos: "La crisis está creando nuevos nichos en el mercado del arrendamiento, como son las viviendas en las que todas las habitaciones tiene cuarto de baño. Este producto cubre las expectativas de quienes han tenido que malvender su casa, no tienen suficiente para una nueva y necesitan un alojamiento transitorio, barato y con cierta autonomía. Los 300 ó 350 euros que se pueden pedir por una habitación en Madrid o Barcelona suben a 500-550 euros si tiene baño incorporado"; diario *Expansión,* "El alquiler medio sube ya el triple de lo que marca el IPC", 16 de enero de 2009, que señala que: "las nuevas Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) se volcarán en el alquiler, encareciéndolo aún más según las previsiones de los analistas. El alza del 4,4% del precio de los alquileres contrasta con la caída del valor de las viviendas libres (usadas y nuevas sin protección) en venta, que en 2008 alcanzó el 3,2%, según el Ministerio de la Vivienda"]. Pero antes de analizar el régimen jurídico privado de las SOCIMI debemos esbozar las causas del fracaso de los diversos instrumentos de estímulo de la vivienda en alquiler hasta el momento y el campo de las explicaciones comúnmente aportadas sobre la implantación y regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en delante, IICI) [sobre las IICI pueden verse, entre otros, TAPIA HERMIDA, A., "El Proyecto de Ley sobre Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria", *RDBB,* núm. 4, 1991, pp. 1188 y ss.; *Idem*, "La Ley sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre los Fondos de Titulización Hipotecaria", *RDBB,* núm. 46, 1992, pp. 567 y ss.; *idem*, "I Fondi Immobiliari nell'ordinamento spagnolo e portoghese", en *I Fondi Comuni Inmobiliari. Esperienze auropee e propettive italiane* (dir. VELO, D. y FRUSCIO, D.), Milán, 1989, p. 69 y ss.; *idem,* "La nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria en España", *Revista Iberoamerica de Mercados de Valores,* núm. 14, marzo 2005, pp. 54 y ss.; *idem*, "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica en España, *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. Ortí Vallejo, A., coord. Rojo Álvarez-Manzaneda, R.), Navarra, 2009, pp. 31 y ss.], los Fondos de Inversión Inmobiliaria (en adelante, FII) y los *Real Estate Investment Trusts* (en adelante, REIT), dejando a simple vista tanto lo que en ello ha habido de impulso extructural como de coyuntural porque sin esta comprensión no podría entenderse del todo el régimen finalmente positivizado para las SOCIMI.

(10) BOE de 5 de noviembre de 2003, núm. 265, p. 39220.

manera, sólo resulta asequible a inversores profesionales o de alto poder económico [11]. Estas entidades están llamadas a canalizar el ahorro de una colectividad de sujetos [12], para gestionarlo e invertirlo en bienes, derechos, valores u otros instrumen-

---

[11] La Exposición de Motivos de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, 35/2003) se refiere en sus primeros párrafos a este extremo, al señalar que la inversión colectiva es el canal para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales [*vid.* MALPICA MUÑOZ, M., "Régimen general de las instituciones de inversión colectiva", en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Francisco Uría), La Ley, Madrid, 2006, p. 939, quien señala esta característica general de las IIC de importancia capital en la economía general del país]. Todo ello explica las fuertes medidas de control y supervisión de las IIC (en España incumbe a la CNMV), encaminadas a la protección de un inversor que se supone desinformado. También explica el carácter colectivo de estas instituciones, que se materializa en dos aspectos. En primer lugar, en el relativo a la esencial pluralidad de inversores de estas instituciones, que conlleva que el número de socios o partícipes esté tasado legalmente y así, a diferencia de las sociedades capitalistas normales en las que existe gran libertad en cuanto al número de socios, las IIC han de tener un número mínimo [en el caso de España (similarmente a lo que ocurre con los REIT en EE.UU. —*vid.,* MARKOFF, B., *Examining the regulatory Framework for REITs Across the World Market,* Practicing Law Institute Real Estate Law and Practice Course Handbook Series, Order núm. 14128 (2008), pp. 15 y 16— el número de socios o partícipes no puede ser inferior a 100. *Vid.* arts. 5.4 y 9.4 de la LIIC, *cfr.* para los REIT la sección 856 a) del *Internal Revenue Code,* que en su apartado 5 se refiere al número de socios o partícipes]. En segundo lugar, en el referido al rendimiento, pues a diferencia de las sociedades mercantiles, en las que los beneficios pueden distribuirse o no en función de decisiones de los órganos de gobierno, en las IIC la existencia de ganancias obliga a su necesario reparto. *Cfr.* el art. 1.1 de la LIIC que establece este principio al expresar que en las IIC "el rendimiento del inversor se establece en función de los resultados colectivos" (la doctrina recoge esta característica como esencial en las IIC; en concreto, *vid.* MALPICA MUÑOZ, M., *op. cit.,* pp. 935, y CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *Lecciones de contratos y mercados financieros,* Madrid, 2004, p. 357). Igualmente, el Preámbulo de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993 (BOE de 5 de octubre de 1993; parcialmente derogada por el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo), vigente en su mayor parte y que regula los aspectos financieros de las IIC, destaca que estas fórmulas de inversión nacen con la vocación de invertir en inmuebles en alquiler, lo que les otorga —si son viviendas— importantes beneficios fiscales, siendo de esperar —continúa el preámbulo— un apreciable incremento a medio plazo de la oferta de viviendas en alquiler, atendiendo a una de las principales preocupaciones que en materia de política de vivienda viene manifestando el Gobierno.

[12] La atribución de la gestión profesional del ahorro colectivo es un elemento consustancial a la propia definición legal de IIC. Expresamente el art. 1.1 de la Ley 35/2003 subraya que son IIC "aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para *gestionarlos* e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no (…)". En Italia, por ejemplo, se recoge la exigencia de que la gestión de la inversión colectiva se confíe a un intermediario profesional cualificado en la definición legal de FII recogida en el Decreto Legislativo 58/1998 (*Testo único delle disposizioni in matria di intermediazione finanziaria*, abreviadamente conocido como TUF) y la doctrina, mayoritariamente, incluye el requisito de la gestión profesionalizada de la inversión colectiva como elemento consustancial a los FII; *vid.,* entre otros, GIANNINI, C., *Diritto administrativo,* Milán, 1995, p. 165; COSTI, R., "Sulla intermediazine finanziaria non bancaria", *RDC,* núm. 1, 1987, pp. 129 a 140; BANFI, A., *Le banche e l'intermediazione mobiliarie,* Bologna, 1995, pp. 14 y 15; VICENZINI, M., y TRECUATRINI, G.L., *Profili di innovazione institucionale nell'intermediazione financiaría (il rapporto banca/assicurazione),* Milano, 1996, p. 1.

tos, financieros o no, con el propósito de obtener un rendimiento para los inversores que se establecerá en función de los resultados colectivos obtenidos (13).

Las IICI son IIC especializadas en la inversión en activos inmobiliarios, es decir, el patrimonio está compuesto básicamente por bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios, a diferencia de las IIC financieras, cuyos activos están constituidos por valores, principalmente bursátiles, y otros activos financieros. En cuanto al origen de sus beneficios —también a diferencia de las IIC financieras—, mientras que éstas los consiguen a través de los rendimientos y dividendos de los valores de su cartera, las inmobiliarias los obtienen de las rentas provenientes del alquiler de sus inmuebles. Esto último significa que el negocio de las IICI es necesariamente un negocio inmobiliario, pero, en el sentido de que una IICI no es una inmobiliaria con el significado que es común entender por tal en España. La IICI no es una empresa que promueve la construcción de inmuebles con destino a su venta. Los inmuebles que la IICI tiene en su cartera, y que son de su propiedad, están destinados al arriendo exclusivamente, sin perjuicio de que puedan ser objeto de venta en un determinado momento porque la gestión de la cartera así lo permite (14).

---

(13) Así ha sido desde sus orígenes, que se remontan a la segunda mitad del siglo XIX, y lo dispone expresamente el art. 1.1 de la Ley 35/2003. Para una reseña histórica *vid.* NIGRO, L., voz, "Investment trust", *Novissio Digesto italiano,* 1972, pp. 694 a 696. En España, cuando nuestro legislador introdujo en 1992 las IICI, lo hizo con el designio de servir como instrumento de la política de vivienda, en concreto, estimando que habrían de contribuir a estimular al mercado de la vivienda en alquiler, tan necesitado de potenciación en España frente a la vivienda en propiedad, llegándose a estimar que se produciría un apreciable incremento de la oferta de viviendas en alquiler. La regulación de las IICI se introdujo dentro del "paquete de medidas" de política de vivienda aprobado por el Consejo de Ministros de 10 de mayo de 1991, para fomentar las viviendas en alquiler. Con este planteamiento, la legislación española sólo concedió fiscalidad privilegiada a las IICI cuya cartera estuviera compuesta por viviendas, a diferencia del resto de los países en los que se conceden de manera general a todas las IICI. Es evidente que este incremento del alquiler, en nuestro país, no se ha producido, siendo uno de los países europeos en los que el parque de viviendas en alquiler es menor. Por contrario, el despegue inmobiliario de los últimos quince años de nada ha servido para relanzar el alquiler, y hubiera sido una buena ocasión a aprovechar para el crecimiento de las IICI. Ha persistido la tendencia hacia la adquisición en propiedad, aunque favorecida por unos tipos de interés hipotecarios muy favorables. Ahora bien, no podemos desconocer que en el resto de países de nuestro entorno las IICI no cumplen un papel destacado en el mercado residencial y que, por el contrario, los mayores porcentajes de inversión se dedican a edificios de oficinas e industriales o a centros comerciales. Es decir, que en el resto de los países pertenecientes a la Unión Europea, las IICI no cumplen un papel relevante en el mercado del alquiler de viviendas, y, si ello es así, por qué en España iba a ser diferente. Esto lleva a plantearse la conveniencia de persistir en limitar los beneficios fiscales únicamente a las IICI, como ocurre en todos los países. Creemos que sin perjuicio de mantener y, si cabe, profundizar en los beneficios fiscales dirigidos a las IICI que inviertan en vivienda, han de hacerse extensivos a todas las IICI, porque todas ellas, inviertan o no en vivienda, cumplen un papel en la gestión del ahorro y en el impulso de la construcción inmobiliaria del país.

(14) Hay que tener presente que la faceta de gestión y administración de los inmuebles que las IICI han de desarrollar, por la especificidad de la inversión, es bastante más amplia, compleja y distinta que la paralela actividad de las IIC financieras, pues en éstas se trata de administrar y gestionar una

En atención a lo expuesto, cabe afirmar que la virtualidad principal de las IICI es la de diversificar los riesgos de la inversión, soslayando el riesgo de empresa propio de la inversión en empresas o sociedades tradicionales, dedicadas a un solo negocio o actividad, así como los costes económicos de la inversión directa en una pluralidad de activos inmobiliarios (15). Pero, además, las IIC ofrecen al inversor otro gran atractivo y ventaja, cual es la de contar con una gestión profesional y especiali-

---

cartera de títulos valores, una actividad que no se sale del mercado de capitales. En cambio, en las IICI, la gestión y administración se mueve en un mercado y ámbito muy diferente y que, por naturaleza, exige el despliegue de diversas actividades: todas aquellas que son propias de la tenencia y administración de fincas urbanas dedicadas al arriendo. Así en la organización de las IICI, la doctrina (entre otros, *vid.* MEROLA, *op. cit.,* p. 204, y CAPPIO, A., FELLINE, F., y VEDANA, C., *I fondi immobiliari. Disciplina civilistica e trattamento fiscale. Mercato e nouvi strumenti,* Milano, 2006, pp. 35 a 37) suele señalar como actividades que comporta esa gestión inmobiliaria, las siguientes: 1. *Asset Management,* entendida como actividad de estructura y composición de la cartera, que conllevaría la compraventa inmobiliaria efectuada a los fines de optimizar el rendimiento y el riesgo y la actividad de alta gestión de los inmuebles; 2. *Property management,* que es un complejo de actividades de naturaleza administrativa, técnica, legal y comercial, que se ocupa de la custodia de la documentación técnica administrativa del inmueble, de la gestión de los contratos de arrendamiento, pólizas de seguro, etc.; 3. *Facility Management,* relativa al funcionamiento cotidiano de los inmuebles (servicios de vigilancia y limpieza, gestión y conservación inmediata de las instalaciones). La gestión de los inmuebles en el ámbito de la faceta del llamado *Asset Management* es evidente que incluya todas las actividades dirigidas a aumentar el valor económico de un inmueble, a través de la necesaria actividad de edificación y reedificación, recuperación, reestructuración, restauración y recalificación de usos y destino. Todo ello representa la esencia misma de una actividad empresarial en el sector inmobiliario (MEROLA, *op. cit.,* p. 205). Lo que las IICI no pueden hacer es realizar una actividad directa de construcción. Es una actividad de empresa y las IICI no pueden desarrollar una actividad comercial. En cambio, pueden, en relación a los propios terrenos, contratar la construcción de empresas especializadas en la actividad de construcción, a los fines de valorizar los bienes de la cartera. Sería irrazonable impedirlo, porque esa prohibición limitaría de hecho su radio de acción a la compraventa de bienes inmuebles terminados y en buen estado. En el Derecho comparado, los REIT norteamericanos, los FII italianos y las IICI alemanas, suizas o francesas pueden adquirir terrenos y llevar a cabo operaciones de promoción inmobiliaria de los edificios que luego destinarán al arriendo (LÓPEZ MILLA, J., "Los fondos de inversión inmobiliaria en España", *Documento de Trabajo,* núm. 9703, febrero de 1997, Universidad de Alicante, p. 18; GARRIGAN, R., y PARSONS, J., *Real Estate investment: structure, análisis and strategy,* New York, 1997, p. 37; MARKOFF, B., *op. cit.,* p. 78; MEROLA, M., *op. cit.,* p. 24). Todas estas actividades descritas pueden ser desarrolladas directamente por el propietario de los inmuebles o por sociedades de servicios especializadas. Los REIT norteamericanos actualmente —hasta 1987 existían limitaciones al respecto— desarrollan todas o algunas de las actividades referidas a través de sociedades filiales o subsidiarias, llamadas por eso Qualified REIT Subsidiaries, ya que el REIT posee el 100 por 100 de las acciones de éstas (GARRIGAN, R., y PARSONS, J., *op. cit.,* 1997, p. 37, mantienen que los modernos REIT en los EE.UU. son complejos operadores unificados titulares de diferentes sociedades filiales controladas por ellos, que se encargan de todo lo que comporta tanto la dirección y gestión de los inmuebles como la provisión de los servicios normales a los arrendatarios; en un mismo sentido MARKOFF, B., *op. cit.,* p. 79).

(15) La doctrina destaca, unánimemente, la diversificación de riesgos como nota cualificadora de las IIC. En este sentido, resulta particularmente ilustrativa la definición que de ellas dan ONTIVEROS, E., y VALERO, F.J., *Introducción al sistema financiero español,* Madrid, 1994, p. 91, como aquellas instituciones que tienen por objeto "la agrupación de los fondos procedentes de muchos inversores individuales para conseguir mayores niveles de eficiencia y diversificación de los que los mismos podrían obtener si invirtiesen por separado"; en el mismo sentido, ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., "Los Fondos de Inversión colectiva; aproximación a su régimen jurídico", *RCDI*, núm. 690, 2005, p. 1221.

zada de la inversión realizada, cuyos costes son distribuidos entre la colectividad de inversores, y que desempeña un significativo papel en orden a la protección del inversor (16).

2. Tipos de inversión que pueden realizar las IICI. Críticas al régimen existente

La adecuada gestión de la inversión colectiva resulta esencial tanto para las propias IIC, porque de ella depende en gran medida la confianza de los inversores en estos productos, como para la salvaguarda de los intereses de los inversores y la buena marcha y la tutela de la confianza en el sistema financiero en general (17). Los tres principios sobre los que se asienta la normativa actual de las IIC inciden de forma directa o indirecta en el régimen jurídico de los sujetos encargados de la gestión de las

---

(16) Así lo ponen de relieve, en relación a las sociedades gestoras de las IIC, entre otros, ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.*, MEROLA, *op. cit.,* p. 286. En relación a las sociedades gestoras de patrimonio, con carácter general, TAPIA HERMIDA, A., "Las sociedades gestoras de patrimonio en la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva de 26 de diciembre de 1984", *RDBB,* núm. 18, 1985, pp. 296 y 311. Hay que tener presente que, detrás del origen de estos sujetos especializados en la gestión y administración de la inversión ajena —tanto individual como colectiva—, subyace la creciente complejidad de los mercados y el acceso a ellos de capas cada vez más amplias de población (*ult. op. cit.,* p. 321).

(17) La doctrina viene admitiendo que, en la medida en que el ahorro es un recurso fundamental para el desarrollo de un país, las exigencias de tutela de éste representan un valor económico de interés general; *vid.,* entre otros, MEROLA, *op. cit.,* p. 154. Esto se advierte muy especialmente en el ámbito de la inversión colectiva, en atención al número de potenciales afectados y las graves consecuencias económico-patrimoniales que pueden derivarse de la deficiente actuación de una sociedad gestora de una IIC (en este sentido, entre otros, TAPIA HERMIDA, A., "Las sociedades gestoras de patrimonio…", cit., pp. 291, 315 y 322, y RICO ARÉVALO, B., "Tratamiento del régimen de responsabilidad de las sociedades gestoras de fondos de inversión", *Derecho de sociedades: libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 4, 2002, p. 4342). Buena prueba de ello la encontramos en Italia, donde el retraso en la institucionalización de los fondos inmobiliarios se ha imputado precisamente al fracaso en los años ochenta de una fórmula de inversión inmobiliaria, por medio de títulos "atípicos", que les precedió. Este fracaso, que se imputa entre otras razones a la falta de transparencia de su gestión, dio lugar a una situación de pánico generalizado de los inversores que, como suele suceder en estos casos, afectó de forma indiscriminada a todos los productos financieros del sector, incluso a aquellos que habrían sido viables; *vid.,* MEROLA, *op. cit.,* p. 5; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Instituciones de inversión colectiva (sociedades y fondos de inversión)", *RDBB,* núm. 35, 1989, p. 529; MARTÍNEZ SEDANO, M.A., "Las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador del ahorro: los fondos de inversión", en AA.VV., *El papel del ahorro e inversión en el desarrollo económico,* Vitoria, 1995, p. 89; FERNÁNDEZ RAÑADA, P., "Las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Las instituciones de inversión colectiva", *PEE,* núm. 12, 1980, pp. 7 a 11; CUERVO GARCÍA, A., PAREJO GAMIR, J.A., RODRÍGUEZ SAIZ, L., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medios en España,* Barcelona, 1987, p. 338.

IIC [18]. En primer lugar, el principio de liberalización de la política de inversión, por medio del cual se pretende lograr que la inversión colectiva española se adecue a las cada vez más exigentes y diversas expectativas de los inversores, representa una ampliación del ámbito de actuación de las entidades gestoras y su responsabilidad de cara a la mayor competitividad de la institución gestionada. En segundo lugar, es evidente que el principio de protección de los inversores, a través del fortalecimiento de las obligaciones de transparencia y de la imposición de normas de conducta dirigidas a prevenir conflictos de interés entre los sujetos implicados en la actividad de las IIC, incide en las obligaciones y el estatuto jurídico de los gestores de ésta. Por último, el propósito de perfeccionar el régimen de intervención administrativa conlleva una revisión y modernización del régimen de supervisión y sanción de los gestores de IIC [19].

Una adecuada gestión resulta esencial respecto de las IICI en atención a las inversiones que pueden realizar, que se traduce esencialmente en dos: inversiones en socie-

---

[18] Estos principios se concretan en el apdo. I de la Exposición de Motivos de la Ley 35/2003 en la liberalización de la política de inversión, el reforzamiento de la protección a los inversores con nuevos instrumentos y el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa.

[19] En nuestro Ordenamiento jurídico las IIC pueden adoptar la forma de sociedad de inversión o la de fondo de inversión. En el primer caso, la gestión de la inversión es asumida, en principio, por los propios órganos de la sociedad, donde los inversores tienen participación y facultades de control y decisión directa sobre las labores de gestión; todo ello con sujeción a lo dispuesto en la legislación societaria con carácter general. Ahora bien, si la sociedad de inversión optara por confiar, total o parcialmente, la gestión a una sociedad gestora, tal delegación será acordada por los órganos sociales, quienes también estarán facultados para revocarla. De este modo la relación entre ambas se regirá por las normas propias del mandato o, más propiamente, por las de la comisión mercantil (a juicio de TAPIA HERMIDA, *El contrato de gestión de carteras de inversión,* Madrid, 1995, p. 118, "la gestión de intereses ajenos se articula genéricamente en nuestro ordenamiento a través del contrato de mandato", inclinándose el autor por esta última calificación en atención al carácter mercantil que presenta el apoderamiento conferido a la sociedad gestora, tanto desde el punto de vista subjetivo como objetivo; *vid.,* en una misma línea, este autor en "Las sociedades gestoras de patrimonio…", cit., pp. 302 y 303, y en "La gestión de los fondos de pensiones (un análisis jurídico)", *RDBB*, 1988, p. 149). En el mismo sentido, entre otros, VERDERA, E., "La constitución de los Fondos de Inversión", *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de inversión Mobiliaria,* Bilbao, 1974, p. 148, y RICO ARÉVALO, B., *op. cit.,* pp. 4351 y 4352. En el segundo caso, es decir en el supuesto de los fondos de inversión, resulta preceptiva la existencia de una sociedad gestora encargada de la administración, representación y gestión de su patrimonio. Desde una perspectiva económica o financiera, la inversión en bienes inmuebles presenta significativas peculiaridades frente a la inversión en activos financieros, lo que tiene su reflejo en la labor de las entidades gestoras de la inversión en unos y otros elementos patrimoniales. A modo de mero apunte conviene subrayar que el mercado inmobiliario adolece de una opacidad que contrasta con la mayor transparencia de los mercados financieros, frente a lo cual las IICI presumiblemente repercutirán en un incremento de la transparencia y profesionalidad del mercado inmobiliario así, entre otros, LÓPEZ MILLA, J., *op. cit.,* pp. 52, 58, 76 y 80; ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., "Los Fondos de Inversión Colectiva; aproximación a su régimen jurídico", *RCDI*, núm. 690, 2005, p. 1231; CAPPIO, A., FELLINE, F., y VEDANA, C., *op. cit.,* p. 129; MEROLA, *op. cit.,* p. 31; GIANNINI, C., *op. cit.,* p. 165; COSTI, R., *op. cit.,* pp. 129 a 140; BANFI, A., *op. cit.,* pp. 14 y 15; VICENZINI, M., TRECUATRINI, G.L., *op. cit.,* p. 1.

dades inmobiliarias e inversiones en inmuebles a construir, posibilitando que las IICI puedan realizar actividades de promoción de los inmuebles destinados al arriendo.

El primer tipo de inversión que pueden desempeñar las IIC se recogen en el art. 56.1.a) del vigente Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, RIIC). Una primera es la adquisición de una sociedad inmobiliaria siempre que sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses y de destinar al arriendo los inmuebles a partir de la disolución. Parece que el RIIC quiere referirse a la compra de lo que se conoce comúnmente en nuestro país como una inmobiliaria, es decir, sociedad dedicada a la promoción (eventualmente construcción) de inmuebles para su venta (20). Creemos que podría ser una salida a las inmobiliarias en crisis (de ventas), de tal modo que si los inmuebles no se venden, se podría intentar transmitir la sociedad a un fondo o a una sociedad de inversión inmobiliaria y recolocarlas en el mercado del alquiler. La segunda modalidad de inversión en sociedad inmobiliaria a que se refiere la norma es la inversión en una cuyo activo esté integrado por inmuebles que ya están arrendados, es decir, una sociedad cuyo negocio es el alquiler. Pero en este caso no establece la necesidad de liquidarla, con lo cual, a efectos de las IICI se está considerando inversión "inmobiliaria", simplemente, el adquirir acciones o participaciones en sociedades de este tipo (21).

---

(20) Resulta obvio entender que comprar la sociedad significa adquirir, al menos, el 50 por 100 de sus acciones o participaciones, única manera de asegurarse el poder disolverla *a posteriori* [art. 260.1.º de la LSAA y art. 104 en relación con el art. 53.2.a) de la LSRL].

(21) En nuestro país son pocas las sociedades dedicadas exclusivamente al negocio inmobiliario con destino al alquiler, porque aún no existe una cartera importante de profesionales inmobiliarios dedicados a ese negocio. Ése es el segmento en el que han pretendido incidir las IICI.

El límite a que se refiere la letra *in fine* del art. 56.1 del RIIC merece una valoración distinta para cada una de las modalidades descritas. En el primer caso, en el que la IICI termina por convertirse en titular de los inmuebles que luego arrendará, es evidente que habría que entender que tal límite es en relación al valor del patrimonio en cómputo semestral, porque a los seis meses esa situación interina ha de desaparecer para convertirse en la normal de las IICI: titularidad de inmuebles para su explotación en arriendo. Luego, transcurridos los seis meses, nada impediría volver a adquirir otra sociedad del mismo tipo. Hay que tener en cuenta que en este caso al final del proceso la inversión es la típica de las IICI, resultando, por consiguiente, poco justificado que sufra tan severo límite y, además, tampoco parece que el riesgo que se asume sea excesivo. Dicho de otro modo, bien podría ampliarse el porcentaje para este tipo de inversiones; *vid.,* al respecto, TAPIA HERMIDA, A., "El nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva", *RDBB,* núm. 40, 1990, pp. 948 y ss.; ALBELLA SANTAMARÍA, J., y MAYORGA, J.A., "Notas sobre el nuevo reglamento de ley de instituciones de inversión colectiva", *PEE*, núm. 35, 1991, p. 49; ZANCADA PEINADO, I., "Chequeo al nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva", *Estrategia financiera,* 1991, p. 7; GIANNINI, C., *op. cit.,* p. 170; COSTI, R., *op. cit.,* pp. 129 a 140; BANFI, A., *op. cit.,* p. 20; VICENZINI, M., y TRECUATRINI, G.L., *op. cit.,* p. 7. Distinta valoración tiene el mismo límite del 15 por 100 aplicable al segundo tipo de inversión, la concerniente a la adquisición de acciones en sociedades inmobiliarias dedicadas al arriendo. En este supuesto, la limitación resulta más justificada por razones del riesgo asumido, por cuanto la IICI adquiere simplemente la condición de socio titular de un número de acciones o participaciones y estará sujeta a los eventuales avatares societarios.

La segunda modalidad de inversión que pueden desarrollar las IICI se recogen en las letras b) y c) del art. 56.1 del RIIC, que están igualmente limitadas porque no pueden representar más del 40 por 100 del patrimonio de la IICI (art. 56.2 del RIIC) (22).

La letra b) se refiere a las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso —dispone la norma— *si se adquiere sobre plano,* siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar. Esta norma parece pensar que se permiten realizar dos tipos de adquisiciones. La primera, en la que la IICI realiza la conocida y usual compraventa (al promotor) de inmueble a construir (23).

No comprendemos cuáles han sido los motivos por los que el legislador se ha quedado en ese medio camino y recoge únicamente la posibilidad de promover cuando ya hay proyecto y licencia. Porque si la justificación es por razones de riesgo —que

(22) Hay que preguntarse si, por la misma razón que estimamos que la Ley no impide que las IICI puedan realizar actividades de promoción inmobiliaria, tiene sentido o está justificada la limitación de que sus inversiones por esta vía no puedan exceder del 40 por 100 de su patrimonio. Probablemente sí, porque la justificación de esta regla reside, a nuestro juicio, en que una excesiva inversión en actividades de promoción, limitaría o incluso privaría a los partícipes de la IICI de la percepción de rendimientos, porque mientras dura la obra no los hay. Si falta la percepción de renta no hay rendimientos. Por otro lado, puede ser que, mientras se realiza la promoción, la liquidez de la IICI sea menor, comprometiéndose o afectando al derecho de reembolso de los partícipes. De cualquier modo, estas cuestiones tienen solución si la actividad de la IICI goza de la suficiente transparencia a la que obliga la Ley, por medio del cumplimiento de los deberes de información previstos. La actual regulación permite que la IICI se convierta en promotor de sus propios edificios indirectamente, a través de la compra del proyecto constructivo del edificio a un promotor, puesto que en la redacción actual la única condición que establece la norma es que se haya concedido la licencia para edificar, lo que significa que la IICI habrá de subrogarse en la posición del promotor de inmuebles y hacerse cargo de la promoción. La cuestión está en si podría realizar directamente la actividad de promoción constructiva de los inmuebles que luego destinará al arriendo, desde la inicial fase de adquisición del terreno hasta su definitiva puesta en uso. No se trata de permitir que las IICI promuevan para la venta, pues las desnaturalizaría y sería contrario a la Ley, pero sí que sean promotores de los edificios que luego alquilarán, sin necesidad de adquirirlos en fase de promoción, con lo que comporta en costes de tener que valerse para promover de un intermediario. Como argumento para permitir a las IICI promover directamente los edificios que luego destinará al arriendo se encuentra la circunstancia de que, a diferencia de la regulación anterior del RIIC (según la redacción de 1999) —en la que estaba expresamente prohibida la realización de actividades de promoción—, actualmente de manera atinada se ha suprimido la referida prohibición.

(23) Representa la usual figura de Derecho inmobiliario y la típica en las ventas de viviendas y locales por las promotoras inmobiliarias, en las que el promotor vende cuando todavía el edificio o vivienda está en fase de construcción o proyecto y en el que el primero asume, tanto la obligación de hacer (de resultado) el inmueble como de entregarlo al finalizarlo. De este modo la IICI podría comprar, tanto la totalidad de una promoción inmobiliaria (uno o varios edificios o todo un conjunto inmobiliario) como también una parte de un edificio. La segunda posibilidad que, desde nuestro punto de vista, permite la norma, sería aquella en la que la IICI adquiere no sólo el inmueble, sino también los derechos de licencia urbanística, la titularidad del proyecto constructivo y, en su caso, si es que ya se ha celebrado el contrato de obra con una constructora, la condición de promotor-comitente en tal contrato a través de su cesión. Esta interpretación, que admite la norma sin excesivo esfuerzo hermenéutico, determinaría afirmar que la IICI se convertiría en promotor.

pueda poner en peligro la inversión de los partícipes—, este mismo riesgo existe tanto si se compra un solar sin licencia ni proyecto como si se compra con ellos, porque lo arriesgado es la promoción, ya que es lo que requiere mayor esfuerzo inversor. Y no se diga que, por el hecho de ser promotor, la IICI asumiría nuevas responsabilidades (las propias de los promotores establecidas en la Ley de Ordenación de la Edificación) frente a los arrendatarios, que se acumularían a las que ya tiene como arrendador. Y es que es más que dudoso que el arrendatario tenga acción *ex* art. 17 de la LOE contra el promotor o contra cualquiera de los agentes de la edificación, porque es una responsabilidad por defectos constructivos, pensada para los titulares de derechos reales sobre el edificio y no para arrendatarios, por lo que sería indiferente tanto que fuera promotor la IICI como que lo fuera una entidad distinta. A nuestro juicio ese medio camino en el que se ha quedado la actual redacción del RIIC al permitir a las IICI promover indirectamente sus edificios y no prohibir, como antes lo hacía, la promoción de sus edificios, es fruto de esa tendencia restrictiva de las inversiones de las IICI que se ha venido arrastrando desde que se introdujeron en nuestro Derecho y que han contribuido a lastrarlas en el mercado español. Creemos consustancial a un negocio que consiste en alquilar inmuebles para su arriendo, la facultad de la autopromoción de sus inmuebles, porque cercenarla supone cerrar una posibilidad que permite el abaratamiento de costes en muchos casos. Es decir, que, de acuerdo con la máxima de que lo que no está prohibido está permitido, creemos que actualmente no existe ningún obstáculo legal para que las IICI españolas puedan promover sus propios inmuebles [24].

Si las IICI pudiesen promover los edificios de su cartera, se estaría permitiendo que su influencia en el mercado inmobiliario fuera mucho mayor, porque conseguiría que pudiesen acceder a mejores oportunidades de inversión que aquellas con las que

---

[24] El destino arrendaticio de la promoción constructiva es algo que deriva de los principios que rigen las IICI en todo el mundo. Los ingresos de éstas han de proceder del alquiler de los inmuebles de su cartera, de modo que admitir la promoción de edificios con destino a ser vendidos desnaturalizaría el negocio que justifica estas instituciones. De ahí que la prohibición del art. 56.5 del RIIC, que veda a las IICI la enajenación de los inmuebles hasta que hayan de transcurrir tres años desde su adquisición, bien podría interpretarse referida al momento de recepción de la obra en el caso de edificios de nueva construcción promovidos por éstas (ALBELLA SANTAMARÍA, J., y MAYORGA, J.A., *op. cit.,* pp. 44 a 53; ZANCADA PEINADO, I., *op. cit.,* p. 7). La circunstancia de que las IICI no puedan promover para vender, obvia, además, cualquier atisbo de posible colisión de mercado con las empresas promotoras, cuyo negocio en España ha sido, básicamente, con la finalidad de venta de los inmuebles y mucho menos colisión con las constructoras. Es posible que la tutela de los promotores también haya pesado para establecer que la inversión de las IICI en inmuebles ha de ser en fase de construcción. Pero, no podemos olvidar que aquí se trata de promover para alquilar, que es negocio distinto al de las promotoras españolas. En cuanto a las constructoras, la colisión es inexistente, porque los principios de las IICI impiden desarrollar directamente esta actividad, que en todo caso habrán de contratar la construcción con empresas *ad hoc.* Ni siquiera se admite en España la posibilidad que existe en otros países de que la IICI pueda invertir en empresas constructoras, de manera que, como ocurre en EE.UU. con los REIT, puedan ser titulares de una filial dedicada a la construcción. En Italia una reciente reforma del año 2003 ha permitido que los FII inviertan en sociedades de construcción siempre que ésta se limite al 10 por 100 de la cartera del fondo; *vid.* MEROLA, *op. cit.,* p. 206; GIANNINI, C., *op. cit.,* p. 180; COSTI, R., *op. cit.,* p. 138; BANFI, A., *op. cit.,* p. 20; VICENZINI, M., y TRECUATRINI, G.L., *op. cit.,* p. 10.

cuentan si están limitadas a adquirir en el mercado tan sólo inmuebles ya construidos o en fase de construcción. Ello redundaría en un mayor y más satisfactorio aumento de la oferta de vivienda en alquiler; incrementando la transparencia y eficiencia de un mercado tan opaco como el inmobiliario, a resultas del carácter profesional de la gestión de las IICI y de las estrictas obligaciones de información y publicidad a las que está sujeta su actividad y, probablemente, por último, contribuiría a moderar los exorbitados niveles de especulación que en los últimos años viene caracterizando a este mercado [25].

III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN EL NUEVO ESCENARIO INMUEBLE EN ESPAÑA

1. Preliminar

Los FII fueron introducidos en nuestro Ordenamiento por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, con un doble objetivo: de un lado, el procurar que

---

[25] LÓPEZ MILLA, B., *op. cit.,* p. 18. Las IICI en todo el mundo son forzosamente una empresa inmobiliaria, por cuanto su negocio es la gestión integral de una cartera de inmuebles para su alquiler, con todo lo que ello comporta. En el caso de las IICI españolas habrán de ser directamente una empresa inmobiliaria, las sociedades de inversión inmobiliaria, salvo que se valgan de una sociedad gestora, en cuyo caso lo sería ésta. Para las sociedades de inversión inmobiliaria el valerse para la gestión de su cartera de una sociedad gestora únicamente es facultativo (art. 7.2 del RIIC). En el caso de los FII, obligatoriamente han de valerse de una gestora, puesto que el fondo por sí mismo no puede actuar en Derecho al carecer de personalidad jurídica. El caso es que sociedad o gestora han de ser empresas inmobiliarias. Creemos que esta importante característica peculiar de las IICI ha sido preterida por el legislador en su afán de asimilar las IICI a las mobiliarias, olvidando que, al convertirlas en titulares y/o gestoras de inmuebles en alquiler, son realmente empresas inmobiliarias, una actividad muy especializada, mucho más amplia y más compleja que la gestión de valores propia de la IICI mobiliaria. Pero lo peor es que esto parece haberse contagiado a la realidad del sector, porque nos atrevemos a decir que en España las sociedades gestoras de IICI no han sido gestoras especializadas, porque no son gestoras de inmuebles, sino correa de transmisión de sus homólogas mobiliarias expertas en los mercados de capitales. Si las IICI a lo que se dedican, en realidad, es al negocio inmobiliario, la reglamentación de éstas tiene que ser especial y dotarlas de todos los medios para que el negocio inmobiliario alcance la máxima rentabilidad, y eso conlleva, ineludiblemente, otorgarles todas las facultades que acarrea tal actividad negocial. Un argumento más que abona el que puedan promover la construcción de los inmuebles que van a alquilar. Si admitir que las IICI pueden promover hipotéticamente colisiona con la actividad de las empresas promotoras, a éstas habría que expresarles que también pueden canalizar su actividad constructora, no como tradicionalmente lo han hecho; es decir, buscando la salida de sus inmuebles no por la vía de la venta, sino destinándolos al arriendo. Lo mismo que se ha expresado que las sociedades gestoras de IICI han de especializarse en esa su actividad de gestores (promotores) de inmuebles en alquiler, hay que extenderlo a las empresas promotoras españolas. Algunas tendrán que comenzar a reconvertirse parcial o totalmente en promotoras en alquiler, especializándose en ese sector del negocio. Somos conscientes de que para una empresa promotora la producción de inmuebles con destino al alquiler tropieza con el inconveniente de que la recuperación de la inversión es a largo plazo, a diferencia de la inversión en promoción de inmuebles para su venta, en la que la recuperación de la inversión es a corto o medio plazo. Pero ahí entran las IICI. Las promotoras, en la regulación actual, pueden directamente crear IICI por aportación de sus inmuebles y recuperarse posteriormente de la inversión por la emisión de participaciones, utilizando el sistema de constitución simultánea o por aportación. También podrían transmitirlos a un fondo ya existente.

existiese un paquete de viviendas en alquiler, dado que cada vez se observaba una mayor escasez de éstas respecto de la generalidad de los países de nuestro entorno, y, de otro lado, el de ampliar las posibilidades de inversión en acciones y participaciones de un tipo de IIC de carácter no financiero, facilitando a los particulares la adquisición de inmuebles para viviendas, lo que exigía mejorar las estrategias de financiación con garantía hipotecaria. Con esa doble finalidad se introducen en nuestro país dos instrumentos de financiación: los Fondos de Titulización Hipotecaria y de Activos en general, y las IIC y los FII [26].

El nuevo escenario del mercado inmobiliario español está obligando a cambiar las reglas del juego tradicionales de inversión. Mientras existen muchos inmuebles en *stock* que no se venden, las entidades de crédito han dado un paso atrás importante en la financiación, lo que contrasta con su actuación de hace unos años, cuando alentaban a las PYMES a endeudarse en exceso gracias a tasaciones inmobiliarias arriesgadas, lo que impide a muchos inversores invertir en inmuebles [27]. Este nuevo panorama les obliga a plantearse como primera opción el alquiler. Pero, además de ello, la inmigración y el alto número de residentes extranjeros, que se encuentran con una legislación que dificulta la adquisición de vivienda en propiedad, acarrean que el legislador tenga que adoptar medidas legales tendentes a cubrir las lagunas existentes para dar respues-

---

(26) Sin embargo, desde el punto de vista de su desarrollo económico, estos dos instrumentos financieros introducidos por la Ley 19/1992 han corrido suertes diferentes porque, mientras los Fondos de Titulización Hipotecaria y los Fondos de Titulización de Activos han tenido un fuerte desarrollo, los FII y, en general, las IICI no han alcanzado en el mercado financiero español la implantación esperada. Sobre la crisis de los FII *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., "La crisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria: especial referencia al caso de Santander Banif Inmobiliario FII", *RDBB,* núm. 114, año XXVIII, abril-junio 2009, pp. 93 y ss. En agosto de 2009 el patrimonio de los FII se situó en 6.517 millones de euros, 27 millones de euros menos que el mes anterior (un 0,41 por 100). El número de partícipes ha sido de 89.149, con un descenso de 232 en el mes (un 0,26 por 100 menos). La rentabilidad media ponderada de los últimos doce meses ha sido de 7,64 por 100; no obstante la rentabilidad media anual ponderada en los últimos diez, cinco y tres meses años ha sido del 5,00 por 100, del 2,46 por 100 y del 0,16 por 100, respectivamente (fuente <http://www.inverco.es>).

(27) Por todos es conocido que el factor desencadenante de la crisis financiera, singularmente de la hipotecaria, ha sido el que se puede denominar el escándalo de las hipotecas *subprime* en EE.UU. Con anterioridad al año 2006, al comenzar a debilitarse el mercado hipotecario estadounidense debido al alza gradual de los tipos y a la estabilización de los precios en el mercado inmobiliario, descendió el negocio de los denominados "originadores" de hipotecas —los bancos, cajas de ahorro y entidades de crédito hipotecario europeas—. Al mismo tiempo comenzaron a aparecer modelos creativos de créditos hipotecarios, creados para quienes no podían acceder a los instrumentos hipotecarios tradicionales que, de un lado, reducían la calidad de las tasaciones de los inmuebles que garantizaban dichos préstamos y, de otro, permitían tipos de interés —*subprime*— mucho más altos que los habituales y fuera del alcance de los deudores. La mayor rentabilidad diferencial de estas hipotecas las hacían atractivas para quienes las empaquetaban y vendían, cobrando jugosas comisiones, en un segundo nivel de mercado (son los denominados *bursatilizadores*, conocidos en nuestro país como *titulizadores,* entre los que se encontraban muchas entidades de crédito de primer nivel). Junto a estos, el otro grupo de damnificados está formado por los *inversores;* esto es, accionistas de los originadores y de los bursatilizadores, algunos de los cuales eran gigantescos fondos de inversión, fondos de pensiones y los participantes en otros vehículos de inversión relacionados con los valores inmobiliarios, como los denominados REITS —*Real State Investment Trust*— o fideicomisos de inversión inmobiliaria. A esta situación también ha

ta a un nuevo panorama inmobiliario en nuestro país [28], y a impulsar al inversor a que confíe en los FII, que cumplen la doble finalidad de instrumento de inversión y servir de mecanismo de fomento de la vivienda en alquiler.

Como instrumento de inversión, hay que tener presente que el carácter inmobiliario de los bienes sobre los que pueden recaer o que pueden ser aportados como aportaciones no dinerarias al FII representa una clara alternativa a la salida de la crisis que vive el sector inmobiliario en España [29]. Junto a los inmuebles ya finalizados, el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, amplió el número de inmuebles posible objeto de su inversión, permitiendo que los FII pudiesen invertir en edificios en fase de construcción, con algunas limitaciones, en opciones de compra y en titularidades "de cuales-

---

contribuido, de un lado, que, en muchas ocasiones, no se sabe ni tan siquiera quiénes son los tenedores actuales de los bonos o títulos bursatilizados referentes a hipotecas *subprime;* de otro lado, que el volumen de *subprimes* bursatilizadas existentes en el mercado era, aproximadamente, el cuádrupo del declarado, lo que aumentaba la incertidumbre y la desconfianza en los mercados, y, por último, que los ejecutivos de la banca de inversión en EE.UU. eran estimulados con fuertes incentivos, lo que provocaba que contratasen hipotecas basuras sin importarles si finalmente el cliente pagaba o no, todo ello favorecido por un entorno de subida sostenida de precios de los bienes inmuebles hipotecados.

A comienzos del año 2007 en nuestro país se desconocía si la crisis de EE.UU. podría salpicar a inversores europeos y españoles (no obstante, el presidente de la Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros —Adocae—, Manuel Prados, tras criticar en el año 2007 el papel jugado por la CNMV y por el Gobierno, advirtió de que el país "*tenía* una crisis hipotecaria larvada…" —la cursiva es nuestra—; *cfr.* la noticia del periódico *Ideal*, de 26 de agosto de 2007, p. 33). Durante el mes de agosto de 2007, el pequeño y mediano inversor español, y más aún el europeo, que había invertido gran parte de sus ahorros en los fondos de inversión, estaba enormemente preocupado, mientras la posible desaceleración del mercado hipotecario acaparaba la atención de las primeras páginas de los periódicos.

El mercado hipotecario español había estado creciendo desde el año 2000 a tasas superiores al 20 por 100 anual, como consecuencia del fuerte incremento de la demanda de vivienda. Todo ello se ha visto estimulado, entre otros factores, por los bajos tipos de interés del mercado hipotecario, que han llegado a ser los más bajos de Europa, en relación a la inflación existente, como consecuencia, a su vez, de la política monetaria seguida por el Banco Central Europeo, de la eficiencia del sistema financiero español y de la existencia de un Registro de la Propiedad que dota de gran claridad y seguridad a las propiedades. Todo ello permite en nuestro país procedimientos rápidos de ejecución en caso de impago, lo que resulta básico para contener los tipos de interés, puesto que en el supuesto de impago el tiempo de ejecución de la garantía es uno de los factores que más influyen en la determinación del nivel del mismo. El tamaño alcanzado por el mercado hipotecario y su ritmo de crecimiento acarreó que las entidades financieras se vieran obligadas a salir al mercado exterior para obtener financiación, entre otras razones porque el ahorro exterior no era suficiente para hacer frente a tal expansión. En este contexto explota la crisis de los EE.UU. de las *subprime.* En España difícilmente puede haber hipotecas *subprime,* a la vista de la fuerte disciplina bancaria y la regulación de los procedimientos de tasación de los bienes hipotecados, que provoca que, para que un préstamo hipotecario pueda ser titulizado, su importe no puede superar un determinado porcentaje del valor de tasación del inmueble, tasado por una sociedad de tasación independiente, minuciosamente regulada, siguiendo los procedimientos y criterios establecidos legalmente.

[28] *Vid.,* al respecto, la enumeración cronológica de las normas adoptadas en nuestro país que realiza SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, J., "Los fondos de inversión inmobiliaria y los bienes inmuebles que pueden ser objeto de su inversión o aportación no dineraria", *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (direc. Ortí Vallejo, A; coord. Rojo Álvarez-Manzaneda, R.), Navarra, 2009, pp. 69 a 78.

[29] *Cfr.* el art. 56 del RIIC, que dispone cuáles son los inmuebles de naturaleza urbana en los que pueden invertir los FII.

quiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles", siempre que les permita cumplir su objetivo último: ser arrendados. Con ello se puede estar permitiendo acaso la mejor alternativa de salida al gran número de viviendas y de promociones en *stock* que no pueden ser colocadas en el mercado por la falta de inversores: el alquiler no privado, sino profesionalizado de la mano de los FII. Y es que, mediante la aportación no dineraria al FII en el momento de la constitución o de la ampliación de capital (posibilidad admitida en los arts. 61.1 y 2 y 63.2 del RIIC), los propietarios y promotores de dichos edificios pueden encontrar en el FII una segura solución a sus problemas (30).

Por todo ello se exige, cada día más, una gestión profesionalizada y competitiva de los arrendamientos. Hasta ahora los FII parecen que no han convencido a los inversores. Pero hay que tener en cuenta que, ante un alquiler privado, ofrecer un alquiler profesionalizado puede ser la clave del éxito y del cambio en nuestra legislación de Arrendamientos Urbanos, que hasta ahora ha ahogado al arrendador por ofrecer innumerables facilidades al arrendatario, lo que en muchas ocasiones ha obligado al primero a dejar vacíos sus inmuebles antes que alquilarlos (31).

2. Delimitación de los FII

Los FII son un tipo de fondo de inversión que se rige, en lo no dispuesto específicamente para ello, por lo contemplado para los fondos de inversión de carácter finan-

---

(30) Como instrumento de fomento de la vivienda en alquiler, los FII se apuntan como un privilegiado recurso para intervenir en el mercado de la vivienda en alquiler en España, cumpliendo una importante función social al canalizar los flujos de capital para la inversión en vivienda en uso y no en propiedad, lo que redundará en el necesario abaratamiento de este bien de consumo básico para nuestra sociedad. El peso del alquiler en España ha sido, hasta la fecha, muy escaso; así lo ponen de manifiesto las propias encuestas realizadas por el Ministerio de la Vivienda. Además, la recientemente creada Sociedad Pública del Alquiler parece no haber terminado de cuajar sus expectativas. Pero se nota un intento del Gobierno por querer impulsar la gestión profesionalizada del alquiler, como lo anuncia el Plan Estatal de Viviendas 2009-2012. Incluso algunas entidades de crédito están apostando por el alquiler, a través de ofertas hipotecarias, mediante las llamadas hipotecas "objetivo-alquiler", que pretenden dinamizar el mercado de las viviendas en alquiler, al permitir financiar tanto las obras de reforma como la compra de nueva vivienda destinada al arrendamiento; *vid.,* los ejemplos que sobre estas hipotecas "objetivo-alquiler" muestra SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, *op. cit.,* p. 55.

(31) La rigidez de la regulación consagrada en la Ley de los FII, por razón de las limitaciones relativas a los inmuebles susceptibles de inversión, ha representado un importante lastre a la expansión de los FII españoles, lo que ha determinado sucesivas reformas dirigidas a flexibilizar su régimen jurídico [las distintas modificaciones han afectado a la LIIC, a su Reglamento y a la Orden de 1993. Concretamente, la Ley 20/1998, de 1 de julio (BOE núm. 157, de 2 de julio), modificó los arts. 33, 34 *bis* y 35 *bis* de la LIII de 1984, y el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, modificó el Reglamento de esta Ley en sus arts. 72, 72 *bis*, 73, 74, 75 y 75 *bis* y parcialmente otros menos importantes, derogando también diversos preceptos de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993. Más recientemente, la LIIC de 1984 ha sido derogada y reemplazada por la nueva Ley 35/2003, de 4 de noviembre]. A ello se ha unido que tradicionalmente, antes de que nuestro legislador contemplara la figura de los FII, en el mercado inmueble español el inversor necesitaba contar con grandes sumas de dinero cuando se proponía acometer dicha inversión. Además, para afrontar este tipo de inversión, se necesitaba llevar a cabo una gestión cuasiprofesionalizada, porque, o bien conocía los riesgos y las particularidades propias del

ciero y que deben tener un patrimonio mínimo inicial de nueve millones de euros, totalmente desembolsados (arts. 38.1 de la LIIC y 63.1 del RIIC). Son IIC constituidas con las aportaciones realizadas por diversos inversores llamados partícipes, administradas por una sociedad gestora responsable de la administración y gestión de las inversiones. Junto a los partícipes y a la sociedad gestora existe una entidad depositaria que custodia los valores y ejerce funciones de vigilancia y garantía ante los inversores. Las actuaciones tanto de la gestora como de la depositaria son reguladas por la CNMV. Los FII se asientan, por consiguiente, sobre una estructura subjetiva triangular: los partícipes, la Sociedad Gestora y el Depositario (32).

Como instrumentos de inversión colectiva los FII están especializados en la inversión de productos inmobiliarios, lo que puede resultar muy apetecible al pequeño y mediano inversor, permitiéndole acceder a mercados financieros y obtener rentabilidades que le estarían vedadas si actuase de modo individual, y que le vendrían tanto del cobro de rentas a los arrendatarios como del aumento del valor que experimenten los inmuebles en la cartera del fondo. Además de esa ventaja, los FII, en primer lugar, sirven de instrumento de inversión; en segundo lugar, diversifican los riesgos, porque mientras una inversión inmobiliaria tradicional supondría concentrar la inversión en un solo inmueble, la inversión de los FII recae sobre varios (preferentemente con

---

mercado, o bien disponía de un buen asesoramiento jurídico que le permitiera adoptar la decisión económica adecuada, cuyos costes afrontados de manera individual suponían un importante tanto por ciento del coste final del producto inmueble. De lo contrario, la pretendida inversión inmobiliaria resultaría enormemente arriesgada. La regulación nacional que de los FII existe se caracteriza por toda una pluralidad de normas y reformas que se han ido sucediendo y que han ido configurando esta IIC (31). De todas ellas destaca, en primer lugar, la extensión de los beneficios fiscales a Fondos que no ceñían su objeto estrictamente al arrendamiento de viviendas; en segundo lugar, la eliminación de diversas restricciones operativas que antes pesaban sobre los FII y la posibilidad de que sus partícipes pudieran ser arrendatarios de los inmuebles que integran su activo y que aportaran al FII bienes no dinerarios, es decir, que el partícipe pueda adquirir participaciones en el FII a cambio de ceder a éste la titularidad de un inmueble y no sólo cantidades en efectivo, que era lo único permitido en la primitiva redacción de la LIIC y su Reglamento; en tercer lugar, la ampliación de los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del FII, al preverse expresamente que éstos adquieran inmuebles en sus diferentes fases de construcción, incluso aunque se encuentren sobre plano, que adquieran opciones de compra sobre inmuebles, y derechos reales inmobiliarios distintos del dominio, y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles.

(32) Entre los FII se pueden distinguir las siguientes modalidades: de un lado, los fondos de viviendas, en los que todo su patrimonio está constituido por viviendas; de otro lado, los fondos mixtos, caracterizados porque su patrimonio está integrado un 50 por 100 en viviendas y el resto en otro tipo de inmuebles, y, por último, los fondos libres, que carecen de límites en cuanto a las inversiones que realizan. Con independencia del tipo de FII, los precios se fijan una vez al mes y son tasados por sociedades independientes. Ningún socio podrá poseer más del 25 por 100 de su patrimonio y el reembolso se permite al menos una vez al año. Además, al adquirir cualquier tipo de FII hay que pagar una serie de comisiones y gastos a las sociedades gestoras. Para un análisis del régimen jurídico de los FII *vid.,* entre otros, ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., "Los Fondos de Inversión colectiva; aproximación a su régimen jurídico", *RCDI*, núm. 690, 2005, pp. 1221-1268; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., "Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: las comunidades funcionales y los fondos de gestión", *RCD,* 1989, pp. 5 y ss.;

localización geográfica diversa), con objeto de no concentrar los riesgos de la inversión en un solo inmueble (33); en tercer lugar, están sujetos a una gestión profesional, especializada (cuyos costes son distribuidos entre la colectividad de inversores y, que, en cambio, podrían resultar excesivos para el inversor individual), bajo supervisión pública (lo que representa una garantía adicional para el inversor) (34), y se encuentran perfectamente regulados, por lo que está garantizada la inversión (35), y, en cuarto lugar, están destinados a fomentar la vivienda en alquiler. Frente a todas estas venta-

---

DOMINGO, S., "Cómo Tributan los Fondos Inmobiliarios. Los cambios legales para mejorar el tratamiento fiscal", núm. 134/domingo, 19 de julio de 1998, <http://www.elmundo.es/sudinero/noticias/act-134-08a.html.>; GARCÍA DÍAZ, *Los fondos de inversión en el mercado financiero,* Madrid, 1970, *in extenso;* GENTILE, F., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante,* Padova, 1991, pp. 15 y ss.; LARRAURI ESTEFANÍA, M., y AHUMADA CARAZO, R., "Los fondos de inversión inmobiliaria españoles en un entorno global", *Actualidad Financiera,* 2000, pp. 3-18; LÓPEZ PASCUAL, J., *Fondos de Inversión y la Calificación de su riesgo,* Madrid, 1997, pp. 15 y ss.; LÓPEZ PENABAD, C., y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., "Los fondos de inversión inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo", *Actualidad Financiera,* 1999, octubre, núm. 4, pp. 43 y ss.; LLEVADOT ROIG, R., "Los llamados fondos de inversión inmobiliaria. Sus problemas y bases de una posible regulación", *RJC,* enero-marzo, 1973, pp. 37 y ss.; MARTÍN PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización,* Madrid, 1994, pp. 3 y ss.; MORENO SANTOS, C., "Los fondos de inversión inmobiliaria en España", *Revista Bolsa de Madrid,* núm. 74, 1999, pp. 16-18; OSÁCAR GARAYCOCHEA, M., *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria,* Madrid, 1994, pp. 18 y ss.; SOLDEVILLA GARCÍA, E., *Los Fondos de versión,* Madrid, 1999, *in extenso;* TAPIA HERMIDA, A.J., "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués", *RDBB,* 1998, pp. 43 y ss.; *idem,* "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica…", cit., pp. 31 y ss.; TORRENT CANALETA, M., y MARTÍNEZ LACAMBRA, A., "Los fondos de inversión colectiva y el plan de viviendas", *Actualidad financiera,* año 2, núm. 3, 1997, pp. 79-100.

(33) Tal y como consagra el art. 30.2 de la LIIC, el principio de diversificación de riesgos, en sentido estricto, está pensado para las IIC de carácter financiero. Sin embargo, el art. 36.1 de la LIIC dispone que también las IICI deberán respetar, entre otros, coeficientes de diversificación del riesgo que limiten la inversión en un solo inmueble, así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo. En desarrollo de estas previsiones, el art. 72 *bis,* 3 del RIIC establece de manera particular para los FII que ningún bien, incluidos los derechos sobre ellos, podrá representar más del 35 por 100 del activo total, según la valoración de aquél, efectuada conforme a los criterios establecidos por el Ministerio de Economía y Hacienda. En el caso de edificios, el porcentaje anterior se referirá al valor del edificio en su conjunto, y no al de las distintas fincas que lo componen. A estos efectos se considerarán como único inmueble todos los integrados en un mismo edificio.

(34) La CNMV tiene entre sus funciones la de controlar la actuación de los FII y proteger a los partícipes de las malas actuaciones de las sociedades gestoras. Además, la propia entidad depositaria (la entidad donde están depositados los títulos que el fondo tiene en cartera y la encargada de tramitar las suscripciones y reembolsos de participaciones) tiene como obligación supervisar y vigilar la actuación de la entidad gestora: en particular debe comprobar que la gestora ha respetado los coeficientes y criterios de inversión previstos en la Ley, así como controlar que el cálculo del valor liquidativo ha sido realizado correctamente; *vid.,* entre otros, FUENTES LÓPEZ, M., *La comisión nacional del mercado de valores,* Valladolid, 1994, pp. 55 a 58.

(35) El FII no puede hacer lo que quiera con el dinero, sino que está obligado a respetar unas reglas marcadas por su propio reglamento de gestión, y siempre dentro del marco de la LIIC y del RIIC.

jas [36], los FII tienen la desventaja, a excepción de algunos fondos garantizados, de que no garantizan ninguna rentabilidad, lo que permite que se pueda dar el caso de que un inversor pierda todo lo aportado al FII [37].

3. Los inmuebles que pueden ser objeto de inversión o aportación no dineraria por parte del FII

Como hemos visto [38], las diferentes reformas legislativas operadas en los últimos años se han caracterizado por eliminar diversas restricciones operativas que tradicionalmente pesaban sobre los FII, permitir que sus partícipes puedan ser arrendatarios de los inmuebles que integran su activo, posibilitar que el partícipe adquiera participaciones en el FII a cambio de ceder a éste la titularidad de un inmueble o extender los beneficios fiscales a Fondos que ceñían su objeto estrictamente al arrendamiento de viviendas [39]. Además, a diferencia del régimen anterior, que únicamente permitía a los FII adquirir inmuebles terminados y en propiedad [40], se han ampliado los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del FII, permitiéndose expresamente que puedan adquirir inmuebles en sus diferentes fases de cons-

---

[36] La ventaja fiscal de que tradicionalmente han gozado los FII se ha visto reducida. Los fondos de inversión están exentos de tributación hasta el momento de su reembolso, en cuyo momento se aplicará una retención a cuenta del IRPF del 18 por 100 sobre las plusvalías obtenidas según la normativa fiscal vigente a enero de 2007. La diferencia entre el importe obtenido en el reembolso de participaciones y el satisfecho en su adquisición es una ganancia/pérdida patrimonial que se integrará en la base imponible del ahorro sobre la que se aplica el tipo único de tributación del 18 por 100 (según la normativa fiscal vigente a enero de 2007), al margen del plazo en que se haya generado esta ganancia o pérdida patrimonial (incluso si se ha generado en un período inferior a un año); sobre los aspectos fiscales de los FII *vid.,* entre otros, ORTÍ VALLEJO, A., "La fiscalidad de los fondos de inversión inmobiliaria", *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. Ortí Vallejo, A., coord. Rojo Álvarez-Manzaneda, R.), Navarra, 2009, pp. 279-290; AA.VV., "Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria", *Actualidad Financiera,* núms. 2 y 3, 2007, *in extenso;* ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.,* 1221-1268.

[37] Hay que tener presente que el valor del FII no es otra cosa que el valor de todos sus activos, de tal modo que si éstos pierden valor, el FII también perderá valor. Ahora bien, no hay que desconocer que las probabilidades de perder toda la inversión efectuada al FII, lo que equivaldría a que todos los activos del fondo valiesen cero, es realmente remota; GIL CORRAL, A.M.ª, "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria desde la perspectiva financiera: rentabilidad y riesgo", *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. Ortí Vallejo, A., Rojo Álvarez-Manzaneda, R.), Navarra, 2009, p. 243; ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.,* pp. 1232; ORTÍ VALLEJO, F.J., "La fiscalidad de los fondos de inversión inmobiliaria", *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. Ortí Vallejo, A., coord. Rojo Álvarez-Manzaneda, R.), Navarra, 2009, p. 283.

[38] *Vid., supra,* apdos. III.1 y III.2.

[39] *Cfr.,* a este respecto, la Ley 20/1998, que modificó la redacción original de las letras a) y b) del art. 33 de la LIIC de 1984. A su vez, el Real Decreto 845/1999 vino a dar nueva redacción a los arts. 72 y 74 del Real Decreto 1393/1990.

[40] La redacción originaria del art. 72.1 del RIIC se limitaba a establecer como objetivo exclusivo de los FII la inversión en inmuebles para su directo arrendamiento, lo que, unido al régimen fiscal, que únicamente se refería al alquiler de viviendas, planteaba serias dudas sobre la posibilidad de que los FII pudiesen adquirir activos distintos de edificios ya construidos.

trucción, incluso aunque estén sólo sobre plano (41), opciones de compra sobre inmuebles (42), derechos reales inmobiliarios distintos del dominio y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles (43).

4. Propuestas para revitalizar el mercado de los FII

El hecho de que España sea, juntamente con Irlanda, el país donde hay mayor porcentaje de viviendas en propiedad no se debe a lo que podríamos denominar una "excepción cultural española", sino que es la consecuencia de la política seguida por los diversos Gobiernos en materia de vivienda, que se ha dirigido al fomento de la adquisición en propiedad, además de las serias deficiencias de las diferentes leyes de arrendamientos urbanos como instrumentos de potenciación de un mercado de arrendamiento de viviendas.

Buena parte de los FII de nuestro país tienen las siguientes características. En primer lugar, sus participaciones son difíciles de valorar, porque su valor liquidativo depende del valor de los inmuebles que forman parte del patrimonio del FII y éste no encuentra una referencia objetiva y continua en un mercado secundario, al modo en

---

(41) *Cfr.* el art. 33.6, c) de la LIIC de 1984, tras la modificación introducida por la Ley 20/2998. Actualmente, así lo dispone el art. 72.2, b) del RIIC (reformado por el Real Decreto 1393/1999), estableciendo la obligatoriedad, en este caso, de que el constructor o promotor que venda el inmueble haya obtenido la preceptiva licencia para edificar. Además, a los efectos de conseguir beneficios fiscales en este caso el art. 75 bis, a) del RIIC exige que el inmueble en construcción adquirido tenga entidad registral mediante la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad, lo que ha de entenderse en el sentido de que esté inscrita la obra nueva en construcción (*cfr.* arts. 208 de la LH y 308 del RH); *vid.,* ORTÍ VALLEJO, F.J., "La fiscalidad de los fondos…", cit., pp. 279-290.

(42) El art. 72.2, c) del RIIC exige adicionalmente que el valor de la prima no supere el 5 por 100 del precio del inmueble, así como que el vencimiento de la opción no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.

(43) *Cfr.* art. 72.2, d) y e) del RIIC. La reforma del RIIC de 1999 eliminó algunos lastres a que estaba sometida la normativa sobre FII de 1992, aunque se mantuvieron algunas restricciones, exigencias o limitaciones para las "inversiones en inmuebles de naturaleza urbana", que, a los efectos previstos en dicho Reglamento, deben ser entendidas como las inversiones en inmuebles finalizados [art. 56.1.a) del RIIC] —siempre que la adquisición de aquélla sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de ésta— , las realizadas en "inmuebles en construcción" [art. 56.1.b) del RIIC] —incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar—, la compra de opciones de compra —cuando el valor de la prima no supere el 5 por 100 del precio de ejercicio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad— [art. 56.1.c) del RIIC]—, la titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendados [art. 56.1.d) del RIIC], y la titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles [art. 56.1.e) del RIIC]. Estas limitaciones o restricciones a las que hoy siguen sometidas las inversiones o las aportaciones no dinerarias que se realicen al FII denotan una clara opción del legislador de restringir el ámbito objetivo del FII, y representan un claro lastre para que los FII terminen por despegar en nuestro país.

que sí la encuentran los fondos financieros en las cotizaciones bursátiles, sino que debe acudirse a mecanismos de tasación externa que pueden diferir en el tiempo las correcciones de valor de los inmuebles, generando incertidumbres añadidas a las propias de la evolucion del mercado inmobiliario. En segundo lugar, la gran sensibilidad de los FII a las solicitudes de reembolsos por parte de sus partícipes, dada la limitada liquidez de los inmuebles en los que tienen invertido su patrimonio, de modo tal que la experiencia histórica asocia sus crisis a peticiones masivas de reembolsos por parte de sus partícipes, en contextos bajistas de los mercados inmobiliarios como el actual (44). A nuestro juicio, para que tanto el inversor como el propio legislador confíen en los FII, creemos necesario que se adopten las siguientes medidas.

En primer lugar, que se equilibre la relación arrendaticia, eliminando ciertos privilegios a favor del arrendatario que desincentivan la inversión en vivienda con la finalidad de arrendarla, sin que consideremos suficiente las reformas implantadas por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre; entre ellos, muy especialmente, el derecho de prórroga forzosa, singularmente con su actual régimen jurídico de oponibilidad frente a terceros sin necesidad de inscripción, en perjuicio de la seguridad del tráfico jurídico y, por tanto, de adquirentes, de acreedores hipotecarios y, por consiguiente, también de los propios deudores hipotecarios.

Ciertamente, para un adecuado desarrollo del mercado arrendaticio de viviendas en España es necesario que la configuración legal del contrato de arrendamiento sea equilibrada. Hoy, en cambio, esa configuración presenta unos desequilibrios, entre los que sobresale el derecho de prórroga forzosa para el arrendatario (45). Este derecho de prórroga forzosa del arrendamiento de vivienda, tal y como aparece configurado por la LAU/1994, representa una excepción al principio de fe pública registral, ya que para afectar a un tercer adquirente a título oneroso y de buena fe de la vivienda arrendada no se requiere la inscripción del derecho del arrendatario en el Registro de la Propie-

---

(44) Como señala TAPIA HERMIDA, A.J., "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica…", cit., pp. 31 y ss., y "La crisis de los Fondos…", cit., pp. 31 y ss., la liquidez ha sido siempre el "talón de Aquiles" de los FII, como lo demuestra la práctica internacional en la que estos fondos se han mostrado extremadamente sensibles a peticiones masivas de reembolso de sus participaciones; produciéndose, además, una suerte de paradoja, porque, si se mantiene un porcentaje mínimo de liquidez de, por ejemplo, el 10 por 100 del patrimonio, y acaece una crisis inmobiliaria, puede producirse un grave deterioro de tales fondos; si, por el contrario, se aumenta la liquidez a un 20 por 100 del patrimonio de los fondos y el mercado inmobiliario evaluciona favorablemente, los partícipes exigirán al gestor que reduzca dicho porcentaje de liquidez para invertirla en inmuebles y obtener una mayor rentabilidad, especialmente en contextos de tipos de interés bajos.

(45) Aunque la configuración legal del derecho de prórroga forzosa es menos gravosa para el arrendador que la establecida por el art. 57 de la LAU/1964, la reinstauración de ese derecho por la LAU/94 ha supuesto una cierta regresión en relación con el denominado "Decreto Boyer" que lo había suprimido. Esta medida se ha reintroducido, tal y como reconoce la propia Exposición de Motivos de la LAU/1994, con la finalidad tuitiva de dar estabilidad residencial a quienes han optado por el alquiler como mejor medio para solventar la necesidad de vivienda. Pero esta medida en nada favorece el desarrollo de un mercado amplio y competitivo de viviendas en alquiler, que sería la mejor garantía de estabilidad a precios asequibles. Por ello, el desarrollo de tal mercado requerirá la progresiva desaparición de ese derecho.

dad, por lo que el tercer adquirente ve afectada su adquisición por un tercero extraño al contrato celebrado con el *dominus*, tercero que deriva su derecho de un contrato entre partes y que no figuraba en el tenor literal de la inscripción (art. 14 de la LAU/1994). Puede argumentarse que, a diferencia de la hipoteca —que no es susceptible de contacto posesorio—, el arrendamiento conlleva posesión, lo que confiere carácter visible al derecho del arrendatario y que, además, difícilmente alguien comprará una vivienda sin comprobar su estado físico, y ambas circunstancias, normalmente, informarán al potencial adquirente lo que no le revela la inscripción, esto es, si la finca se halla arrendada o no. Creemos que, aunque el arrendamiento conlleva *ius possidendi* por parte del arrendatario, este hecho no justifica la innecesariedad de la inscripción para que el derecho del arrendamiento sea oponible a un tercer adquirente, erigiéndose en una excepción a lo dispuesto, entre otros, por los arts. 1571 del CC y 34 y 38 de la LH, todos ellos protectores de la seguridad del tráfico jurídico (46).

A nuestro juicio, la manera menos costosa de despejar las incertidumbres y la desconfianza es que el derecho de prórroga forzosa del arrendatario no represente, en relación a tercero, ninguna excepción a los principios que gobiernan la seguridad del tráfico jurídico, los cuales operan, únicamente, en las relaciones *inter tertios* y constituyen un soporte fundamental para el desarrollo de los mercados (47). Hubiese sido suficiente con aprovechar la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, para configurar el derecho de prórroga forzosa conforme a tales principios para que el arrendatario pudiese beneficiarse igualmente del derecho pero sin perjudicar a deudores, acreedores y

(46) El hecho de que el arrendatario tenga un *ius possidendi* no despeja las incertidumbres para el adquirente ni elimina las posibilidades de engaño por parte del propietario vendedor, sobre todo en una economía de mercado que exige una gran movilidad geográfica y en la que la contratación tiene lugar, usualmente, entre extraños, entre los cuales prima la desconfianza, como consecuencia de las incertidumbres derivadas de las asimetrías informativas existentes entre las partes contratantes y del conocimiento de que cada parte ajustará su comportamiento al modelo conductal impuesto por el autointerés, por lo que cada parte ocultará información, cuando los beneficios que espera obtener de tal comportamiento superen a los de cualquier opción alternativa.

(47) Hay que tener presente que el derecho de prórroga forzosa, configurado como excepción a lo dispuesto por los arts. 1571 del CC y 34 y 38 de la LH, tiene efectos negativos sobre el desarrollo del mercado hipotecario, porque, en principio, los arrendamientos concertados por el deudor hipotecario con anterioridad a la constitución de la hipoteca, aún no inscritos, son oponibles, en caso de ejecución de la garantía, al adjudicatario de la vivienda en la subasta correspondiente, lo que disminuye el valor de los inmuebles destinados a vivienda como garantía, perjudica al deudor, pues ello repercute en el tipo de interés, y, además, el valor que el bien alcanzará en la subasta será inferior al que alcanzaría en ausencia de arrendamiento oponible, por lo que puede no bastar para extinguir la deuda y, por la parte no extinguida, responderá el deudor conforme al principio de responsabilidad patrimonial universal, conforme al art. 1911 del CC. Perjudica también al acreedor, porque el valor de la garantía constituida puede disminuir como consecuencia de actos posteriores del deudor, y, además, puede prolongarse la tramitación del procedimiento de ejecución como consecuencia de tales circunstancias, lo que los acreedores descuentan previamente en forma de elevación de tipos de interés.

adquirentes (48); es decir, debe exigirse, para que dicha prórroga forzosa pueda afectar a terceros adquirentes y acreedores hipotecarios, que el ejercicio del derecho de prórroga conste inscrito en el Registro de la Propiedad, lo que exige modificar, de nuevo, tanto la LAU/1994 como el Real Decreto 297/1996.

Cuando el arrendador sea un FII y éste se disuelva por alguna de las causas previstas por el art. 24 de la LIIC, para facilitar el rescate de las aportaciones, la solución sería que en estos supuestos quedasen extinguidos los arrendamientos concertados por el FII (49). Pero hay que tener presente que esta solución debe compatibilizarse con el derecho de prórroga forzosa del arrendatario, en su caso, lo que pone de manifiesto, una vez más, las perturbaciones que ocasiona este derecho para un correcto funcionamiento del mercado arrendaticio, de modo que si se quiere defender el derecho de prórroga forzosa necesariamente habrá que optar por mantener el derecho del arrendatario, incluso en el caso de disolución del FII, porque no hay razón para conceder a los partícipes en el FII, cuya titularidad sobre los bienes es únicamente fiduciaria, mayores derechos que a quienes arriendan sus inmuebles sin participar en un FII.

En segundo lugar, es imprescindible que se concedan ciertas prerrogativas al arrendador, cuando éste sea un FII y conste inscrito el arrendamiento a su favor, para el desahucio por impago (50), porque uno de los desequilibrios esenciales que dificultan gravemente el desarrollo del mercado arrendaticio de viviendas está relacionado con la ineficacia de los mecanismos de *enforcement* de los derechos del arrendador, especialmente en caso de impago de las rentas por el arrendatario.

---

(48) Para esto hubiese resultado suficiente con dar al derecho de prórroga forzosa la misma solución que dio el legislador hipotecario de 1861 a las hipotecas *tácitas* existentes con anterioridad, y que constituían una auténtica losa para el desarrollo de los mercados tanto inmobiliario como hipotecario. El legislador de 1861, si bien mantuvo las hipotecas legales, redujo su número y suprimió su carácter tácito, es decir, para que tales hipotecas quedasen constituidas se exigió, con carácter general, su inscripción registral. A partir de ese momento la expresión "hipoteca legal" comenzó a significar derecho a exigir la constitución de una hipoteca, en los supuestos y en los términos autorizados por la ley, con lo que se compatibilizaba la especial tutela de ciertos intereses dignos de especial protección, según el criterio del legislador, con las exigencias de la seguridad del tráfico jurídico, establecido en beneficio de todos.

(49) Ésta es la solución que propone MÉNDEZ SERRANO, M.M., *Los fondos de Inversión Inmobiliaria y los arrendamientos urbanos: otra alternativa al problema de la vivienda en España,* Madrid, 2007, p. 118.

(50) Al igual que el acreedor hipotecario goza de ciertos privilegios en materia de configuración del título ejecutivo, cuando es una entidad financiera debidamente autorizada [por ejemplo, arts. 153 y 153 *bis* de la LH, art. 245 del RH, arts. 572.2 y 573.12.º y art. 695.1-2.ª del LEC (este privilegio deriva de una RDGRN de 16 de junio de 1936, que admitió la certificación bancaria como medio de acreditar el impago, "dada la solvencia y seriedad de las entidades de crédito". La DGRN consideró que los activos reputacionales puestos en juego por estas entidades eran garantía suficiente de un comportamiento solvente. Lo mismo ocurriría, en su caso, con los FII, en el supuesto de que llegase a organizar un mercado de arrendamiento de vivienda con ellos como principales protagonistas, aunque difícilmente alcanzarían un nivel de protagonismo semejante al de los bancos en el ámbito crediticio)] y, de hecho, de procedimiento especial de ejecución, podría admitirse la certificación de impago expedida por el

En tercer lugar, y en línea con la anterior medida, el mercado arrendaticio requerirá la progresiva mejora y agilización de los procedimientos de desahucio y que se facilite, en ciertos casos, la elaboración de un título acreditativo del impago con eficacia ejecutiva, de modo más eficaz a como ha sido planteada la cuestión por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre.

En cuarto lugar, es conveniente que se facilite la financiación de los FII mediante la emisión de títulos garantizados por sus derechos arrendaticios —profundizando en la línea abierta por el Real Decreto 215/2008 de 15 de febrero por el que se modifica el art. 59 del Real Decreto 1309/2005—.

En quinto y último lugar, es necesario que el mercado se profesionalice; es decir, que operen en él agentes de gran tamaño con un alto nivel de competencia entre sí. Hasta la fecha se han ido adoptando medidas dirigidas, exclusivamente, a poner parches a los fallos más visibles de un mercado *artesanal* de arrendamiento de viviendas, pero no a conseguir la *profesionalización* de este mercado, lo que resulta esencial si se quiere conseguir un mercado de viviendas en alquiler de gran tamaño y altamente competitivo (51).

IV. EL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO CUANDO EL ARRENDADOR ES UN FII. PROPUESTAS DE *LEGE FERENDA* PARA CONSEGUIR SU ÉXITO EN ESPAÑA

1. El art. 13.2 de la LAU/1994

Si tenemos en cuenta la finalidad de los FII y las causas que podrían dar lugar a su disolución, podemos llegar a la conclusión de que para dar estabilidad al arrendatario quizá no sea necesario aumentar el tiempo de duración del contrato, porque, en el momento necesario, esta medida podría impedir obtener la liquidez necesaria para

---

arrendador para iniciar el procedimiento cuando éste fuese un FII. Creemos incluso posible que se pueda agilizar el procedimiento de desahucio cuando se trate de arrendamiento inscrito, porque, de un lado, la identidad de los otorgantes, su capacidad natural, el hecho de que el consentimiento ha sido libremente prestado así como el contenido de lo pactado habrían quedado suficientemente acreditados al autenticarse el documento, bien por el procedimiento tradicional ante notario, por el procedimiento de autenticación electrónica, especialmente con firma electrónica reconocida, o por la ratificación ante el Registrador, y, de otro lado, porque éste, para autorizar la inscripción, con todos sus efectos frente a terceros, ha debido realizar una calificación de la legalidad del negocio. Creemos que estas circunstancias confieren suficientes garantías a la existencia y legalidad del contrato de arrendamiento y de los derechos derivados de éste como para que pueda agilizarse el procedimiento de desahucio en el caso de que el arrendamiento se halle inscrito, al margen de que el acreedor sea o no un FII.

(51) Éste es el propósito que persiguen las SOCIMI; *vid., infra,* apdo. VI. Creemos que estas medidas permitirían que fuese surgiendo un mercado creciente y competitivo de viviendas en alquiler. La profesionalización del mercado, su amplitud y la competencia entre oferentes es la mayor garantía para el arrendamiento, en lugar de un mercado inexistente con una legislación que lo estrangula por proteccionista y que, por ello, produce unos efectos contrarios a los pretendidos. Es obvio que para que todas las medidas propuestas lleguen a alcanzarse no sólo es necesario que se produzcan unas condiciones económicas favorables, sino que, además, es imprescindible crear un marco jurídico que estimule y facilite el desarrollo de ese mercado haciéndolo competitivo.

hacer frente al derecho de reembolso de los partícipes. Incluso, si, como consecuencia de la falta de liquidez del FII, se produjera la disolución de manera imprevista, la prórroga forzosa a favor del arrendatario, hasta un máximo de cinco años, que prevé la LAU/1994, se convertiría en un inconveniente, porque en el caso de que el arrendamiento estuviera en sus inicios, sería bastante más difícil proceder a la enajenación del inmueble para obtener la liquidez necesaria. Ahora bien, esta mayor estabilidad del derecho arrendaticio se podría conseguir aumentando el tiempo de duración del contrato, sin que ello supusiera un inconveniente insalvable que restara posibilidades a la obtención de liquidez una vez llegado el momento de disolución del FII. De ahí que tengamos que analizar el alcance del art. 13 de la LAU, que regula la situación y el régimen jurídico específico al que quedan sometidos los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios o titulares de derechos análogos de goce y disfrute (52).

La extinción de los arrendamientos ordenada por el art. 13.2 de la LAU se producirá cuando se resuelva el derecho del arrendador no propietario, incluso aunque no hayan transcurrido los cinco primeros años de duración del contrato, quebrándose el criterio general establecido en la Ley de asegurar al arrendatario una cierta estabilidad durante el plazo mínimo legal. Por consiguiente, el arrendamiento concedido por usufructuario o superficiario se extingue, sin más, al terminar el derecho del concedente, sin posibilidad de que éste pueda continuar en beneficio del arrendatario, incluso cuando no se hubiera alcanzado el mínimo temporal que con carácter general la Ley le garantiza (53).

---

(52) El art. 13.2 de la LAU resuelve la situación del arrendatario que traiga causa contractual de personas cuya titularidad no sea la propiedad plena del inmueble arrendado, sino la de derechos reales que autoricen el goce pleno de la finca. No entran dentro de este apartado aquellos supuestos en los que, una vez celebrado el contrato de arrendamiento con el titular de la plena propiedad, se constituya un derecho de esta naturaleza a favor de un tercero, ya que esta escisión de facultades de disposición y de uso y disfrute en distintas personas en nada va a afectar al arrendamiento, permaneciendo el arrendatario disfrutando del uso de la vivienda por el tiempo que fue pactado inicialmente, que, si fue inferior a cinco años, podrá ser prorrogado anualmente hasta alcanzar tal duración; así, entre otros, GORTÁZAR LORENTE, *op. cit.,* p. 21. El art. 13.2 de la LAU reproduce en lo sustancial el art. 13 de la LAR (conforme al cual "Los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios, enfiteutas y cuantos tengan un análogo derecho de goce sobre el inmueble se extinguirán al término del derecho del arrendador, subsistiendo el arrendamiento durante el correspondiente año agrícola…") con el que no guarda más que las diferencias necesariamente derivadas del hecho de que éste contemple los arrendamientos rústicos y aquél los urbanos (MARÍN LÓPEZ, *op. cit.,* p. 314), aplicando, este precepto, en su ámbito, el régimen general contenido en el art. 480 del Cc.

(53) GORDILLO CAÑAS, *op. cit.,* pp. 311 y 312. Además, ni siquiera la inscripción en el Registro de la Propiedad del derecho del arrendatario supondría la inaplicación de la regla del art. 13.2 de la LAU, ya que la fuerza de ese derecho no es mayor por el hecho de su constancia registral, no debiendo, el registrador, inscribir en estos casos un arrendamiento con una duración estipulada superior a la que publica el Registro para el derecho del usufructuario.

La falta de coherencia entre los apartados 1 y 2 del art. 13 de la LAU fue puesta de manifiesta, con propuestas contrarias, no sólo durante la tramitación parlamentaria, sino también por los primeros comentaristas de la LAU. Durante la tramitación parlamentaria el Grupo Popular, por medio de la enmienda núm. 197, propuso que los arrendamientos en los que el derecho del arrendador quedara

Una vez realizada la anterior matización, conviene analizar la posibilidad de subsumir el arrendamiento de los FII en la expresión "análogo derecho de goce" o de incluir un nuevo párrafo en el art. 13 de la LAU.

El art. 3.1 de la LIIC de 2003 dispone que los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad

---

resuelto por el ejercicio de un retracto convencional, la apertura de una sustitución fideicomisaria o la ejecución hipotecaria, recibieran el mismo trato de los concertados por usufructuarios, superficiarios o titulares de un derecho análogo de goce (en concreto la enmienda núm. 197 del Grupo Parlamentario Popular establecía que "No existe razón alguna que justifique un distinto tratamiento para las situaciones contempladas en los apartados 1 y 2 del artículo, sin que exista tampoco explicación para tratar peor a los adquirentes definitivos de la propiedad en los casos del apartado 2 frente a los del apartado 1" —*Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados,* Comisiones, V Legislatura, 194, núm. 247, de 22 de junio de 1994, p. 7457—). Por su parte, el Grupo Parlamentario Catalán, por medio de la enmienda núm. 306, aunque también propuso una equiparación entre ambos supuestos, lo hizo a la inversa, es decir, solicitó que se igualaran al alza los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios y titulares de un análogo derecho de goce con los previstos en el vigente art. 13.1 de la LAU, de modo que ni unos ni otros se extinguieran *ipso iure* por la resolución del derecho del arrendador (*Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados,* Comisiones, V Legislatura, 11994, núm. 247, de 22 de junio de 1994, p. 7458). También los primeros comentaristas de la LAU pusieron de manifiesto su absoluto desacuerdo con el distinto tratamiento que el legislador ha dispensado a favor de uno y otro supuesto, ya que entienden que no hay ninguna explicación razonable que respalde semejante diferencia, tratándose, asimismo, de la única disposición que contraviene la principal norma establecida por la nueva LAU en su art. 9: "el plazo mínimo de duración de cinco años para los arrendamientos de vivienda". Ésta es la opinión de LEÓN-CASTRO, J., y DE COSSÍO, A., *Arrendamientos urbanos. La nueva Ley de Arrendamientos Urbanos de 24 de noviembre de 1994,* Granada, 1995, pp. 82 y 83, quienes sostienen que: "… Al respecto introduce una nueva causa de extinción del contrato de arrendamiento, que habrá de añadir a las ya previstas en la Ley para los supuestos generales, y según la cual al término del derecho de arrendador, se extinguirá el contrato de arrendamiento, cualquiera que fuere el plazo pactado, aun en los contratos en situación de período de duración mínimo legal, pese a los términos imperativos del art. 9 de la Ley, es decir, que si se extinguiera el derecho del arrendador antes del transcurso de dicho plazo, se extinguirá, asimismo, *ope legis* y de forma automática, el contrato de arrendamiento, sin que se hubiera de respetar dicho plazo mínimo, con lo que se pasa en la Ley —de forma incoherente— de la inflexibilidad técnica de la vigencia del plazo mínimo legal, a la idea de que resuelto el derecho del concedente se resuelve el derecho concedido". En esta línea, PRATS ALBENTOSA, *op. cit.,* p. 134, llamaba la atención sobre el hecho de que "en este caso que el legislador haya decidido desproteger al arrendatario, no asegurándose, al menos, la vigencia del contrato hasta el fin del plazo de garantía, como en cambio sí lo ha hecho en los supuestos contemplados anteriormente e incluso en el siguiente. Además hay motivos para conceder idéntica protección". En esta misma línea, GORTÁZAR LORENTE, *op. cit.,* p. 22, considera que "la reflexión más importante que cabe realizar es que se trata de la única disposición (junto con la prevista en el art. 9.3) que contraviene la principal norma establecida por la nueva LAU en el art. 9.1 de facilitar un plazo mínimo de duración de cinco años a los arrendamientos contratados para vivienda, con el fin de dar una cierta estabilidad a los arrendatarios (…) En principio, no hay ningún matiz suficientemente relevante para diferenciar en el tratamiento a un arrendatario de finca hipotecada adjudicada en remate y el de una finca usufructuada resuelto el usufructo". Por último, en esta línea, MARÍN LÓPEZ, *op. cit.,* p. 315, señala que "lo censurable, es que en casos con la misma identidad de razón, como son los contemplados en los dos primeros apartados del art. 13 LAU, sean tratados de manera tan arbitrariamente desigual".

gestora. Este precepto, en principio, no parece permitir aquella interpretación en virtud de la cual se considera a los partícipes como copropietarios del fondo, a menos que se admitiera una nueva forma de propiedad vacía de contenido, en cuyo supuesto, ni siquiera sería comparable a la nuda propiedad, al no reconocerse la facultad de reversión de los poderes que integran el contenido esencial del derecho de propiedad en caso de extinción y liquidación del FII (54). Si se admitiera esta nueva clase de propiedad, sería necesario revisar los esquemas que sobre ella se han soportado a lo largo de muchos años de tradición jurídica, puesto que, ni el molde de la comunidad ordinaria o romana es asumible por la inexistencia de la acción de división, la falta de partes alícuotas en sentido propio, así como la finalidad colectiva y la vocación de estabilidad del fondo, en contraste con la inestabilidad por la que se caracteriza este modelo, ni el molde de la comunidad germánica, a la que resulta extraña la fungibilidad de los comuneros y la necesidad de que éstos participen en el fondo con predeterminación de cuota liquidable *ad nutum* a su voluntad, como tampoco podría encontrar explicación bajo su estructura la posición de la sociedad de gestión que, a pesar de ostentar el poder de administrar y disponer de los bienes del fondo no puede ser partícipe de él (55).

Tampoco la titularidad fiduciaria permite explicar la escisión que el art. 3.1 de la LIIC realiza entre la titularidad dominical, aparentemente atribuida a los partícipes, y las facultades de dominio que ostenta la gestora. Aunque hace muchos años que nuestra doctrina rechaza unánimemente la posibilidad de constituir titularidades fiduciarias en nuestro Derecho, tampoco cabe apreciar fiducia en la propiedad entendida como la transmisión de ésta a un tercero para facilitar la gestión, sino, a lo sumo, una fiducia en la gestión, que conllevaría la transmisión de la facultad de administración sobre el propio patrimonio a un tercero en base a la confianza, como tampoco cabe entender una relación fiduciaria propiamente dicha entre los partícipes y la sociedad gestora, ya que la relación existente entre ambos no descansa en una relación de confianza o en la

---

(54) ORTÍ VALLEJO, A., *Garantías de los títulos del Mercado Hipotecario,* Madrid, 1993, p. 25.

(55) *Vid.* ORTÍ VALLEJO, A., "Garantías de los títulos…", cit., pp. 21 y ss. En este mismo sentido se ha pronunciado, entre otros, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.,* pp. 635 y ss.; GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades,* t. I, Madrid, 1976, pp. 56 y ss.; MUÑOZ XANCÓ, A., "El condominio español en su aspecto distintivo de sociedad", *RDP,* noviembre, 1985, pp. 952 y ss.; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil Español, Común y Foral,* t. I, vol. II (décima tercera edición, revisada y puesta al día por DE LOS MOZOS, J.L.), Madrid, 1982, pp. 647 y ss.; FAIRÉN MARTÍNEZ, "Patrimonio y responsabilidad patrimonial", *RDN,* 1962, p. 241; LACRUZ BERDEJO, J.L., LUNA SERRANO, A., y RIVERO HERNÁNDEZ, F., *Elementos de Derecho Civil I,* vol. III, Barcelona 1990, pp. 73 y ss. La calificación del fondo como patrimonio separado afecto a un fin salva el importante escollo de explicar que los poderes de administración y disposición de los bienes estén en manos de un sujeto distinto de los beneficiarios, tal es el caso de los partícipes, ya que esta circunstancia es propia de los patrimonios de este tipo, como también lo es de la existencia de un tercer sujeto, el depositario, encargado de la custodia y vigilancia del patrimonio y sus gestores (ORTÍ VALLEJO, A., "Garantías de los títulos…", pp. 29 y 30; DE CASTRO, F., *El negocio fiduciario. Estudios crítico de la teoría del doble efecto,* Madrid, 1972, p. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.,* p. 629).

buena fe del otro, sino en la tutela que la propia Ley otorga (56). Hay que tener en cuenta, además, que si ello fuera posible y la doctrina estimase acertada la relación fiduciaria como argumento para explicar la división que el art. 3.1 de la LIIC realiza entre la aparente titularidad dominical de los partícipes y las facultades de dominio que ostenta la gestora, probablemente no podría considerarse como posible el intento de asimilar, en beneficio de la rentabilidad del fondo, la situación generada en torno al arrendamiento en los FII, de conformidad con las reglas que se aplican a los supuestos que implican un contacto posesorio, tales como el usufructo, la superficie y demás derechos análogos de goce. Y ello porque, en caso contrario, habría que acudir a la solución que establece el párrafo primero del mismo precepto cuando se refiere a la resolución del derecho del arrendador si sobre la vivienda arrendada tiene lugar un retracto convencional, una apertura de sustitución fideicomisaria, una enajenación forzosa o una opción de compra, siendo la solución, en estos casos, semejante a la establecida para el supuesto de la enajenación voluntaria a que se refiere el art. 14 de la LAU. De este modo, si cualquiera de estas causas que provocan la resolución del derecho del arrendador tiene lugar durante los cinco primeros años de duración del contrato, el arrendatario tendrá derecho, en todo caso, a continuar en el arrendamiento hasta que se cumpla el plazo mínimo legalmente establecido, mientras que si se trata de contratos de duración pactada superior a cinco años, una vez que hayan transcurrido los cinco primeros años de duración, quedará extinguido el arrendamiento, salvo que éste haya accedido al Registro de la Propiedad con anterioridad a los derechos determinantes de la resolución del derecho del arrendador, en cuyo caso continuará la relación arrendaticia por toda la duración pactada. Todo ello, en perjuicio de la necesaria e inmediata liquidez de la que precisa el fondo para hacer efectivo el derecho de reembolso de todos y cada uno de los partícipes en caso de su disolución (57).

---

(56) *Vid.* DE CASTRO, F., *op. cit.,* pp. 6 y ss.; TAPIA HERMIDA, A., "El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondo de inversión y fondos de pensiones", en <www.ucm.es>, *Second Harward Seminar on Bussines Law, Corporate Gobernant conflicts and a Corporate Insolvency,* Madrid, 16 de mayo de 2005, p. 808; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.,* pp. 647 y ss.; ORTÍ VALLEJO, A., "Garantías de los títulos…", cit., p. 26.

(57) La tesis que parece gozar de más apoyos para explicar la alternativa entre fondo propiedad de la sociedad gestora, inadmisible en la Ley española, y fondo propiedad de los partícipes, tampoco aceptable de conformidad con la normativa actual, es la que considera al fondo como sujeto titular de sí mismo, lo que supone atribuirle cierta subjetividad, aunque no personalidad jurídica (quienes apoyan esta postura terminan considerando que nos encontramos ante un supuesto de patrimonio separado). Aunque toda la legislación gira en torno a la idea de su patrimonio, la norma que de manera más clara permite considerar su naturaleza jurídica como tal es el art. 6 de la LIIC de 2003, que establece su inembargabilidad por créditos de los sujetos protagonistas de la vida del fondo, tal como los acreedores de los partícipes, los acreedores de la sociedad de gestión o los acreedores del depositario. Del mismo modo, este precepto también determina que los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado, por lo que los acreedores del fondo tampoco pueden embargar los bienes de los partícipes, explicándose esta compartimentación patrimonial, por lo que a los FII se refiere, por medio de los patrimonios artificialmente subjetivados, como son los separados afectos a un fin; *vid.,* sobre estas cuestiones, CASTÁN TOBEÑAS, J., *op. cit.,* pp. 647 y ss.; FAIRÉN MARTÍNEZ, *op. cit.,* p. 241; LACRUZ BERDEJO, J.L., LUNA SERRANO, A., y RIVERO HERNÁNDEZ, F., *op. cit.,*

En suma, podemos decir que el FII es titular de un patrimonio separado, depositado ante una entidad autorizada al efecto, gestionado y administrado por una sociedad en virtud de un contrato de representación a favor de tercero, cuyos beneficiarios son los partícipes. Por consiguiente, si se tiene en cuenta que el objeto principal sobre el que recae el patrimonio del fondo son bienes inmuebles de naturaleza urbana para cederlos en arrendamiento, el arrendador, propiamente dicho, sería el titular de esos bienes objeto de cesión, es decir, el mismo fondo, aunque la gestión, administración y perfección de las relaciones arrendaticias sea llevada a cabo por la sociedad gestora en beneficio de los partícipes, pudiendo éstos incluso llegar a ser parte del contrato de arrendamiento en calidad de arrendatarios [58].

2. La posibilidad de incluir el arrendamiento de los FII en la expresión "análogo derecho de goce" del art. 13.2 de la LAU

La posibilidad de situar el arrendamiento de los FII en la expresión "cualquier otro derecho análogo de goce", a que se refiere el art. 13.2 de la LAU/1994, podría resultar forzada si se tienen en cuenta los requisitos que la doctrina ha considerado

---

pp. 73 y ss. La calificación del fondo como patrimonio separado afecto a un fin salva el importante escollo de explicar que los poderes de administración y disposición de los bienes estén en manos de un sujeto distinto de los beneficiarios, tal es el caso de los partícipes, ya que esta circunstancia es propia de los patrimonios de este tipo, como también lo es de la existencia de un tercer sujeto, el depositario, encargado de la custodia y vigilancia del patrimonio y sus gestores (ORTÍ VALLEJO, A., "La fiscalidad de los fondos…", cit., pp. 29 y 30; DE CASTRO, F., *op. cit.,* p. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.,* p. 629).

[58] Los FII, como IIC, gozan de una estructura triangular cuyos tres vértices están ocupados por los partícipes, la sociedad gestora y el depositario (respecto de la calificación jurídica de este último, habida cuenta de su concurrencia al otorgamiento del contrato de constitución del fondo, hay que tener presente que el origen de la relación que lo liga con el fondo es un contrato complejo de depósito al que se adhieren ciertas obligaciones de gestión y control sobre la labor de la entidad gestora. Además, en la medida en que tales obligaciones han de ejercitarse *ex lege*, en interés de los partícipes del fondo, hay que añadir que se trata de un contrato en interés de tercero, presentando las relaciones jurídicas que se dan entre ellos un carácter peculiar en nuestro Ordenamiento jurídico. Entre la sociedad gestora y los partícipes parece que se perfecciona un contrato de gestión de la inversión realizada por aquéllos próximo al mandato (TAPIA HERMIDA, "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica…", cit., pp. 222 y ss.). Ahora bien, parte de la doctrina (entre otros, GENTILE, F., *op. cit.,* p. 129) pone en entredicho esta tesis por las siguientes razones: a) En la medida en que la vinculación de la sociedad gestora y el FII surge antes de que haya partícipes, el mandato otorgado por éstos sería un mandato *a posteriori,* difícilmente admisible; b) Resultaría un contrasentido afirmar que los inversores dan a la entidad gestora un poder para administrar y gestionar un patrimonio frente al que ellos tan sólo ostentan derechos de crédito y del que no son titulares, sino simplemente beneficiarios; c) Aunque es cierto que la labor de la sociedad gestora es remunerada, la propia Ley establece tal remuneración a cargo del patrimonio del fondo, y no de los partícipes; d) Por último, resultaría inexplicable la falta de poderes que ostentan los partícipes en relación a la gestión realizada por su mandatario otorgado a la sociedad gestora, que sería por tanto un mandato de gestión irrevocable *sine die*. Por ello, creemos que la suscripción de la participación supone la perfección de un contrato que vincula al partícipe con el fondo, y no con la sociedad gestora, mientras que la Ley atribuye a la sociedad gestora la gestión y representación del fondo, aunque en interés de los partícipes, lo que supone que nos encontramos ante un supuesto de representación ejercida a favor de tercero, es decir, entre la gestora y el fondo existiría un contrato de representación y gestión en beneficio de tercero, el partícipe, que pasaría a beneficiarse a partir de la suscripción de su participación.

como preceptivos para calificar como tal una situación determinada, puesto que parece existir un claro consenso acerca de la evidencia de que deba tratarse de un derecho distinto del de propiedad, debido, sobre todo, al especial contraste que la propia Ley establece entre los números 1 y 2 del art. 13 de la LAU/1994. Por ello debe quedar claro que los FII son los propietarios del patrimonio y, por consiguiente, de los bienes inmuebles que se van a ceder en arrendamiento, y si su posición jurídica en la relación arrendaticia, como consecuencia de ello, es la de arrendador, indudablemente lo hacen en calidad de propietario, aunque sea la sociedad gestora la que en su representación resuelva perfeccionarlos en beneficio de la rentabilidad del fondo y, en definitiva, de los partícipes.

Ahora bien, aunque existen importantes argumentos que pueden impedir facilitar a los arrendamientos, en el caso de los fondos, un tratamiento similar al de los otorgados por usufructuario o superficiario, *ex* art. 13.2 de la LAU, sí puede considerarse, en cambio, la conveniencia de aplicarles, en cuanto a la extinción del derecho arrendaticio, idénticas medidas. Ello permitiría plantear la viabilidad de aumentar el tiempo de duración del contrato de arrendamiento, para dotar de mayor estabilidad al arrendatario, a favor de la posibilidad de hacer efectivo su derecho a una vivienda digna de forma más duradera, sin que, por otro lado, esta medida impidiera obtener, en el momento necesario, la liquidez de la que se precisa para hacer frente al derecho de los partícipes, en el caso de que el fondo se disolviera por cualquiera de las causas que prevé el art. 24 de la LIIC de 2003, porque, llegado ese momento, el derecho del arrendatario también quedaría extinguido como si de un arrendamiento otorgado por usufructuario se tratara. De este modo, sería posible llevar a cabo, con mayor facilidad, la enajenación de los bienes que forman parte del patrimonio del fondo, en caso de disolución, en el intento por obtener la liquidez necesaria para hacer frente al derecho de reembolso de los partícipes cuanto antes, lo cual, sin duda, minimiza el riesgo y hace más atractiva, en este aspecto, la inversión en este tipo de instituciones.

3. Propuestas de *lege ferenda*. Propuestas de modificación de la LAU

Como se ha puesto de manifiesto, la asimilación de los arrendamientos de los FII a los otorgados por usufructuario o superficiario, de acuerdo con los argumentos expuestos, resulta especialmente forzada. Por ello, creemos que podría haberse aprovechado la modificación de la LAU/1994 por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, para añadir un nuevo párrafo al art. 13 de la LAU que hubiese establecido para los arrendamientos celebrados en el seno de una vivienda propiedad de un fondo idénticas consecuencias a las adoptadas para los supuestos del párrafo segundo del art. 13 de la LAU.

Conforme a ello, creemos que sería razonable en una futura, aconsejable y previsible reforma a corto plazo de la LAU/1994, tras analizarse los efectos ocasionados por su modificación por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, introducir un nuevo apartado en el art. 13 con el siguiente tenor:

Art. 13.4 de la LAU/1994: "Cuando la vivienda arrendada sea propiedad de un Fondo de Inversión Inmobiliaria, el arrendamiento se extinguirá cuando el fondo se disuelva por cualquiera de las causas previstas en el art. 24 de la LIIC, además de por las demás causas de extinción que resulten de lo dispuesto en la presente Ley".

En cuanto a la duración de la relación arrendaticia, quizás fuera conveniente plantearse la posibilidad de modificar, respecto de los FII, el contenido del art. 9 de la LAU, aunque respetando su redacción en lo esencial, ya que no existe en estos casos la necesidad de mantener un equilibrio ponderado entre los intereses del arrendador y el arrendatario, sobre todo si se tiene en cuenta que en los FII el arrendador, es decir, el fondo, tiene por finalidad última obtener niveles óptimos de rentabilidad. De ahí que quizás resulte acertado abrir el debate sobre la posibilidad de plantear un aumento en la duración del derecho arrendaticio para estos casos, en la línea establecida por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, proporcionando así mayor estabilidad al arrendatario. De este modo, podrá realizarse una oferta más atractiva y competitiva en el mercado de alquileres que el resto de los arrendadores, con lo cual esta medida podría, sin duda, beneficiarle. Para ello, convendría utilizar una fórmula orientativa cuyos términos se limiten a apuntar lo que sería aconsejable o posible en aquellos contratos de arrendamientos celebrados por un FII, sin que, por otro lado, ello le impida someterse a lo establecido para la generalidad de los arrendamientos. La propuesta de reforma de la LAU/1994 podría consistir en añadir un último párrafo al art. 9 de la LAU, en los siguientes términos:

"Cuando la vivienda arrendada sea propiedad de un FII, la duración del arrendamiento será libremente pactada por las partes, pero si ésta fuera inferior al plazo, si lo hubiera, señalado para la duración del fondo, o simplemente no alcance los cinco años que como mínimo se contemplan a favor del cualquier otro arrendamiento, éste se prorrogará obligatoriamente por plazos anuales, mientras no concurra ninguna de las causas de extinción del mismo previstas en esta Ley, hasta que se cumpla el plazo señalado para la disolución del fondo, sin que la duración del arrendamiento pueda ser superior a quince años. Sin perjuicio de que el arrendatario manifieste al arrendador con treinta días de antelación como mínimo a la fecha de terminación del contrato o de cualquiera de las prórrogas, su voluntad de no renovarlo. Asimismo, la sociedad gestora, en representación del fondo y en interés de los partícipes, podría acordar de manera expresa, respecto de la relación arrendaticia, su sometimiento al régimen normal de duración del contrato previsto en los apartados 1 y 2 del presente precepto" (59).

Estas dos propuestas de *lege ferenda* apuntadas son esenciales respecto al régimen jurídico de los arrendamientos en relación a los FII, puesto que, si se consideraran acertadas y viables, sería preciso revisar todo el texto y su articulado matizando las cuestiones que pudieran provocar lagunas o errores en su concreta aplicación.

Puede argumentarse que la adopción de estas medidas en relación a los arrendamientos celebrados en el ámbito de los FII haría surgir un régimen jurídico dual en

(59) El hecho de establecer como tope de duración del contrato un máximo de quince años responde al intento de huir del carácter indefinido que desvirtuaría la temporalidad como nota esencial de la relación arrendaticia; por lo tanto, resulta ser simplemente indicativa, sin perjuicio de que pueda considerarse más aceptable un plazo mayor o menor, incluso sin que, por ello, tengan que dejar de serle de aplicación las prórrogas a que se refiere el art. 11 de la LAU —este artículo también sería necesario adecuar a la concreta situación de los FII y a las modificaciones propuestas como esenciales en el régimen jurídico de la *locatio conductio*—.

torno a los arrendamientos de vivienda (60), de menor impacto en nuestra sociedad tras las modificaciones establecidas por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre. No obstante, hay que tener en cuenta que su existencia queda plenamente justificada si se tiene presente que la posición jurídica del arrendador es bien distinta según sea éste un propietario particular, persona física o jurídica, o un fondo, patrimonio separado, sin personalidad jurídica, ya que los intereses a proteger, en uno y otro caso, parecen ser bien distintos. En el primer caso, se trata de equilibrar lo máximo posible los intereses de ambas partes, arrendador y arrendatario, pues las prerrogativas que sean concedidas a uno respecto del otro supondrían, sin duda alguna, un perjuicio importante para la otra parte, mientras que, en el caso en que el FII sea el arrendador, el hecho de que la balanza se reincline, en relación a ciertas medidas como las apuntadas, a favor del arrendatario, supondría probablemente, tal y como se ha tratado de argumentar, un acierto indudable. Por consiguiente, si existe la posibilidad de potenciar la estabilidad del arrendatario, en el intento de obtener mayor estabilidad para hacer efectivo su derecho a una vivienda digna, en el supuesto concreto de los FII, no estaría justificado, ni sería lógico despreciar la posibilidad de aumentar las prerrogativas del derecho arrendaticio cuando se celebren contratos de arrendamiento que así lo permitan (61).

V. LOS REITS

El Considerando II de la Exposición de Motivos de la Ley 11/2009, tras desmenuzar los aspectos vertebradores de las SOCIMI, dispone que de este modo "… se esta-

(60) En cuanto a los de uso distinto del de vivienda, según se apuntó en su momento, teniendo en cuenta que el análisis que nos ocupa pretende centrar su atención alrededor de la rentabilidad de los FII, habría que considerar la oportunidad de estas medidas o de su ausencia en aras de los intereses de los partícipes, ya que, si tienen un régimen jurídico similar al de los arrendamientos de vivienda, aumentaría la confianza del arrendatario al adoptar el contrato de arrendamiento como instrumento para viabilizar su medio de vida; el establecimiento del derecho a una indemnización con carácter imperativo plantearía un serio problema a la Sociedad Gestora de cualquier FII si, llegado el caso, hubiera que proceder, sin más remedio, a la extinción de estos arrendamientos, con el consiguiente desembolso a realizar en perjuicio de su rentabilidad y de los intereses de los partícipes, por los que, en todo momento, ha de velar.

(61) Hay que tener presente que, para el caso de los arrendamientos en los FII, la modificación de ciertas medidas, como las propuestas, en su régimen jurídico, permitiría cubrir la consecución de tres objetivos diferentes, algunos de ellos perseguidos desde los inicios de la *locatio conductio* sin demasiado éxito. En primer lugar, el aumento de la estabilidad del arrendamiento sin que ello suponga un perjuicio para los intereses del arrendador. En segundo lugar, la posibilidad, e incluso conveniencia, de prescindir de la protección registral en este tipo de arrendamientos, ya que a través de la prórroga forzosa, establecida legalmente a favor del arrendatario, en los términos apuntados, podría conseguirse una mayor estabilidad en su beneficio, sin que sea necesario, pasado ese tiempo, recurrir a la protección registral para garantizar el cumplimiento del art. 47 de la CE, porque esta medida podría considerarse inútil e innecesaria, sobre todo cuando, además, la ausencia de su práctica, por los inconvenientes manifestados, parece poner de relieve su inutilidad y la posibilidad de prescindir de ella. En tercer, y último lugar, el aumento de la rentabilidad de los FII, puesto que si se mantiene el régimen jurídico de los arrendamientos de la LAU/1994, ésta podría verse especialmente perjudicada en ciertos momentos de la relación jurídica arrendaticia. De este modo la adopción de estas medidas les permitiría ofertar en el mercado de alquileres alternativas más atractivas en los contratos de arrendamiento.

blece así, un régimen fiscal con unos efectos económicos similares a los existentes en el tradicional régimen de REITS (*Real Estate Investment Trusts*) en otros países, basados en una ausencia de tributación en la sociedad y la tributación efectiva en sede del socio" (62). Por ello, resulta adecuado acotar el contenido esencial y primigenio de los REIT y acercarnos a la función que vienen realizando en otros países para, de este

(62) La institución de los REITS se produce en Estados Unidos en 1960, exportándose la idea progresivamente a otros países. En los Países Bajos se crean en 1969 los *Fiscale Beleggings Instellingen* (FBI), en Australia en 1971 el *Listed Property Trusts* (LPT) —que recientemente pasó a denominarse A-REITS, siguiendo las prácticas de nomenclatura internacional—; en Bélgica en 1995 la *Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière* (SICAFI); en Grecia en 1999 el *Real Estate Mutual Fund* (REMF); en Francia en 2003 las *Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées* (SIIC), donde el art. 11 *Loi de finances pour 2003 (*Ley núm. 2002-1575, de 30 de diciembre de 2002, *Journal officiel* núm. 304, de 31 de diciembre de 2002, p. 22035), que modifica el *Code Général des impôts,* autoriza a las *sociétés d'investissements immobiliers cotées* a convertirse en FREIT (*French REITs*) mediante el pago de una tasa de entrada en el nuevo régimen; en Reino Unido en 2007 —tras la aprobación del *Finance Act 2006, sections (ss.)* 103 a 104 (UK REITs)— el *Property Investment Fund* (PIF), y ese mismo año en Alemania —inspirándose especialmente en la legislación británica— las *Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen* o G-REITs, con efecto retroactivo desde 1 de enero de 2007, que se caracterizan porque una mayoría de los inmuebles gestionados por los G-REITs son viviendas (más del 50 por 100) [para tener una visión general de la configuración de los G-REITs y sus diferencias con los pre-G-REITs (estadio intermedio de una SA alemana para transformar en REIT) *vid*. CLASSEN, Robert, *REITs und Vor-REITs-Gegenübrstellung der rechtlichen Ausgestaltung,* "Betriebs Berater", núm. 39, 2008, pp. 2104 a 2109]. Son éstos sólo unos pocos ejemplos —posiblemente los de mayor trascendencia— de la replicación de los REITS, pues dicha estructura también está presente en más de veinticinco países [Canadá, Brasil, Japón (J-REIT), Corea del Sur (K-REIT), Hong Kong (H-REIT), Singapur, Malasia, Bulgaria, etc.] —fuente *Bloomberg, Macquarie Research,* marzo de 2009—.

En todos los países donde se han desarrollado los REITS tienen unas características básicas esenciales comunes, al margen de los dispares desarrollos normativos que ha tenido en los distintos países. Se trata generalmente de sociedades de capital sometidas a un régimen tributario especial muy ventajoso, cuyo objeto social principal consistirá en la gestión y explotación de inmuebles adquiridos en propiedad, que no tienen por qué estar cotizadas aunque la cotización sea la norma. Obtendrán sus ingresos de los arrendamientos y de las plusvalías de las operaciones de compraventa de los inmuebles, debiendo repartir gran parte del beneficio obtenido —un porcentaje que oscilará entre el 80 por 100 y el 100 por 100— como dividendo entre sus accionistas. La naturaleza jurídica que adoptan se ha regulado de forma diversa. Mientras hay algunos legisladores que han optado por estructurar el REITS como un *trust*, como ocurre por ejemplo en Australia y Canadá, hay otros que exigen la creación de una sociedad anónima, como por ejemplo en Alemania. Mayor flexibilidad permite el régimen estadounidense, pues permite crear la entidad como una *corporation* o un *trust*. En cualquiera de los casos deberá haber un Consejo de Administración o un *trustee*, según corresponda. En cuanto a la clasificación de los tipos de REITS, basándonos en el modelo norteamericano, podemos distinguir entre las siguientes. Primero, por el objeto de su actividad derivado de su estrategia de inversión: *a.) Equity-REIT*: aquellas entidades que invierten en el mercado inmobiliario; *b.) Mortgage-REIT*: su estrategia de inversión se centra en los préstamos con garantía hipotecaria; *c.) Hybrid-REIT*: aquellas cuya estrategia de inversión combina las dos primeras. Segundo, en función de su inscripción o no en el registro de un organismo supervisor y su negociación o no en mercados secundarios nacionales oficiales: *a.) publicily traded reits*: que están registradas en la *Securities Exchange Comission* (SEC) y cuyas acciones se negocian en las bolsas de valores nacionales; *b.) non-exchange traded reits:* que están registradas en la SEC pero cuyas acciones no se negocian en mercados de valores; *c.) private reits:* entidades no registradas en la SEC. En Estados Unidos un REIT no es más que una *tax designation* —así lo contempla el *Internal Revenue Code* (IRC) de 1986— para una *corporation* que se dedique a la inversión en el mercado inmobiliario. Como también viene siendo común en la mayoría de las legislaciones, existe una serie de normas que marcan

modo, averiguar si la regulación que hace la Ley 11/2009 de las SOCIMI es la adecuada para potenciar el mercado de alquiler en España (63).

El REIT es una "sociedad, *trust* o acuerdo contractual o fiduciario cuyos ingresos proceden sobre todo de inversiones a largo plazo en propiedad inmueble (fincas), que distribuye la mayor parte de dichos ingresos anualmente y no paga impuestos por

---

unos requisitos dirigidos a asegurarse que la propiedad del REIT se encuentre dispersa entre un amplio y diverso número de inversores. En el caso de EE.UU. estos requisitos se concretan en el que llaman el *100 shareholder test*, que supone la necesidad de contar con cien accionistas distintos, y el *5/50 test*, que supone que cinco o menos accionistas no puedan tener más del 50 por 100 de las acciones de la sociedad. Así pues, una de las características generales del régimen jurídico de los REITS es la inclusión de unos mínimos al número de accionistas y límites al porcentaje máximo que pueden ostentar los grandes accionistas. Además, para poder optar al régimen fiscal tan ventajoso —ausencia de tributación a nivel societario y tributación efectiva en sede del socio una vez percibidos los dividendos— el 75 por 100 de los ingresos brutos del REIT tienen que provenir de operaciones relacionadas con el mercado inmobiliario; *vid.,* ampliamente, sobre estas cuestiones, MUELLER, G.R., y ANIKEEF, M.A., "Real Estate Ownership and Operating Business: Does Combining then Make Sense for REITs?, *Journal of Real Estate Portfolio Management,* 21 (2001), p. 58; GARRIGAN, R., y PARSONS, J., *op. cit.,* p. 37; MARKOFF, B., *op. cit., in extenso;* MARINO, V., *op. cit.,* p. 26; FRUSCIO, D., *op. cit.,* pp. 114 y ss. Para ver una tabla comparativa completa de todos los países en los que están presentes los vehículos REITS o similares a ellos *vid.* EPRA, *Global REIT survey,* diciembre de 2008, Erns&Young (<www.epra.com>).

La *European Property Federation* lleva algunos años impulsando la creación de un REIT Paneuropeo (el EU-REIT). En su ultimo informe (*vid.,* EICHHOLTZ, P. y KOK, N., *The EU REIT and the internal market for real estate,* noviembre de 2007, accesible en <www.epf-fepi.com>), se señala que este vehículo de inversión es necesario porque se están produciendo cada vez más distorsiones en la competencia entre los distintos REITS nacionales en la UE. Según este informe un REIT Paneuropeo podría controlar y estabilizar mejor los mercados inmobiliarios nacionales, de ahí la necesidad de corregir la situación en que los ahorradores en pequeños países miembros no pueden acceder a invertir en buenas propiedades en su propio país o en otros; señala, además, que este EU-REIT puede ser útil para evitar la fuga de compañías promotoras y constructoras a paraísos fiscales y generará la especialización de los REITS (muy necesaria, dada la experiencia en mercados maduros, como en EE.UU.) y la inversión en viviendas de protección oficial, pues ambas requieren adecuadas economías de escala. El modelo propuesto en el informe no implica una armonización tributaria ni tampoco en los dividendos que se deban repartir.

(63) La implantación de las IICI en nuestro país, en forma de sociedades o fondos, estuvo condicionada, tanto a nivel nacional como internacional, por la regulación en los EE.UU. de los REIT, como sociedades inmobiliarias que gozaban de exenciones fiscales a condición de que distribuyeran un mínimo del 90 por 100 de sus resultados entre sus socios. Estos fondos se caracterizan porque dedican el dinero de sus partícipes a la compra, gestión y venta de inmuebles, pero con la particularidad de que la gestora no paga impuestos sino que reparte sus beneficios, con lo que traslada la imposición a cada uno de sus partícipes. A la vista del volumen financiero que manejan, pueden hundir la rentabilidad de las inversiones y las rentas de los arrendamientos o incluso ser duros rivales en el área de promoción e incluso disparar el precio de compra de inmuebles del sector terciario. La *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT) establece tres razones para invertir en estas sociedades: en primer lugar, los dividendos anuales que deben distribuir en al menos el 90 por 100 de sus resultados fiscales y que han superado la inflación en la última década, en segundo lugar, los resultados superiores a otras compañías del sector y, por último, la diversificación de sus patrimonios inmobiliarios; *vid.,* sobre la experiencia de los REITS en EE.UU., FRUSCIO, D., *op. cit.,* pp. 114 y ss.

dichos ingresos provenientes de las fincas, los cuales se distribuyen" (64). Es decir, el constituyente de un REIT suele ser una sociedad o una entidad financiera que nombra a un fiduciario que se encarga de gestionarlo y tiene por actividad la compraventa de inmuebles, tanto rústicos como urbanos, y su promoción y explotación, incluyendo el alquiler. Los rendimientos obtenidos de la explotación de estos inmuebles, las plusvalías de las compraventas y las rentas de los arrendamientos les darán al REIT una serie de ingresos periódicos (*cash flow*) que obligatoriamente serán repartidos entre sus participantes, que han aportado bienes inmuebles para su gestión o han contribuido con su capital, sin que la distribución de los beneficios obtenidos pueda ser inferior al 85 por 100 de su patrimonio. Estas operaciones suelen ir acompañadas de una serie de limitaciones que aseguren, de un lado, una pluralidad de partícipes (que eviten la concentración en unos pocos inversores) y, de otro lado, un número de propiedades suficientes para asegurar la viabilidad del REIT (65).

Los REITS estadounidenses, según la *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT), son compañías de estructura societaria que, en la mayoría de los casos, explotan inmuebles que producen rentas, mientras que en nuestro Ordenamiento los FII son un tipo de IIC no financieras de estructura patrimonial que conviven con las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, de estructura societaria, aun cuando de rasgos diversos a los REITS. Más ampliamente sobre los REITS estadounidenses *vid.,* en la doctrina, muy especialmente, GARRIGAN, R., y PARSONS, J., *op. cit.,* p. 37; MARKOFF, B., *op. cit., in extenso;* MARINO, V., *Where "Mortgage" Isn't a Scary Word,* New York Times, Feb. 24, 2008, at p. 26; ALLEN, F., y GALE, D., "Financial markets, intermediaries, and intertemporal smmothing", *Journal ol Political Economy,* núm. 3, pp. 522 a 546. Sobre el rol que han tenido los *REIT* en el mercado de la vivienda en alquiler en EE.UU., *vid.* JONES, C., *The potential contribution of tax transparent investment vehicles to the housing system: a new horizons research projet,* Final Report, noviembre 2004, secciones 3.1 a 3.23; la conclusión a la que llega este autor es que: "US REITs have demostrated the benefits of the introduction of TTHIVs [REITs] and British prívate rented market while not so developed does seem to offer some potential" (sección A35).

En el Reino Unido la campaña de *lobby* por parte de las promotoras y constructoras inmobiliarias, que ha precedido la introducción de los UK REITs en la *Financial Act 2006*, ha sido muy intensa. La propia existencia de REITA (<www.reita.org>), como entidad que promueve los intereses de los REITS ingleses, del mismo modo que la NARET en EE.UU. (<www.reit.com>), demuestra la importancia de la industria en la admisión y posterior funcionamiento de la industria de los REITS.

(64) Ésta es la definición de REIT dada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); *vid.* ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Tax treaty issues related to REITs, Public discussion draft*, 30 de octubre de 2007, Centre for tax policy and administration, p. 3.

(65) El cumplimiento de todos estos requisitos se hace por medio de los denominados test que suele llevar a cabo la Autoridad Financiera de cada jurisdicción y marcan a nivel internacional la barrera entre un REIT y una sociedad o fondo inmobiliario que no lo es. En todos los países en los que están presentes los REITS la entidad que pretenda convertirse en ellos debe cumplir con esos test (sobre los detalles de éstos *vid.* NASARRE AZNAR, "La regulación de la fiducia como un instrumento con utilidad financiera", en *El patrimonio familiar, empresarial y profesional. Sus protocolos, IX Congreso Notarial Español,* t. 3, 2005, pp. 651 a 687), que son básicamente de organización (*trust* o empresa), de propiedad (medidas para la generalización de la inversión en REITs), de activos (en qué debe el REIT invertir para conseguir los beneficios fiscales), de ingresos (el porcentaje mínimo que debe ingresar de su inversión en los inmuebles admitidos) y de distribución (cuánto se debe distribuir como mínimo entre los accionistas/partícipes). *Vid.,* sobre el incumplimiento por parte de un REIT inglés de que no haya un accionista con 10 por 100 o más de las acciones/ingresos/votos, CAMERON MCKENNA, *Real Estate Investment Rusts Q&A,* abril 2007, p. 10.

En la mayor parte de las jurisdicciones se espera que los REIT vertebren, impulsen y profesionalicen el mercado de inmuebles de alquiler (66), y sean vehículos que puedan favorecer el ahorro y la inversión colectiva en inmuebles, sin necesidad de tener grandes capitales y sin correr excesivos riesgos, que es justo lo que sucede en la compra directa por parte de quien quiere invertir a título particular en inmuebles (debe desembolsar la totalidad de su valor en el momento de la adquisición —con recursos propios o con un préstamo—, y su patrimonio depende de las oscilaciones en el valor de ese inmueble). A diferencia de ello, con un REIT, el capital necesario para invertir en inmuebles es menor (el precio de la acción en la sociedad o del *interest* en el *trust*) y el riesgo está diversificado (ya no se compra un inmueble concreto, sino una participación en muchos de ellos que, bien equilibrados, compensan las bajadas en los precios de unos con las subidas de otros) (67).

La ventaja que conlleva para una sociedad o para un *trust* ser calificado como REIT es su tratamiento fiscal preferente, que posibilita que no satisfagan el equivalente al Impuesto de Sociedades de nuestro país, de tal modo que se simula que los auténticos adquirentes, gestores y explotadores de los inmuebles del REIT no sea éste en sí mismo, ni el fiduciario, sino los inversores, de manera que ellos sí que tributan por los rendimientos que obtienen. Es una estructura denominada *pass-through,* caracterizada porque, conforme van llegando los ingresos al REIT, pasan a través de él (deducidos gastos y comisiones) y se distribuyen.

VI. LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO. ¿LA PANACEA DE LA CRISIS O SIMPLE VEHÍCULO DE INVERSIÓN?

1. Ideas previas

Como hemos apuntado (68), para potenciar el mercado de alquiler en España es necesario no sólo que se produzcan cambios de legislación de carácter tributario, incentivando sobremanera el alquiler y autorizando deducciones por capital invertido

---

(66) *Cfr.* Considerando II del Preámbulo de la Ley 11/2009 y, en la misma línea, la s. 103 (1) *Finance Act 2006* inglesa. En otros Ordenamientos se les permite, además, hacer otras muchas operaciones con bienes inmuebles en sentido amplio (no sólo fincas —art. 334 del CC—), como sucede en EE.UU., donde el 91 por 100 de los REITS son *equity REITS,* es decir, invierten en inmuebles y sus ingresos proceden tanto de las rentas de los alquileres como de su negociación; el 7 por 100 son *mortgage REITS,* es decir, o bien prestan con hipoteca a los interesados en adquirir viviendas, o adquieren hipotecas de las entidades de crédito de manera que cobran los pagos de las amortizaciones, o invierten en valores hipotecarios (en EE.UU. *mortgage-backed securities*), y el restante 2 por 100 son híbridos que se dedican a ambos tipos de operaciones (*vid.* NAREIT, *Frequently asked questions about REITs*, 2007, <www.reit.com>)

(67) Ambos aspectos están puestos de relieve en el Preámbulo de la Ley 11/2009; Considerando II, párrafo 2.º: "… Además, esta figura está preferentemente dirigida al pequeño y mediano accionista, haciendo asequible la inversión en activos inmobiliarios de manera profesional, con una cartera de activos diversificada y disfrutando desde el primer momento de una rentabilidad mínima al exigir una distribución de dividendos a la sociedad en un porcentaje muy significativo".

(68) *Vid. supra,* apdo. I.

en su pago, que se reforme la LEC y la LAU, que se busquen instrumentos jurídicos que garanticen el acceso a la vivienda de manera estable, más allá de la propiedad y el alquiler e, incluso, en casos extremos, que se obligue a los propietarios de viviendas permanentemente desocupadas a alquilarlas, bajo sanción de expropiación de su usufructo, sino, además, desde el lado de la oferta, es imprescindible que el mercado se profesionalice. Para cumplir, en cierta medida, esta última pretensión, la Ley 11/2009 viene a regular las SOCIMI, que pueden estar llamadas a desempeñar un importante papel en nuestro mercado si finalmente consiguen reducir el número de viviendas en *stock* que existe en nuestro sector inmobiliario, como consecuencia de la falta de financiación y del riesgo que vive el inversor, generalizando su alquiler y aumentando su calidad, ante el fracaso que han supuesto los FII pensados para alcanzar estos mismos objetivos. Con ello se pretende ayudar a dar salida a la crisis económica en que están inmersos los propietarios de bienes inmuebles, y poner fin a la incertidumbre que impide invertir a los inversores (69).

La Ley 11/2009 viene a incorporar a nuestro Ordenamiento jurídico una versión distorsionada de los REIT existentes en buena parte de los países civilizados (70). Las SOCIMI se configuran como una modalidad alternativa de inversión en activos inmobiliarios para su explotación a largo plazo. Se presenta como una oportunidad

---

(69) La aprobación de la Ley 11/2009 es una respuesta del legislador, no sólo a las voces que exigían la creación de un instrumento para la gestión del *stock* de inmuebles que estaban llegando al patrimonio de nuestras entidades de crédito, como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria española, y que ponían de relieve los efectos que ello estaba ocasionando sobre nuestro sistema financiero, sino también a la oferta competitiva de otros Ordenamientos jurídicos que vienen proporcionando, desde hace años, una estructura contractual de los inversores internacionales, no organizable válidamente en nuestro país, o, al menos, no de forma fiscalmente competitiva hasta la aprobación de la Ley 11/2009, lo que dejaba en situación de desventaja competitiva a las inmobiliarias patrimonialistas españolas y a los propios mercados regulados de nuestro país. Además, en este caso, la competencia entre regulaciones es la fuerza que impulsa la armonización internacional del derecho de los negocios sin necesidad de una coordinación jurídica supranacional, resultando ser las SOCIMI un ejemplo más del proceso de convergencia internacional de la estructura básica del derecho corporativo, por cuanto las características de la entidad incorporada refuerzan el modelo de gobierno corporativo orientado a los accionistas, que tiende a convertirse en uniforme en las principales jurisdicciones del mundo.

(70) *Vid.,* muy particularmente, HANNSMAN H., y KRAAKMAN, R., "The End of History for Corporate Law", *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (eds. Gordon, J.N. y Roe, M.J.), Cambridge, 2004, pp. 33 y ss.

El régimen normativo de las SOCIMI persigue dinamizar el mercado inmobiliario de alquiler y la inversión en el sector inmobiliario, donde las ventas de casas y los precios han caído en medio de una recesión económica, haciendo uso de un modelo que ha logrado un considerable éxito en otros países: los denominados REIT que gozan de un régimen financiero y fiscal específico. Aunque pueda pensarse que introducir de forma tan tardía en nuestro Ordenamiento jurídico esta normativa en el contexto actual, para satisfacer no se sabe qué intereses, no es más que una perversión de los estándares normativos internacionales —sobre todo por eliminar el límite de participación y el número mínimo de accionistas—, creemos que se trata de un modelo de REIT de segunda generación que será bien acogido por el mercado a largo plazo, pero con escasos resultados a corto y medio plazo, que podrá suponer tanto una buena forma de inversión en activos, que por definición son ilíquidos, como un mecanismo para llevar a cabo las denominadas operaciones de "desenladrillamiento bancario".

para dar liquidez a los activos inmobiliarios en manos fundamentalmente de las promotoras y las entidades de crédito, constituyéndose en parte como medida de política de vivienda (71), a la par que se favorece el impulso y la profesionalización del mercado de inmuebles en alquiler (72). Su actividad principal será la adquisición y promoción (incluyendo la rehabilitación) de inmuebles urbanos para su alquiler (viviendas, oficinas, garajes, hoteles, locales comerciales, etc.). La regulación en aquella Ley de las SOCIMI combina un régimen sustantivo específico con un régimen fiscal especial, con el objetivo fundamental de continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas. Para que ello resulte posible, la canalización del ahorro hacia la inversión en estos activos inmobiliarios se hace mediante la creación de un instrumento financiero (las acciones de la SOCIMI), cuyo atractivo reside en su liquidez (pues deben cotizar en mercados regulados) y rentabilidad (al exigir a estas sociedades una distribución de dividendos en un porcentaje muy significativo) (73).

El principal objetivo de las SOCIMI es el fomento y profesionalización del mercado de alquiler de inmuebles y, en general, ayudar a una cierta reactivación del mercado inmobiliario. Asimismo, se pretende facilitar la inversión en activos inmobiliarios a particulares y a pequeños y medianos inversores, de manera profesional y poniendo a su alcance una cartera de activos diversificada y con una rentabilidad mínima (mediante la percepción de un dividendo anual). Así, la cotización de estas sociedades en mercados regulados y la obligación de distribuir la mayor parte de sus

---

(71) Hay que tener presente que en España para dar salida a los inmuebles adquiridos indeseadamente por las entidades de crédito no bastará con la constitución de una SOCIMI filial que los agrupe, porque su balance todavía deberá integrarse en el consolidado. De ahí que, como señala CASTILLA, M., *op. cit.,* pp. 122-123, no se evitaría trasladar a los resultados del grupo las consecuencias derivadas de las más que previsibles pérdidas de valor de los inmuebles que su *mark to market* produciría. Para conseguir el efecto de salida de la hoja de balance habrán de ensayarse estrategias contables más alambicadas dirigidas a dispersar las participaciones accionariales de las SOCIMI y su control, entre los que podrían contarse varias entidades de crédito.

(72) ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., "El Proyecto de ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el Mercado Inmobiliario", *RDBB,* 2009, p. 276.

(73) Estos REITS españoles, aunque comparten los objetivos con los que se introdujeron en 1992 en nuestro Ordenamiento jurídico las IIC, que tan limitado desarrollo han tenido hasta el momento en España pero con una configuración jurídica y operativa diversa, no tendrán la consideración de IIC, por lo que no precisarán de la autorización administrativa previa de la CNMV. Ahora bien, sí estarán sujetas a principios de información y transparencia, así como al régimen de supervisión, inspección y disciplinario encomendado a aquel organismo. En concreto, deberán incluir en la memoria de sus cuentas anuales un apartado específico (con la denominación "Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI"), con información completa sobre los beneficios obtenidos, dividendos distribuidos, reservas e identificación de activos.

beneficios en forma de dividendos facilitará la entrada (y también la salida) de inversores minoritarios en el capital de estas entidades, por lo que se espera que tengan como efecto el aumento de la oferta de alquiler de inmuebles (74).

Desde el punto de vista de las compañías (especialmente, las financieras) con un elevado *stock* de inmuebles (sobre todo viviendas) con dificultad para su venta (caso muy extendido en la actual coyuntura económica), se les ofrece la opción de darles una salida mediante la creación de una SOCIMI y la aportación a ella de esos activos inmobiliarios en régimen de alquiler. Otra alternativa es que sociedades existentes, que cumplan los requisitos, puedan acogerse al nuevo régimen especial, mediante acuerdo de la junta general de accionistas y comunicación a la administración tributaria. De forma expresa, se menciona la posibilidad de transformar una IIC en una SOCIMI o

(74) Con este objeto se dota a las SOCIMI, y a los inversores en este tipo de sociedades, de una tributación especial que resulte atractiva, similar, y consustancial por otra parte, a los REITS de los países de nuestro entorno, y que consiste, en líneas generales, en: (i) la aplicación a las SOCIMI de un tipo reducido en el Impuesto sobre Sociedades, del 18 por 100; (ii) que los dividendos distribuidos por las SOCIMI no estén sometidos a retención o ingreso a cuenta, y (iii) que los socios que sean personas físicas residentes en territorio español (y los no residentes sin establecimiento permanente) estén exentos del pago de impuestos por los dividendos percibidos; por su parte, para los socios personas jurídicas sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (y entidades extranjeras con establecimiento permanente en España), se establece una deducción en la cuota íntegra, de manera que las rentas de las SOCIMI soporten en conjunto un tipo de gravamen similar al del socio (generalmente 30 por 100). Para que estas entidades puedan beneficiarse de este atractivo régimen fiscal deberán cumplir los siguientes requisitos: (i) ser sociedades anónimas, (ii) tener un capital mínimo de 15 millones de euros, (iii) cotizar en mercados regulados, (iv) no tener un apalancamiento financiero superior al 70 por 100 del valor de los activos y (v) invertir el 80 por 100 del valor de su activo en: *(a)* inmuebles urbanos destinados al alquiler, *(b)* terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a esa misma finalidad (siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición) o *(c)* en el capital de otras SOCIMI, REIT o IIC de naturaleza inmobiliaria (la posibilidad de invertir en estas últimas se ha añadido mediante enmienda en el Congreso). Durante el período de enmiendas se han introducido en el Congreso incentivos fiscales adicionales al régimen de las SOCIMI. El más destacado es el que beneficia al sector residencial, que cuenta con menos márgenes de beneficio que el comercial y con más problemas para ajustarse a la demanda, y que cumple una función social más relevante que otros sectores inmobiliarios. Así, las SOCIMI que dediquen más del 50 por 100 de sus activos al alquiler de vivienda gozarán de un trato preferente, como es que se declaran exentas el 20 por 100 de las rentas procedentes de esa actividad. Por otra parte, en cuanto a tributación indirecta, se equipara el tratamiento fiscal de las SOCIMI con el de las IIC de naturaleza inmobiliaria. Así, disfrutarán de una bonificación del 95 por 100 en el impuesto de transmisiones patrimoniales por la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y de terrenos para la promoción de viviendas. Y, además, no tributarán por el Impuesto de Operaciones Societarias, cuyo tipo es del 1 por 100, ni la constitución de las SOCIMI, ni las ampliaciones de capital, ni las aportaciones no dinerarias. Esta modificación resulta especialmente relevante, ya que este tipo de sociedades, al tener limitada la posibilidad de endeudarse y estar obligadas al reparto de la mayoría de sus beneficios, probablemente tendrán que llevar a cabo aumentos de capital recurrentes para acometer nuevas inversiones.

viceversa (introducida mediante enmienda en el Congreso, probablemente a la vista de la grave situación que atraviesan los FII) (75).

2. El régimen legal aplicado a las SOCIMI

Las indudables particularidades que presenta el desarrollo del objeto social de las SOCIMI provoca que la Ley 11/2009 establezca un conjunto de disposiciones especiales que son de aplicación preferente a las normas contenidas en la LSA y la LMV. Es decir, que el estatuto de la SOCIMI viene compuesto, en primer lugar, por las disposiciones especiales contenidas en la Ley 11/2009 y, en segundo lugar, como esta normativa específica no agota —ni tampoco lo ha pretendido— la regulación estructural y organizativa de la SOCIMI, por las normas establecidas por la LSA y la LMV. Con esto el legislador ha empleado la técnica de integración de una Ley especial, que además deliberadamente se ha realizado de forma incompleta, puesto que la SOCIMI no se ha previsto como tipificación de un modelo nuevo de organización social, sino como una sociedad anónima cotizada pero que tiene que cumplir con unos requisitos particulares y someterse a unas normas especiales. No se trata tanto de que las lagunas que presenta el régimen especial de las SOCIMI sean integradas por las normas generales de la LSA y la LMV, como de reconocer que las SOCIMI, que por razón de su objeto no ha recibido una tipificación especial, deben cumplir, en todo caso, determinados requisitos establecidos en la Ley (76).

---

(75) El régimen jurídico que se les aplica a las SOCIMI, y que hemos descrito brevemente, muestra que está integrado fundamentalmente por normas tributarias con el propósito de ampliar el régimen de transparencia fiscal para la inversión colectiva inmobiliaria a organizaciones empresariales que no podían revestirse de la forma de FII o SII. Téngase en cuenta que las actividades económicas que integran el objeto social de las SOCIMI pueden ser realizadas por sociedades cotizadas ordinarias, sin limitación alguna de derecho privado. Y es que las inmobiliarias patrimoniales con forma de sociedad cotizada no son una novedad en nuestro Ordenamiento. Ahora bien, en la práctica, difícilmente podía la sociedad anónima española servir para construir las empresas destinadas a la inversión indirecta inmobiliaria, cuando nuestras normas tributarias limitan el tratamiento fiscal especial de esta modalidad inversora a las organizaciones constituidas con la forma de FII y SII. La falta de neutralidad fiscal impedía *de facto* a los operadores del mercado inmobiliario circunvalar contractualmente el régimen de las IIC inmobiliarias, impidiéndose, de este modo, el desarrollo de vehículos para la inversión inmobiliaria con un modelo de relaciones de agencia alternativa. A este respecto resulta muy ilustrativo el estudio empírico que realizan DAMODARAN, A., JOHN, K., y LIU, C.H., "The determinants of organizational form changes: evidence and implications fron real estate", *Journal of Financial Economics,* 45, 1995, pp. 169 y ss., quienes confirman el rol determinante del tratamiento fiscal de las empresas inmobiliarias en la elección de la estructura jurídica para conducirlas en los Estados Unidos.

(76) Esas normas especiales que se establecen para las SOCIMI en la Ley 11/2009, que representan la fuente propia de regulación de estas sociedades, completada con las normas generales contenidas en la LSA y en la LMV, vienen a regular, de un lado, un régimen fiscal especial, construido sobre la base de una tributación a un tipo del 18 por 100 en el Impuesto sobre Sociedades, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en la propia Ley, y, de otro lado, algunos aspectos concretos relativos a su constitución y objeto social. En realidad, lo relevante, en este aspecto, es la integración de las normas especiales previstas en la Ley 11/2009 en la sociedad anónima cotizada y no tanto cómo se integran las normas generales contenidas en la LSA y en la LMV como derecho supletorio en la regulación especial.

Creemos que quizás hubiese sido conveniente, bien haber disciplinado un tipo societario *ad hoc* (como ocurrió, por ejemplo, cuando se reconoció en nuestro Ordenamiento a las Sociedades de Garantía Recíproca), lo que, al menos, hubiera permitido un completo cuerpo legislativo y habría evitado el encontrarnos con un modelo societario por construir, o bien, haber dejado a los socios libertad para elegir el tipo social. En este segundo caso nos encontraríamos con las ventajas, de un lado, de permitir la integración del ejercicio del objeto social en el resto de los tipos sociales, lo que ayuda a la libre competitividad del sector, y, por otro lado, de facilitar a los socios obtener mejores respuestas a sus necesidades, preferencias y circunstancias específicas, ante el acervo doctrinal y jurisprudencial generado alrededor de cada tipo, lo que facilitaría su competitividad en el mercado (77).

3. Las SOCIMI como sociedades abiertas admitidas a negociación oficial

De conformidad con los arts. 1.1 párrafo 2.º y 4.º de la Ley 11/2009, sólo podrán ser consideradas SOCIMI las sociedades anónimas cotizadas, es decir, aquellas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, caracterizadas por tener mucho capital y con sus acciones difundidas entre miles de accionistas. Con ello se impide el acceso a la condición de SOCIMI a aquellas sociedades de pocos socios en las que sus condiciones personales representan una de sus notas relevantes, con cláusulas restrictivas de la transmisión de la condición de socio (78) y en las que, entre otras características, la junta general ejerce efectivamente de órgano soberano (79), porque estas sociedades cerradas son incompatibles con la cotización en los mercados bursátiles y, en suma, con los requisitos previos que se exigen para que una sociedad anónima pueda acceder y permanecer en estos mercados (difusión y transmisión de títulos) (80).

---

(77) Sobre la importancia de este aspecto, que en muchas ocasiones pasa desapercibido, *vid.* PAZ-ARES, C., "Prólogo", en *Tratando de la sociedad limitada* (coord. Paz-Ares, C.), Madrid, 1997, pp. 9 y ss.

(78) FRIEDEWALD, R., *Die personalistische Aktiengesellschaft,* Berlín, 1991, pp. 17-18.

(79) SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil,* vol. I, 28.ª ed., pp. 356-357; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil* (ed. a cargo de Martínez Sanz, F.), vol. I, 14.ª ed., pp. 337-338.

(80) VIERA GONZÁLEZ, A.J., *Las Sociedades de Capital Cerradas,* Navarra, 2002, p. 62. La cotización en Bolsa de las SOCIMI es el hecho diferencial crítico de su modelo de gobierno respecto al del FII y la SII, como consecuencia de los mecanismos de mercado que son activados. De entrada, la negociación en un mercado bursátil refuerza los incentivos para la buena administración de las SOCIMI, como consecuencia del aumento de la amenaza de tomas de control hostiles [el grado con el que se activarán en las SOCIMI los incentivos originados por las tomas de control hostiles dependerá de la presencia y de la agresividad de los mecanismos defensivos recogidos en sus estatutos. Como pone de relieve McCALL, J.H. *A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITs*, p. 14, en los REIT norteamericanos, a pesar de que su estructura jurídica otorga a los inversores el derecho a elegir con su voto a los administradores, es frecuente encontrar cláusulas estatutarias que dificultan la

Ahora bien, creemos que el carácter abierto que se quiere imponer a las SOCIMI, bajo la condición de sociedades bursátiles, no va impedir en la práctica que muchas de ellas actúen *de facto* como sociedades cerradas, con capital concentrado, de forma que algún accionista o grupo de accionistas de control se comporten como el empresario-dueño de su empresa, con un grado de estabilidad en los órganos de decisión de la SOCIMI muy similar al que podría producirse en una sociedad de tipo cerrada, al margen de algún otro grupo de accionistas vertebrado y disperso. Estas sociedades, aunque formalmente actúen como sociedades abiertas y cotizadas, en la práctica funcionarían como cerradas. Este riesgo se va a producir porque en la Ley 11/2009 no se hace referencia a la necesidad de que se mantengan un número mínimo de accionistas o a que un accionista no pueda acaparar cierto porcentaje significativo de las acciones o de los beneficios. Esta opción por la libertad en el número de accionistas puede favorecer la formación de "paquetes" y "bloques" de control, y tiene, así, como principal consecuencia la reducción del riesgo de ampliación de la brecha entre propiedad y control, que la atomización de la propiedad de la sociedad induce, al liberar el campo de acción de los inversores institucionales en el gobierno de la corporación. De hecho, la mera entrada, o salida, de ciertos inversores institucionales del accionariado de las SOCIMI puede afectar a la reputación de éstas en el mercado, señalando a los inversores tendencias futuras en la compañía, con el ahorro de costes de información que ello acarrea (81). Hubiese sido recomendable una estipulación en uno o en otro sentido (82).

---

posibilidad de que se lleve a cabo una toma de control hostil sobre la organización en cuestión. Téngase en cuenta que en EE.UU. los mecanismos "anti-OPA" más frecuentes son los sistemas estratificados de renovación del órgano de administración, la delegación en éste de la facultad de emisión de acciones preferentes y los diferentes tipos de *"poison pills"*], y para agregar información dispersa sobre su valor. Además, desde la perspectiva de un inversor racional, la principal ventaja que la superior liquidez de las SOCIMI aporta a su patrimonio, en comparación con las IICI, es la posibilidad de hacer, deshacer y rehacer sus posiciones a lo largo del tiempo, adaptando la configuración de sus carteras de inversión a la nueva información, conforme ésta se les va haciendo disponible. Por lo demás, los preceptos dedicados específicamente a las sociedades cotizadas en la LMV implementan el principio regulativo de transparencia de modo análogo a como lo hacen las normas sobre información al inversor de la LIIC para los FII y las SII. Las diferencias puntuales sobre los ítems informativos a proporcionar, su periodicidad y los sujetos que quedan obligados a ello son ancilares a la estructura básica de cada una de estas organizaciones, sin que por sí mismas proporcionen una ventaja neta a unas sobre otras.

(81) La correlación positiva entre la presencia de inversores institucionales y la mejor gestión de los REITS ha sido establecida empíricamente, entre otros, por HARTZELL, J.C. L. SUN, TITMAN, S. "The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence fron Real Estate Investment Trusts", *Real Estate Economics,* 34, 2006, pp. 342 y ss.

(82) El Capítulo V del Decreto 1506/1967, de 30 de junio (BOE de 15 de julio de 1967, núm. 168, p. 10008), sobre Bolsas de Comercio, fue derogado casi en su totalidad por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre (BOE 16 de noviembre de 2005, núm. 274, p. 37440) —excepto lo referido a la permanencia— incluyendo lo que aquel Decreto requería adicionalmente para admitir a cotización a las acciones de una sociedad anónima en su artículo 32. Entre ellas se encuentra "que existan al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital" (estos requisitos, como aclara SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La admisión de valores a cotización oficial", *RDBB,* núm. 5, enero-marzo de 1982, pp. 103 y ss., persiguen satisfacer la función de liquidez y existencia de un mercado secundario de acciones, garantizando una existencia constante de una parte sustancial del capital de dichas sociedades). Ahora bien, de conformidad con lo dispuesto con la

No acabamos de entender por qué el legislador no permite que una sociedad anónima cerrada o una sociedad de responsabilidad limitada puedan tener por objeto social el reservado para las SOCIMI y acogerse a los beneficios fiscales previstos en la Ley 11/2009, sin perjuicio de que si una sociedad anónima quiere cotizar en bolsa y cumple los requisitos para ello, vea reforzada la información dispersa sobre su valor. Probablemente las sociedades de responsabilidad limitada, con sus tintes personalistas y capitalistas, y sus genuinos caracteres de sociedad híbrida, se habrían adaptado a la perfección al objeto social encomendado a las SOCIMI y sabrían atender las necesidades de sus socios. Y ello porque, de un lado, no creemos que los principios que inspiran el régimen de las sociedades de responsabilidad limitada se hallen tan alejados de los que informan el régimen legal de las SOCIMI, máxime si acogemos una comprensión contractual del derecho de sociedades, que nos obliga a reducir el alcance configurador del modelo legal tenido en cuenta por el legislador (83), y, de otro lado, porque, aunque, en un principio, pudiera parecer que parte de las normas de la Ley 11/2009 están abocadas a regular una sociedad abierta y no cerrada, al ser indiferente la condición de socio, no entendemos por qué una sociedad con unas cláusulas limitativas a la libre transmisibilidad de las participaciones, que puede cumplir el objeto social marcado por el art. 2 de la Ley 11/2009, no puede beneficiarse del régimen especial creado para las sociedades reguladas en esta Ley (84).

Disposición Adicional segunda del Real Decreto 1310/2005, mientras los mercados no hayan aprobado sus propias normas de admisión, y al no ser este requisito francamente contradictorio con el Real Decreto 1310/2005, deberá entenderse aún exigible (Disposición Transitoria tercera del Real Decreto 1310/2005, como norma más restrictiva del artículo 8.1 de la Directiva Consolidada de Admisión e Información —Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores—; *vid.,* en este sentido, LÓPEZ BLANCO, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados e acciones,* monografía núm. 30, junio de 2008, Comisión Nacional del Mercado de Valores, p. 22). Ahora bien, este requisito puede dejarse de exigir a criterio de los mercados organizados (bolsas) según sus propios intereses (a veces en conflicto, como hacer sus productos más competitivos, atraer emisores, proteger inversores, etc.), de manera que no se trata de un requisito que acompañará necesariamente al funcionamiento ordinario de las SOCIMI, sino que dependerá de los requisitos de cada mercado. Esta incertidumbre es aún más relevante cuando el artículo 4 de la Ley 11/2009 permite que la cotización de una SOCIMI pueda realizarse en un mercado de cualquier otro estado de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo.

(83) Sobre las razones de fondo que aconsejan la comprensión del fenómeno societario sobre la base de un paradigma contractual, frente al que se ha dado en llamar paradigma institucional, *vid.* las consideraciones efectuadas por PAZ-ARES, "¿Cómo entendemos y cómo hacemos el derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)", *Tratando de la sociedad limitada,* Madrid, 1997, pp. 159 y ss.

(84) Hoy por hoy, con la prima de riesgo que se exige para invertir en España, las SOCIMI no sólo deben ofrecer elevadas rentabilidades para atraer a inversores (resulta menos arriesgado dirigir la inversión hacia REIT en el Reino Unido o Alemania, y esto a pesar de que cotizan con un gran descuento sobre el valor teórico de sus activos, cuyos mercados inmobiliarios son más estables que el español y, sobre todo, tienen una mayor transparencia de precios de mercado que permite una mejor evaluación del riesgo), sino, además, nuestro Ordenamiento jurídico debe permitir que las sociedades anónimas cerradas o las sociedades de responsabilidad limitada puedan tener por objeto social el reservado para las SOCIMI y acogerse a los beneficios fiscales previstos en la Ley 11/2009.

Con el régimen establecido se impide que entidades que normalmente gestionan numerosos inmuebles, pero que no se encuentran entre las grandes sociedades inmobiliarias o constructoras de España (85), puedan convertirse a SOCIMI y acogerse al beneficio fiscal a que se refiere la Ley 11/2009 (86), generalizando de este modo la existencia de estas sociedades y, en consecuencia, el fomento de la propiedad en alquiler, lo que permitiría a las pequeñas inmobiliarias y constructoras evitar su entrada en un previsible procedimiento concursal y dar salida de manera optimizada y profesionalizada a la difícil situación económica en la que se encuentran y al *stock* de inmuebles sin vender.

En suma, creemos que la técnica del subtipo de sociedad anónima, bajo el nombre de SOCIMI (87), que ha empleado nuestro legislador, no sólo es contradictoria al hacer depender la inclusión en su denominación de los términos "Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario", de que opte por el régimen fiscal especial, sino que además es muy cuestionable, porque hubiese sido mucho más sencillo definir a la SOCIMI como un puro estatus fiscal, accesible a cualquier sociedad anónima o, incluso, de responsabilidad limitada que cumpliese con los mismos requisitos conceptuados nítidamente como condiciones de un supuesto de hecho tributario (88). En cualquier caso, aunque esta solución apuntada, al modo del estatus REIT norteamericano, hubiera sido estructuralmente más limpia, no creemos que el recurso final

---

(85) Téngase en cuenta que, conforme dispone el art. 5.1 de la Ley 11/2009, "Las SOCIMI tendrán un capital social mínimo de 15 millones de euros", lo que va a provocar que únicamente los grandes patrimonios puedan desembolsar esa cantidad sin recurrir al crédito y afrontar una reestructuración como la que requieren las SOCIMI, tal y como están reguladas.

(86) Éste sería el caso de las Cámaras de la Propiedad Urbana y organismos similares, cuya finalidad no sería tanto negociar con los inmuebles que los propietarios les aportan como su gestión y explotación profesional, revirtiendo la mayor parte de los rendimientos a los propietarios, quienes, pasados unos años o llegada la condición pactada, deberían poder retirar los inmuebles aportados. De este modo, mientras el propietario, sin perder prácticamente ingresos debido a que el REIT estaría obligado a distribuirlos casi en su totalidad, podría aumentar sus beneficios gracias a la economía de escala (no haría falta que fuese él quien pagase al industrial para hacer una reparación) y a la profesionalización de la gestión (pudiendo, en cierta medida, despreocuparse), el gestor de la SOCIMI se beneficiaría de la comisión correspondiente y de poder gestionar el inmueble "como si fuese el propietario" (por ejemplo sin necesidad de requerir su autorización en caso de que fuese necesario una reforma; sería como una especie de *trastee* o fiduciario). Pero tal y como se han concebido las SOCIMI, todas estas posibilidades apuntadas no pueden llevarse a cabo ni fácil ni eficientemente. Igualmente podría suceder con las Administraciones Públicas interesadas en gestionar sus conjuntos inmobiliarios de protección oficial de manera optimizada y profesionalizada.

(87) La Exposición de Motivos de la Ley 11/2009 define la ordenación de la SOCIMI como "[…] combinación de un régimen sustantivo específico conjuntamente con un régimen fiscal especial […]" y, sin embargo, la lectura de su articulado da la impresión de que, más que un "régimen sustantivo", lo que ordena no son más que los requisitos para recibir un tratamiento fiscal especial; así, CASTILLA, M., *op. cit.,* p. 123.

(88) La solución adoptada se aproxima a la italiana con la *Società di Investimento Immobiliare Quotata,* regulada desde 2007 por el Decreto núm. 174, de 7 de septiembre de 2007, que desarrolla lo previsto en la Ley financiera italiana para 2007 (Ley núm. 296, de 27 de diciembre de 2006), que introdujo la figura en este país.

utilizado al subtipo societario vaya a plantear problemas prácticos de gravedad, a salvo su viabilidad práctica a corto o medio plazo como instrumento eficaz para dar salida profesional a los *stock* de inmuebles sin vender (89).

4. El objeto social de las SOCIMI

4.1. Preliminar

El objeto social de las SOCIMI se ve notoriamente ampliado respecto de las actividades que son permitidas a las IICI. Tanto una como otra entidad están orientadas para desarrollar la actividad inmobiliaria consistente en la tenencia de inmuebles para su alquiler, pero la Ley 11/2009 contempla la posibilidad de que las SOCIMI puedan, además, desarrollar operaciones de promoción inmobiliaria, vedadas para los FII y las SII (90), entre las que se incluyen toda una serie de tareas mucho más amplias que la simple adquisición de inmuebles finalizados o en construcción.

4.2. La adquisición y promoción de bienes inmuebles

La primera actividad que pueden desarrollar las SOCIMI es adquirir y promover (indistintamente) bienes inmuebles urbanos para su alquiler [arts. 2.1.a), 3, 4 y 5 de la Ley 11/2009], lo que permite que puedan realizar facilmente este objeto social tanto promotoras y constructoras como Sociedades Anónimas que simplemente se encarguen de adquirir bienes para arrendar, como pueden ser las inmobiliarias dependientes de las entidades de crédito (91). La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido (92).

---

(89) El desarrollo del objeto social atribuido a las SOCIMI, y sobre todo el mercado, serán los que finalmente determinen si la forma social elegida, la sociedad anónima cotizada, es la que mejor se adapta a las características propias e idiosincrasia de las SOCIMI.

(90) Esta activación de las posibilidades de inversión de las SOCIMI ha sido entendida por la doctrina como el correlato de la posición más activa de los inversores en el gobierno corporativo; así, entre otros, CASTILLA, M., "El derecho de reembolso y el gobierno de los fondos de inversión inmobiliaria", RDM, núm. 271, enero-marzo 2009, p. 129.

(91) No aclara la Ley si la promoción de viviendas de protección oficial (VPO) destinadas a alquiler, aunque parece no haber inconveniente en aceptarlo, cuando el art. 7 de la Ley 11/2009 hace referencia a la vivienda pública. Téngase en cuenta que los REITS (*vid., supra,* apdo. V) son, en derecho extranjero, un buen instrumento para adquirir viviendas protegidas y no protegidas, consiguiendo así diversificación, atrayendo capitales sobre inmuebles que, de otro modo, posiblemente no se invertirían así, y ayudando de este modo a conseguir políticas públicas, aunque para la *European Property Federation* únicamente puede ser una realidad a través de un EU-REIT.

(92) La Disposición Adicional Segunda obliga al Gobierno a aprobar una norma reglamentaria, antes de que finalice el año, previo acuerdo con las Comunidades Autónomas, que precise el alcance del término obras análogas a que se refiere el párrafo cuarto del artículo 20.uno.22 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, con la finalidad de ampliar el ámbito objetivo del concepto de rehabilitación de vivienda a efectos de la aplicación del referido tributo.

Los inmuebles sobre los que se inviertan pueden estar tanto en España como en el extranjero (art. 3.1.4 de la Ley 11/2009) (93), lo que no parece entenderse demasiado bien, considerando el fin declarado de esta Ley, esto es, la búsqueda de la mejora del mercado inmobiliario en España. Ahora bien, la presencia de inmuebles extranjeros dentro de las posibilidades de inversión de las SOCIMI puede contribuir a la diversificación de riesgos y a la creación de patrimonios inmobiliarios equilibrados en estas entidades. Quizá el legislador tendría que haber añadido alguna bonificación extra para fomentar que se invierta especialmente en inmuebles situados en España y, sobre todo, viviendas, o bien limitar el procentaje de inmuebles extranjeros que pudiesen adquirir las SOCIMI (94).

Los inmuebles deben ser de naturaleza urbana (95), aunque también pueden consistir en solares que estén promovidos para ser destinados al alquiler, siempre que dicha promoción se empiece en tres años desde la adquisición del solar por parte de la SOCIMI (art. 3.1.1 de la Ley 11/2009), y deben permanecer efectivamente arrendados durante al menos tres años, siempre que hayan sido adquiridos por la SOCIMI, porque si han sido promovidos por ella el plazo es de siete años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un

---

(93) Si se trata de inmuebles situados en el extranjero, deben ser de naturaleza análoga a los inmuebles españoles y deberá existir efectivo intercambio de información tributaria con el país o territorio en el que estén situados, en los términos establecidos en la Disposición Adicional Primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal. Surge cierta incertidumbre sobre la expresión inmuebles de "naturaleza análoga" a los españoles. Así, si los derechos admitidos en el art. 2.4 de la Ley 11/2009 no equivalen exactamente a los derechos españoles; si en derecho extranjero se consideran inmuebles más cosas de las que no están prohibidas expresamente en el art. 2.3 de la Ley 11/2009; si se van a admitir, por ejemplo, *mortgages* situadas en EE.UU. que sí pueden ser adquiridas por sus REITS, etc.

(94) Éste parece que es el propósito perseguido por la Ley/2009 con la bonificación fiscal prevista en su art. 9.1.2, conforme al cual "… estarán exentas en el 20 por 100 las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas siempre que más del 50 por 100 del activo de la sociedad, determinado según sus balances individuales en los términos establecidos en el apartado 1 del artículo 3 de esta Ley, esté formado por viviendas".

(95) Ahora bien, no todos los inmuebles pueden ser objeto de inversión de una SOCIMI a los efectos del cómputo del 80 por 100 a que se refiere el art. 3.1 de la Ley 11/2009 (sí, en su caso, como actividad accesoria del art. 2.6 de la Ley 11/2009). Hay que partir del concepto de bien inmueble del art. 334 del Cc, aunque no todo ese listado se acepta a efectos de la Ley 11/2009. Deben ser "inmuebles adquiridos […] en propiedad", de los que se excluyen (art. 2.3 de la Ley 11/2009) "los bienes inmuebles de características especiales a efectos catastrales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo ("bienes de características especiales" como aeropuertos, presas, autopistas, etc.), y los bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades. En cambio, quedan expresamente aceptados los siguientes bienes inmuebles que no son fincas físicas: los derechos de superficie vuelo o subedificación, inscritos en el Registro de la Propiedad y durante su vigencia, así como los inmuebles poseídos por la sociedad en virtud de contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades.

máximo de un año (art. 3.3) [96]. De esto se deduce que las SOCIMI pueden recibir ingresos de la compraventa de inmuebles que hayan promovido o adquirido ellas mismas, una vez transcurridos los plazos a que se refiere el art. 3.3 de la Ley 11/2009, sin por ello estar incumpliendo sus obligaciones como SOCIMI. Aunque esto pueda conllevar rigidez en la negociación con las SOCIMI, lo cierto es que está al servicio de la finalidad principal de estas sociedades, que es promover los inmuebles en alquiler.

4.3. Adquisición de participaciones en otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REIT?)

Las SOCIMI, además de explotar inmuebles en alquiler, podrán adquirir, en primer lugar, participaciones en el capital de otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REIT?) no residentes en España que tengan el mismo o idéntico objeto social que aquéllas y cuyo régimen de distribución de beneficios también sea similar [97] (los bienes inmuebles situados en el extranjero de estas entidades no residentes deben tener naturaleza análoga a los situados en territorio español —art. 2.2 de la Ley 11/2009—), y, en segundo lugar, participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios, y cumplan los requisitos de inversión y financiación ajena a que se refieren los arts. 3 y 7 de la Ley 11/2009. En este segundo caso, estas entidades no podrán tener participaciones en el capital de otras entidades ni realizar promoción de bienes inmuebles. Además, las participaciones representativas del capital de estas entidades deberán ser nominativas y la totalidad de su capital debe pertenecer a otras SOCIMI o entidades no residentes a que se refiere el art. 2.1.b) de la

---

[96] A estos efectos el plazo se computará: a) En el caso de bienes inmuebles que figuren en el patrimonio de la sociedad antes del momento de acogerse al régimen, desde la fecha de inicio del primer período impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, siempre que a dicha fecha el bien se encontrara arrendado u ofrecido en arrendamiento. De lo contrario, se estará a lo dispuesto en la letra siguiente. b) En el caso de bienes inmuebles promovidos o adquiridos con posterioridad por la sociedad, desde la fecha en que fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por primera vez; *vid.* art. 3.3 de la Ley 11/2009. Éste es el motivo por el que reciben el beneficio fiscal, y por ello también a cambio deben distribuir al menos el 50 por 100 de los beneficios obtenidos [art. 6.1.b) Ley 11/2009]. Lo que no parece que quede justificado es que el art. 13.e) de la Ley 11/2009 no dé como consecuencia del incumplimiento de los plazos de tres y de siete años la pérdida del régimen fiscal especial para lo que se haya podido obtener mientras el inmueble estuviese en propiedad de la SOCIMI.

[97] El Proyecto de 26 de junio de 2009 (BOCG. Senado, serie II, núm. 14-a) modificó sustancialmente al de 19 de diciembre de 2008. En este Proyecto, las sociedades en las que podía invertir la SOCIMI no debían tener participaciones en el capital de otras entidades diferentes de las establecidas en este apartado (se entendía que salvo el 20 por 100 que se autoriza a cada SOCIMI según el art. 2.6 del Proyecto de 2008), creemos que para evitar que la SOCIMI pueda incurrir en fraude de ley adquiriendo indirectamente activos no permitidos o realizando actividades no principales mediante una sociedad interpuesta (art. 6.4 del Cc), más allá del 20 por 100 a que se refiere el artículo 2.6 del Proyecto/2008. No obstante, esta limitación desapareció en el Proyecto de 26 de junio de 2009 y se ha mantenido hasta la aprobación de la Ley 11/2009.

Ley 11/2009. En cualquier caso, tanto en uno como en otro supuesto, las entidades no residentes en España deben tener su residencia en países o territorios con los que exista efectivo intercambio de información tributaria, en los términos establecidos en la Disposición Adicional Primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

4.4. La tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria

En tercer y último lugar, las SOCIMI pueden tener por objeto social principal la tenencia de acciones o participaciones de IICI reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC [art. 2.1.d) de la Ley 11/2009]. Las SOCIMI y las IICI cumplen la misma función económica y social, por lo que, si se permite a las SOCIMI invertir en otras SOCIMI o en entidades extranjeras similares, es lógico permitir también invertir en IICI, cuyo objeto social es la inversión en inmuebles para su arrendamiento y, por lo tanto, idéntico al de las SOCIMI. La introducción de la letra d) del art. 2.1 de la Ley 11/2009 (98) concede a las SOCIMI y a las IICI una mayor potenciación, de tal manera que se establece un efecto multiplicador de la inversión, especialmente en aquellas situaciones en que las condiciones económicas aconsejen la inversión a través de uno u otro tipo de entidad.

4.5. Otras actividades accesorias incluidas dentro del objeto social

El art. 2.6 de la Ley 11/2009 autoriza a las SOCIMI a dedicarse a otras actividades accesorias, junto a la actividad económica derivada del objeto social principal, entendiéndose como tales aquellas cuyas rentas, en su conjunto, representen menos del 20 por 100 de las rentas de la sociedad en cada período impositivo; es decir, la Ley 11/2009 se muestra restrictiva respecto de las actividades que pueden realizar las SOCIMI, más allá del objeto social principal, sin perder su estatuto fiscal, al limitar las rentas obtenidas por este concepto al 20 por 100 del total de las percibidas por la sociedad en cada período impositivo.

Va a representar una práctica habitual que una sociedad que tenga un objeto social principal tan especializado, como el previsto en la Ley 11/2009, se dedique a otras "actividades accesorias" para diversificar los riesgos e intentar maximizar o compensar los beneficios de las actividades accesorias con las pérdidas de la actividad principal. Ahora bien, tendría que haberse previsto que estas actividades secundarias, y diversas al objeto social principal, no supongan más riesgos en su conjunto que ésta (99), porque, de lo contrario, podrían ponerla en peligro y, junto a ello, los rendimientos que hubiesen obtenido los inversores de haberse dedicado la SOCIMI exclusiva-

(98) Este apartado d) del art. 2.1 de la Ley 11/2009 fue introducido en el Proyecto de 26 de junio de 2009 tras aceptarse la enmienda núm. 39 presentada por el Grupo Parlamentario Vasco (EAJ-PNV).

(99) Por ejemplo, ello sería posible siguiendo los criterios marcados por Basilea II o con la calificación de las agencias de *rating,* actualmente en proceso de regulación. *Vid.,* la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de *rating* de calificación crediticia, de 12 de noviembre de 2008 (2008) 704 final.

mente al objeto social para el cual son concebidas. Además, debería haberse diferenciado, dentro de las "actividades accesorias", entre las que están directamente relacionadas con la actividad principal, que tienden a mejorarla o incentivarla (100), que se beneficiarían del trato fiscal preferente, de aquellas otras que nada tienen que ver, que tributarían por el régimen general.

A la vista de los efectos negativos generalizados que la actual crisis económica y financiera está teniendo para un número creciente de inversores inmobiliarios, creemos que éstos tenderán a apostar por aquellos negocios de inversión inmobiliaria en los que los ingresos procedan de una gestión más activa de los inmuebles, que no tengan limitada la posibilidad de prestar servicios adicionales, frente a aquellos otros más pasivos, que se limitan a la adquisición de inmuebles para la percepción de las rentas pagadas por sus inquilinos.

5. El capital social de las SOCIMI

Según el art. 5.1 de la Ley 11/2009, para crear una SOCIMI es necesario un capital social de 15 millones de euros, reafirmándose con ello, junto con lo dispuesto en los arts. 1.1, párrafos 2.º y 4.º de la Ley 11/2009, el deseo de nuestro legislador de que las SOCIMI no sean sociedades cerradas (101) sino abiertas, con acciones admitidas a negociación en un mercado oficial de valores y con un importante volumen de capital. Luego, las entidades que estarán en mejores condiciones de constituir una SOCIMI serán, de un lado, aquellas que tengan cierta facilidad de acceso al capital, como las entidades de crédito, de otro lado, aquellas que puedan recurrir con cierta facilidad al préstamo, a pesar de la coyuntura actual adversa y, por último, aquellas otras que posean un patrimonio inmobiliario considerable y una imperiosa necesidad

---

(100) Estas actividades son muy frecuentes en los REITS norteamericanos, puesto que muchos de ellos ofrecen un servicio integral de promoción, alquiler y gestión y administración de inmuebles, al disponer de un *know-how* muy especializado en todo el negocio inmobiliario. La actividad de los REITS en EE.UU. ha evolucionado en las últimas décadas, desde la mera actividad de adquisición de inmuebles para la percepción de las rentas pagadas por sus inquilinos, que constreñía la posibilidad de prestar servicios adicionales, hacia una activa gestión de negocios de servicios complementarios a la ocupación de los inmuebles. La primera regulación legal que permitió a los REITS dedicarse a estas actividades complementarias o "accesorias" al objeto social principal fue la *Tax Reform Act* de 1986, que favoreció la posibilidad de ofrecer ciertos servicios a los inquilinos por los propios REITS. Posteriormente la *RIT Simplification Act y la REIT Modernization Act* alteran definitivamente la cuestión de la actividad económica de los REITS al permitirles constituir filiales que podían proporcionar a los inquilinos de sus inmuebles una amplia gama de servicios, más allá de lo estrictamente "habitacional", que, hasta la entrada en vigor de la disposición en 2001, no podían prestar sin perder su estatus fiscal especial. La doctrina, en cambio, no se muestra pacífica sobre esta agregación de actividades económicas atribuidas a los REIT; *vid.,* entre otros, GARRIGAN, R., y PARSONS, J., *op. cit.,* p. 37; MARKOFF, B., *op. cit., in extenso;* MARINO, V., *op. cit.,* p. 26; ALLEN, F., y GALE, D., *op. cit*., pp. 522 a 546. Sobre el rol que han tenido los *REIT* en el mercado de la vivienda en alquiler en EE.UU. *vid.* JONES, C., *The potential contribution of tax transparent investment vehicles to the housing system: a new horizons research projet,* Final Report, noviembre de 2004, secciones 3.1 a 3.23; y, muy especialmente, sobre este particular MUELLER, G.R., ANIKEEF, M.A. *op. cit.,* p. 58. *Vid.,* más ampliamente sobre los REITS los comentarios realizados en *supra,* apdo. V.

(101) *Vid., supra,* apdo. 6.3.

de liquidez, como las grandes promotoras y constructoras, con un importante paquete de bienes inmuebles que, aunque promovidos para la venta, finalmente no fueron construidos o bien no se han podido vender en el mercado y han sido colocados en alquiler, y para las que la colocación de su patrimonio inmobiliario en una SOCIMI les ayudaría a sobrevivir en el mercado. Dentro de este último grupo se encuentran las entidades de crédito, que han visto, por un lado, aumentadas las ejecuciones hipotecarias y, por otro lado, descender el *stream of cash* derivado de los créditos hipotecarios, y que está ocasionando una disminución importante de sus reservas de liquidez.

Con la Ley 11/2009, que persigue la vertebración y la profesionalización del mercado de alquiler, los pequeños propietarios de diversas fincas podrán aportarlas a la SOCIMI y confiarle su gestión y explotación, con la seguridad de que podrán recuperarlas al cabo del tiempo o en determinadas circunstancias, beneficiándose de la economía de escala en cuanto a los servicios comunes de mantenimiento de los inmuebles, publicidad, fama, etc. Estas aportaciones no dinerarias para la constitución o ampliación del capital que se efectúen en bienes inmuebles deberán tasarse en el momento de su aportación, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 de la LSA, y a dicho fin, el experto independiente designado por el Registrador Mercantil habrá de ser una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario. Igualmente, se exigirá tasación por una de las sociedades señaladas para las aportaciones no dinerarias que se efectúen en inmuebles para la constitución o ampliación del capital de las entidades señaladas en la letra c del art. 2.1 de la Ley 11/2009.

6. La obligación de distribución de beneficios

Como hemos apuntado (102), la distribución obligatoria de beneficios es un requisito indispensable en los REIT de otros países para que puedan acogerse a los beneficios fiscales (103). En línea con esta *ratio legis* de los REIT de nuestro entorno, también nuestro legislador ha querido que sean los inversores los que, por medio de la SOCIMI y con los beneficios que ésta conlleva, realmente estén invirtiendo en los inmuebles, y así generalizar un alquiler de calidad, al prever la Ley 11/2009 que los administradores distribuyan a sus accionistas, dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, el beneficio obtenido a través del pago de dividendos. En concreto, el art. 6 de la Ley 11/2009 requiere que se distribuya entre los accionistas el pago: de "… al menos el 90% de los beneficios que no procedan de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones…" que representan el objeto social principal, "… así como de los beneficios que se correspondan con rentas procedentes de las actividades acce-

(102) *Vid. supra,* apdo. V.

(103) En EE.UU. para que los REIT puedan conservar su estatus deben destinar al pago de dividendos un 90 por 100. En Francia, en cambio, la exigencia legal es menor, al quedar obligadas las SIIC cotizadas a repartir un 85 por 100 frente al 95 por 100 a que estaban obligadas antes de la *REIT Modernization Act* de 1999.

sorias"; "… al menos el 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones…", que integran el objeto social principal de las SOCIMI, y, por último, del 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades a que se refiere el art. 1.2 de la Ley 11/2009; en este último caso, el dividendo deberá ser pagado dentro del mes siguiente a la fecha del acuerdo de distribución, sin que la obligación de distribución alcance a la parte de los beneficios procedentes de rentas sujetas al tipo general de gravamen (104).

Esta distribución obligatoria de beneficios recorta los poderes a los administradores, permite a los accionistas una percepción más clara sobre la evolución a lo largo del tiempo de los beneficios del negocio, les facilita un mayor control de la gestión de la inversión colectiva inmobiliaria, y reduce considerablemente las posibles estrategias de "explotación" de la minoría, por la mayoría, lo que supone una mejora importante sobre la oferta de los FII.

7. El recurso a la financiación ajena

El art. 7 de la Ley 11/2009 permite que las SOCIMI puedan obtener financiación ajena con el límite del 70 por 100 del activo de la entidad (105). En el cómputo de dicho límite no se incluirá la cuantía de la financiación que pueda obtenerse en virtud de lo establecido en la normativa del régimen de protección pública de la vivienda. La necesidad de poner freno a la posibilidad de recurrir a la financiación ajena, evitando la adquisición sin límite de viviendas en el mercado, queda fuera de dudas, puesto que el recurso ilimitado a este tipo de financiación ayudaría a la inflacción de los precios de la vivienda, encareciéndola, y coadyuvaría al fenómeno del aumento incontrolado y generalizado de la demanda, que tan graves consecuencias está acarreando para nuestra economía. Por ello, creemos que este límite del 70 por 100 del activo de la entidad impuesto a las SOCIMI para que puedan recurrir a la financiación ajena es excesivo y no tendría que superar el 30 por 100 o el 40 por 100 del activo de la entidad, sin perjuicio de que se fijase una pauta continuada de reforma de este límite una vez se

(104) En la mayor parte de los países donde están implantados, los REIT únicamente pueden crecer mediante financiación externa. Además, suelen tener como rasgo común importantes restricciones al endeudamiento. De ahí que, en los casos en los que el margen para éste se ha agotado, no hay otra vía para su crecimiento que la emisión y colocación de más *equity,* lo que representa una fuerte desventaja estratégica, además de un factor de encarecimiento del coste de capital; *vid.,* CHAN, S.H., ERICKSON, J., y WANG, K., *Real Estate Investment Trust. Structure, Performance and Investment Opportunities,* p. 37.

(105) En el Proyecto de Ley de 19 de diciembre de 2008 (BOCG. Congreso de los Diputados, serie A, núm. 15-1, de 19 de diciembre de 2008), el límite para recurrir a la financiación ajena se estableció en el 60 por 100 del activo de la entidad.

hayan minimizado los efectos del "pinchazo" inmobiliario (106). Téngase en cuenta que un excesivo endeudamiento, además de las consecuencias negativas apuntadas para el mercado inmobiliario, puede poner en peligro los beneficios que las SOCIMI están obligadas a distribuir entre los accionistas por tener que costear los intereses de los préstamos o, en casos extremos, no poder hacer frente a su satisfacción, ya que los accionistas de las SOCIMI son los que se llevan el beneficio residual, de manera que son los últimos en cobrar, tras satisfacer a los acreedores de la sociedad. Por ello, creemos que las SOCIMI deben confiar fundamentalmente en las aportaciones iniciales de inmuebles, tanto en los que puedan aportar los socios a cambio de acciones para desarrollar adecuadamente su función vertebradora y dinamizadora del mercado inmobiliario de alquiler (*equity*) como en los derivados de la reinversión obligatoria a que se refiere el art. 6.1 de la Ley 11/2009, porque de lo contrario las SOCIMI se estarían convirtiendo en todo un estímulo para el encarecimiento, de nuevo, del mercado inmobiliario.

8. Conclusión

Aunque a través de las SOCIMI se dota al inversor de una alternativa más para canalizar su ahorro en el sector inmobiliario, lo cierto es que vemos con cierto escepticismo la posibilidad de que puedan desarrollar sus efectos a corto plazo, dada la actual situación de los mercados financieros a través de los cuales pretende canalizarse la inversión en estas sociedades y la escasa rentabilidad que han experimentado en los últimos años sus homólogas europeas, a pesar, incluso, de la mayor implantación del mercado de inmuebles en alquiler en los países en las que operan. Tendremos que esperar un tiempo para comprobar cómo evolucionan las SOCIMI y si se confirman en la práctica los objetivos perseguidos. Probablemente no se trate de la panacea de la crisis pero sí constituya un novedoso e interesante vehículo de inversión y, posiblemente, el inicio del fin del mercado artesanal de arrendamientos de vivienda. Todo dependerá de si estos instrumentos de inversión van a tener capacidad para canalizar el ahorro individual y las inversiones en bienes inmuebles, y para atraer capital extranjero; si pueden conseguir que se realicen inversiones especialmente en viviendas en alquiler, aumentando, de este modo, la oferta y la demanda, y, si tanto el régimen fiscal como la distribución de beneficios establecidos resultan atractivos entre los inversores de las SOCIMI. Quizá la transformación de FII en SOCIMI sería una posible salida para dar liquidez a los partícipes de aquéllos, aunque ello implicaría reestructurarlos

(106) No nos puede servir de referencia el régimen de los principales países de nuestro entorno, porque en ninguno de ellos se han acusado tanto los efectos de la expansión inmobiliaria como en nuestro país. En Alemania se permite el 55 por 100 del valor contable de la propiedad inmobiliaria. En Bélgica los préstamos están limitados al 65 por 100 de los activos y los gastos por intereses al 80 por 100 del total de los ingresos. En Francia no hay reglas específicas, sino que se aplican las reglas de subcapitalización entre partes vinculadas. En Italia no existen limitaciones.

como SA, con la incertidumbre del valor de cotización de las acciones [107]. Esta transformación quedaría facilitada si se admitiesen y regulasen en nuestro Ordenamiento jurídico los patrimonios fiduciarios (similares a los fondos), funcionando como REIT, pues son más adecuados que las sociedades en determinadas circunstancias.

A pesar de nuestro pesimismo inicial sobre la posibilidad de que las SOCIMI puedan producir los efectos esperados a corto plazo, creemos que, en cuanto se haya producido el ajuste de precios en el mercado inmobiliario, deben contribuir en unos años a estabilizarlo, además de fomentar el mercado de alquiler de viviendas. A corto plazo, sin embargo, no estamos seguros de que una SOCIMI sirva para dar salida al *stock* actual de viviendas en España, porque creemos dudoso que haya inversores —salvo los especulativos— que quieran invertir, y dudamos que hoy haya un mercado de alquiler suficientemente desarrollado para generar un retorno adecuado.

Como siempre, el mercado nos dará la respuesta.

---

[107] Esta posibilidad queda abierta en la Disposición Adicional Primera de la Ley 11/2009 ("Transformación de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario en Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria y viceversa"), conforme a la cual "Las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria podrán transformarse en Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, reguladas en esta Ley, y éstas en aquéllas…". En la primera versión del Proyecto de 19 de diciembre de 2008 no estaba previsto que las Instituciones (por lo tanto, Sociedades —SII— y Fondos —FII—) de Inversión Colectiva Inmobiliaria pudiesen transformarse en SOCIMI. Teniendo en cuenta que la finalidad por la que éstos fueron creados es similar a la de las SOCIMI, resultaba claro que el legislador debía darles esta opción que la propia industria demanda, aunque ello implicara reestructurarlos como SA. No fue hasta la versión del Proyecto de Ley de 26 de junio de 2009, cuando en su Disposición Adicional Primera se permitió la posibilidad de que los FII pudieran convertirse en SOCIMI y éstas en aquéllos.

Crónica

CONTRATOS DE FINANCIACIÓN Y MOROSIDAD [1]

LUIS MARÍA MIRANDA SERRANO

Catedrático de Derecho mercantil
Universidad de Córdoba

JAVIER PAGADOR LÓPEZ

Profesor Titular de Derecho mercantil
Universidad de Córdoba

RESUMEN

Este trabajo ofrece los argumentos que permiten responder afirmativamente a la controvertida cuestión de si la Ley 3/2004, de Lucha Contra la Morosidad, resulta o no aplicable a los contratos de financiación. Además, apunta las consecuencias principales que se derivan de dicha solución, proponiendo una interpretación audaz del control de contenido instaurado por la Ley 3/2004, según la cual dicho control puede servir también para imponer límites por arriba a los elevados tipos de intereses de demora que los acreedores suelen imponer a sus deudores en esta clase de contratos.

Palabras clave: *Contratos de financiación, morosidad, control de contenido, plazos de pago, intereses de demora.*

ABSTRACT

This work presents the arguments that let answer positively to the question whether the Act 3/2004 on Combating Late Payment yes or not applies to finance contracts. In addition, this paper provides the main consequences arising from this solution, proposing a bold interpretation of the content control introduced by Law 3/2004, according to which that control may also serve to impose limits above the high default interest rates that creditors often impose on their borrowers in this kind of contracts.

Key words: *Financial contracts, late payment, content control, payment, arrears.*

SUMARIO

I. EL PROBLEMA: ¿APLICACIÓN A LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN DE LA NORMATIVA COMBATIVA DE LA MOROSIDAD?
II. LA SOLUCIÓN: SOMETIMIENTO A LA NORMATIVA COMBATIVA DE LA MOROSIDAD DE LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN QUE CUMPLAN DETERMINADAS EXIGENCIAS.

---

[1] Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación *Problemática jurídica actual de la pequeña y la mediana empresa (PYME): en especial, la morosidad y los aplazamientos de pago abusivos* (Referencia: SEJ2007-67747/JURI), financiado por la Dirección General de Investigación del Ministerio de Educación y Ciencia, cuyo investigador principal es el Prof. Dr. Juan Ignacio FONT GALÁN. Sus autores han pretendido con él contribuir a la obra colectiva en homenaje al profesor Vicente CUÑAT, promovida por sus discípulos más directos.

1. La controvertida exclusión de los contratos de financiación: la atención a los antecedentes legislativos de la *lege data* (*ex* art. 3.1 del Código Civil).
2. La inclusión de un contrato de financiación en esta normativa: exigencias que ha de cumplir.

III. CONSECUENCIAS DE LA SOLUCIÓN PROPUESTA: EL CONTROL DE CONTENIDO DE ESTOS CONTRATOS EN CUANTO A APLAZAMIENTOS DE PAGO E INTERESES MORATORIOS.

1. Planteamiento.
2. Control de contenido en materia de aplazamientos de pago e intereses de demora en los contratos de financiación: ¿queda espacio para el *favor debitoris*?

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES.

I. EL PROBLEMA: ¿APLICACIÓN A LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN DE LA NORMATIVA COMBATIVA DE LA MOROSIDAD?

La morosidad está de moda [(2)]. Lo está, en general, en toda la Unión Europea y, muy singularmente, en algunos de los Estados que la integran, entre los que desgraciadamente figura el nuestro. No escasean los estudios que así lo corroboran. Actualmente cerca de 2.700.000 empresas se ven afectadas por la morosidad en nuestro país. De ellas la mayor parte son PYMES, lo que agrava todavía más el problema, dada su especial vulnerabilidad a las variaciones de *cash flow* y su frecuente dependencia económica de ciertos clientes que no en pocas ocasiones se sirven de dicha situación para imponerles largos aplazamientos de pago del precio. No es de extrañar, por tanto,

[(2)] El acercamiento, aun cuando sólo sea o pretenda ser parcial, como en nuestro caso, a la problemática jurídica de la morosidad plantea preliminarmente una cuestión terminológica: la de determinar con cierta precisión a qué nos referimos cuando hablamos de "morosidad". En este plano, no deja de chocar la diversidad de expresiones que se emplean para aludir a un mismo fenómeno, como también el carácter polisémico de alguna de esas expresiones. En cuanto a lo primero, sucede, en efecto, que el Código civil (en adelante, Cc) emplea la expresión "mora" (así, arts. 1096, párr. 3.º, 1100, 1108, etc.) para referirse a lo que el Código de comercio (en adelante, Cdc) denomina "morosidad" (art. 63 del Cdc; pero también art. 1101 del Cc). Lo que interesa subrayar por el momento es que de este modo ambos cuerpos legales se refieren al retraso culpable en el cumplimiento de una obligación, siempre que el simple retraso no prive de sentido a la obligación (*vid.* un análisis detallado de los diversos elementos que integran la noción jurídica de "mora" o "morosidad" así entendidas en MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago y morosidad entre empresas*, Ed. Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2008, pp. 226 y ss.). Con un sentido parcialmente distinto ha sido utilizada la expresión "morosidad" por la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (en adelante, LLCM), que trae causa de la Directiva 2000/35/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra

que la morosidad sea la causa que está detras de uno de cada tres concursos de acreedores en nuestro país, sobre todo entre las PYMES, que representan el 99,9 por 100 del tejido empresarial español y mantienen el 79 por 100 del empleo (3).

Estos datos vienen a revelar y confirmar la escasa efectividad práctica de la normativa promulgada por el legislador español a finales de 2004 con el propósito de combatir la morosidad y los aplazamientos de pago abusivos: la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (en adelante, LLCM), que incorpora al Ordenamiento español la Directiva 2000/35 del mismo nombre. Varias son las causas que explican esta débil efectividad práctica. Entre ellas, los expertos en morosidad coinciden en ubicar en un lugar preferente el desconocimiento generalizado de la LLCM entre las PYMES. Efectivamente —se dice—, pese a los cinco años transcurridos desde su promulgación, la LLCM sigue siendo todavía entre nosotros una gran desconocida, incapaz de hacer frente a lo que

---

la morosidad en las operaciones comerciales (en adelante, la Directiva 2000/35). En estos textos normativos la expresión "morosidad" no se identifica con el mero retraso culpable en el cumplimiento de una obligación, sino que abarca, más ampliamente, tanto la estipulación de aplazamientos de pago que el propio legislador considera irrazonables o excesivos como la (estipulación) de compensaciones insuficientes para el acreedor por razón de dichos aplazamientos o demoras excesivas, al margen de que hallen o no cobertura en cláusulas contractuales de aplazamiento del pago (al respecto, MIRANDA SERRANO, op. cit., pp. 248 y ss.). Es frecuente tanto en el lenguaje coloquial como en el de los medios de comunicación la utilización del vocablo "morosidad" en este sentido: así, el diario *Expansión* del día 12 de abril de 2010 <http://www.expansion.com/2010/04/12/economia-politica/1271108449.html> afirmaba en uno de sus titulares que nuestro país, en general, y los "constructores", en particular, se encuentran en la "Champions League de la morosidad" *(sic)* habida cuenta de los plazos medios de pago observados, deducidos de los balances depositados en el Registro Mercantil por las sociedades operativas en ese sector. En esta acepción, lo que se toma en consideración es, sin más, los plazos de pago generalizadamente observados —al margen, ahora, de que hayan sido formalmente pactados o no— y sus consecuencias para la parte acreedora perjudicada por la demora en el cumplimiento. Nosotros utilizamos la expresión morosidad en esta acepción. No la empleamos, pues, en la significación que tradicionalmente ha venido atribuyéndole la ciencia jurídica, y tampoco en la que recibe a veces por parte de la ciencia económica para identificar tanto el retraso en el pago de los créditos (posterior a su vencimiento) como el conjunto de créditos cuyo cobro se considera improbable (dudosos) o definitivamente imposible (fallidos), especialmente en el sector financiero [*vid.* a este último respecto FREIXAS, HEVIA, e INURRIETA, "Determinantes macroeconómicos de la morosidad bancaria: un modelo empírico para el caso español", *Moneda y Crédito,* núm. 199 (1994), pp. 125 a 156].

(3) *Vid.* los siguientes informes sobre la aplicación de la LLCM, elaborados todos ellos por BRACHFIELD: "Informe sobre la aplicación práctica de la Ley 3/2004 de medidas de lucha contra la morosidad en España a los dos años de su promulgación", Barcelona, 11 de enero de 2007; "Informe sobre la aplicación de la Ley 3/2004 de medidas de lucha contra la morosidad a los tres años de su aprobación", Barcelona, 17 de enero de 2008; "Informe sobre la Ley 3/2004 de medidas de lucha contra la morosidad y 12 propuestas para la mejora de la legislación antimorosidad", Barcelona, 26 de marzo de 2009 (cuyos textos pueden consultarse fácilmente en Internet). También de interés las consideraciones que se realizan en la Exposición de Motivos de la Proposición de Ley de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales presentada en el Congreso de los Diputados por Convergencia y Unión el 24 de marzo de 2009: *vid.* Congreso de los Diputados, Boletín Oficial de las Cortes Generales, Serie B: Proposiciones de Ley, IX Legislatura, núm. 169-I, 24 de marzo de 2009.

ha dado en llamarse la *cultura de la morosidad* (4). Desde este punto de vista, merecen ser bien recibidos cualesquiera estudios orientados a analizar y difundir el contenido de esta normativa, por muy modestos que sean sus propósitos.

Ésta es la dirección que tratan de seguir estas páginas. El enunciado de este epígrafe inicial es suficientemente ilustrativo del cometido que en ellas se persigue. De lo que se trata es de determinar si los contratos de financiación están o no incluidos en los ámbitos de aplicación de la LLCM y la Directiva 2000/35 (5).

Conviene adelantar desde este momento una noción de lo que a estos efectos entenderemos por "contratos de financiación". En lenguaje coloquial se habla de financiación para aludir *in genere* a los casos en que una parte concede crédito —es decir, conviene en diferir el cumplimiento de una obligación— a otra parte. Dentro de esta descripción sucinta caben muy diversas situaciones. Puede ocurrir que quien "financia" o concede "crédito" tenga otra actividad u ocupación principal, de modo que la actividad de financiación posee carácter secundario o accesorio (así, el comerciante que financia o concede crédito a su clientela él directamente, por ejemplo, conviniendo con sus clientes el aplazamiento en el pago de sus compras). En otras ocasiones quien se dedica a esta actividad de financiación lo hace profesionalmente. Es el caso, por ejemplo, de las entidades de crédito que, entre otras cosas y de modos diversos —préstamo bancario de dinero, apertura de crédito, descuento, etc.— se dedican a facilitar financiación a sus clientes. Lo mismo sucede con otras entidades financieras, como los llamados establecimientos financieros de crédito, que también de diversas formas —contratos de *leasing, factoring,* de garantía, etc.— se dedican profesionalmente a esta actividad. A las entidades apuntadas han venido a unirse las entidades de dinero electrónico (Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico) y, más recientemente —Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago—, las llamadas entidades de pago. Todas las empresas y entidades a que se acaba de aludir —dedicadas profesionalmente, entre otras cosas, a la financiación de su clientela— tienen en común el hallarse sujetas a la supervisión del Banco de España en los términos de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 1988. Pues bien, en estas notas utilizaremos la expresión "contratos de financiación" para aludir a los que, con el sentido y contenido indicados, se celebran entre estas entidades y su clientela (excluidos, como es natural, los casos en que el cliente actúe como consumidor o usuario en sentido legal, a los que la LLCM no resulta aplicable por definición) (6).

La cuestión tiene el atractivo de las *res dubiae*, en el sentido en que utiliza esta expresión el profesor DÍEZ-PICAZO, esto es, como cuestiones en torno a las cuales

---

(4) Términos empleados por el Comité Económico y Social en su *Dictamen sobre la Propuesta de Directiva 2000/35*.

(5) No es dudoso, por lo demás, que la aplicabilidad de la LLCM no se ve empañada por el hecho de que el pago se realice a través de transferencia; en tal caso, el único problema será el de determinar con precisión el momento en que debe considerarse efectuado el pago a efectos legales: al respecto, *vid.* TAPIA HERMIDA, A., "Pago mediante transferencia (bancaria) de crédito y devengo de intereses de demora en las operaciones comerciales (Comentario a la STJCE de 3 de abril de 2008, asunto C-306/06)", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 114, abril-junio de 2009, pp. 189 y ss.

(6) Perfilaremos de modo más preciso los casos concretos de contratos de financiación en *infra* texto, II.

las coincidencias no son absolutas y las opiniones son posibles "siempre que para sostenerlas se siga una vía metodológicamente correcta" (7). Así lo confirman las opiniones doctrinales expresadas hasta la fecha: mientras que para ciertos autores parece claro que los contratos de financiación no están incluidos en los ámbitos de aplicación de la LLCM y la Directiva 2000/35 (8), otros, en cambio —entre quienes nos incluimos (9)—, se muestran favorables a sostener la solución contraria, según la cual existen argumentos suficientes para entender aplicables a estos contratos las normas represoras de la morosidad (10). El propósito de estas páginas estriba en exponer y desarrollar estos argumentos (*infra* II) y, al mismo tiempo, apuntar algunas de las principales consecuencias que se derivan de la solución aquí defendida (*infra* III).

II. LA SOLUCIÓN: SOMETIMIENTO A LA NORMATIVA COMBATIVA DE LA MOROSIDAD DE LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN QUE CUMPLAN DETERMINADAS EXIGENCIAS

1. La controvertida exclusión de los contratos de financiación: la atención a los antecedentes legislativos de la *lege data* (*ex* art. 3.1 del Código Civil)

La LLCM y la Directiva 2000/35 no se refieren en su articulado de modo expreso a los contratos de financiación. Ni para excluirlos de sus respectivos ámbitos de aplicación, ni para incluirlos en ellos. No ocurrió así, sin embargo, en los trabajos prelegislativos conducentes a la LLCM, que sí aludieron expresamente a estos contratos con los términos "operaciones financieras" (11). De ahí el interés que despierta en este asunto el conocimiento del proceso de tramitación parlamentaria de la LLCM. Veamos:

---

(7) *Vid.* el Prefacio de la 4.ª edición de sus *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*.

(8) *Vid.* MARCOS, "El aplazamiento y la morosidad en las obligaciones contractuales en el sector comercial", en *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 5, 2005, p. 313; RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, "Análisis crítico de la lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (Ley 3/2004)", en *CEFLegal (Revista Práctica de Derecho),* núm. 71, diciembre de 2006, pp. 27 y ss.

(9) *Vid.* MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...,* cit. pp. 133 y ss.

(10) *Vid.* REDONDO, "Aplicación de la Ley de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones financieras", dossier de *La Gaceta de los Negocios*: <http//www.ventura-garces.com>, p. 4; AGUILLAUME GANDASEGUI, "El ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la Ley 3/2004, de medidas de lucha contra la morosidad", en *La Ley*, núm. 6332, 2005, p. 9; FUENTES GÓMEZ, "Logros y cuestiones pendientes de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad", en *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, núm. 1994, 2005, p. 12; PERALES VISCASILLAS, *La morosidad en las operaciones comerciales entre empresas*, Ed. Thomson/Civitas, Navarra, 2006, pp. 41 y ss.; ROMERO CANDAU, *Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. Ley 3/2004 de 29 de diciembre*, Colección *El Notario del siglo XXI. Ensayos de actualidad,* Ed. Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2006, pp. 30 y 31.

(11) En la prensa, acerca del debate sobre las operaciones financieras suscitado en el proceso de tramitación parlamentaria de la LLCM, *vid.* "Economía/Finanzas. CIU quiere que la Ley de Morosidad regule también los préstamos ordinarios de entidades de crédito": en <http//www.lukor.com>.

El Proyecto de Ley 121/000001 en materia de lucha contra la morosidad (12) se refirió expresamente a las operaciones financieras en su art. 3.2.b). Dicha referencia tenía un claro sentido excluyente del ámbito de aplicación legal. Así se infería del precepto mencionado, que aludía a dichas operaciones entre los distintos supuestos de hecho excluidos del régimen legal (13). De modo que, sin lugar a dudas, inicialmente la voluntad del legislador español consistió en situar las operaciones financieras extramuros del Derecho represor de la morosidad. Cosa distinta es que el Proyecto de Ley nada aclarase acerca de lo que debía entenderse por tales términos, al omitirse en él toda precisión al respecto, lo que motivó la presentación de una enmienda (la núm. 22) por el Grupo Popular en el Senado, a través de la cual se proponía "precisar el concepto de operaciones finacieras" (14), con la clara finalidad —según se decía inmediatamente en la justificación de la enmienda— "de determinar cuáles son, en su caso, las que podrían quedar excluidas del ámbito de aplicación de la Ley, puesto que las mismas no están excluidas de la Directiva 2000/35/CE" (15).

Pronto, sin embargo, se hicieron sentir opiniones contrarias a esta exclusión en el Congreso y el Senado (16). Entre ellas merece destacarse aquí la del Grupo Catalán Convergencia y Unión por su rotundidad en negar fundamento a la exclusión de las operaciones financieras del ámbito de aplicación legal. Así se infería de dos de las enmiendas al Proyecto de Ley que este Grupo Parlamentario presentó en el Congreso:

1.ª) La núm. 80, a través de la cual se propugnaba incluir en la definición de empresa ofrecida por el art. 2.a) del Proyecto de Ley una referencia expresa a las *entidades de crédito*, con la justificación de "(a)segurar que si se admite como operación comercial el préstamo ordinario entre entidades de crédito, visto que es un contra-

---

(12) *Vid.* BOCG, Congreso, Serie A, núm. 1-1, de 24 de junio de 2004.

(13) En particular, el mencionado art. 3.2.b) del Proyecto de Ley 121/000001 rezaba así: "2. *Quedan fuera del ámbito de aplicación de esta Ley:* (...) b) Los intereses relacionados con otros pagos como los efectuados, en virtud de la legislación en materia de cheques, pagarés y letras de cambio, los pagos de indemnizaciones por daños, incluidos los pagos realizados por entidades aseguradoras, *y las operaciones financieras*" (la cursiva es nuestra).

(14) Al tiempo que "sustituir la redacción del apartado b) (del art. 3.2), eliminando la referencia genérica a otros pagos y precisando cuáles son los pagos que quedan excluidos del ámbito de aplicación de la Ley": *vid.* BOCG, Senado, Serie II, núm. 2-c, de 23 de noviembre de 2004.

(15) Es más —se añadía finalmente— "el concepto de empresa que define el artículo 2 no contiene ninguna excepción que afecte a las entidades de crédito, por lo que debería aclararse este extremo": *vid.* BOCG, Senado, Serie II, núm. 2-c, de 23 de noviembre de 2004.

(16) También algún autor manifestó sus dudas al respecto; caso, *ad ex.*, de RODRÍGUEZ-PIÑERO Y BRAVO-FERRER, "La lucha legal contra la morosidad en los pagos", en AA.VV. (coords. González Porras, y Méndez González), *Libro homenaje al Profesor Manuel Albaladejo García*, t. II, Murcia, 2004, p. 4376: "(e)l Proyecto de 2004 ha añadido la exclusión de las *operaciones financieras*, exclusión que, aunque en algunos aspectos pueda responder a la naturaleza de las cosas, va a encontrar problemas de compatibilidad con la Directiva 2000/35/CE, que no ha previsto esta exclusión específica".

to que se perfecciona con la entrega de la suma prestada y que supone el ejercicio de actividades propias del giro o tráfico de aquella entidad, se incluya en el ámbito subjetivo a las entidades de crédito" (17).

2.ª) Y la núm. 81, mediante la cual se proponía suprimir del art. 3.2.b) del Proyecto de Ley la referencia que en él se hacía a las operaciones financieras en cuanto operaciones excluidas del ámbito de aplicación legal, justificándose dicha supresión en su "conformidad con la enmienda anterior y de acuerdo con la redacción de la Directiva" (18).

El sentido de ambas enmiendas se infiere con claridad del Diario de Sesiones del Congreso (Comisión de Industria, Turismo y Comercio). En palabras del Sr. Sánchez i Llibre: "Con la enmienda núm. 80 planteamos la posibilidad de incorporar las entidades de crédito al ámbito de aplicación del proyecto de ley para, al mismo tiempo, limitar aquellas cuestiones que hacen referencia a los intereses de demora de los descubiertos en cuenta corriente, que por cierto hoy están por encima o alrededor del 30 por ciento. La enmienda núm. 81, consecuente con la núm. 80 que acabo de explicar, pretende suprimir la exclusión de las operaciones financieras del ámbito de aplicación del proyecto de ley" (19).

Ambas enmiendas fueron aprobadas en el Senado, donde de nuevo el Grupo Parlamentario Convergencia y Unión volvió a insistir en su fundamentación, sustentándola en que la inclusión de las entidades de crédito dentro de la normativa represora de la morosidad, lejos de suponer "una simple adición a la ley, es algo que ayuda a miles de usuarios y evidentemente a mucha pequeña y mediana empresa de tipo familiar, de tipo unipersonal y a la micro empresa donde este tipo de condiciones resultan excesivamente onerosas" (20).

A la vista de lo expuesto, no es difícil concluir que aunque las "operaciones financieras" venían incialmente excluidas del ámbito de aplicación de la disciplina legal en el Proyecto de Ley, la aceptación de las enmiendas presentadas por el Grupo Parlamentario Catalán a que se acaba de aludir determinó su plena inclusión en dicho ámbito. Y la preocupación subyacente y determinante de la aceptación de ambas enmiendas no tenía tanto que ver con la necesidad de protección de estos especiales acreedores —durante el trámite parlamentario se estaba pensando, y así se dijo

---

(17) "Por tanto —se añadía— se presenta dicha enmienda para acentuar esta posibilidad": *vid.* BOCG, Congreso, Serie A, núm. 1-10, de 19 de octubre de 2004.

(18) *Vid. supra*, nota precedente.

(19) *Vid.* Diario de Sesiones, Congreso, Comisiones, núm. 124, de 2 de noviembre de 2004.

(20) *Vid.* Diario de Sesiones, Senado, Pleno núm. 23, de 1 de diciembre de 2004. Intervención del Sr. Gasoliba.

expressis verbis en alguna ocasión, en *entidades de crédito*— cuanto con la defensa de su clientela [21].

Ése es, pues, el sentido del cambio de rumbo experimentado en esta materia por el Derecho aprobado respecto del proyectado, consistente en la supresión de la referencia a dichas operaciones entre las actividades excluidas del campo de aplicación legal. Esta conclusión resulta, además, avalada por las reglas de la hermenéutica jurídica; en particular, por el art. 3.1 del Código Civil, que obliga al intérprete a tener en cuenta los antecedentes legislativos de la *lege data* cuando dispone que las normas han de interpretarse según el sentido propio de sus palabras en relación con el contexto, la realidad social del tiempo en que han de ser aplicadas y sus *antecedentes históricos y legislativos*.

Incluso, no parece descabellado conjeturar que la inicial exclusión de las "operaciones financieras" del ámbito de aplicación del Proyecto de Ley pudiera obedecer a la conciencia o intuición por parte de su redactor de la inevitabilidad y licitud en ellas de los "largos aplazamientos de pago" y a la consiguiente voluntad y decisión consciente de evitar la eventualidad de que los aplazamientos así pactados se pudieran ver afectados por la severa limitación legal a la posibilidad de pactar justamente aplazamientos [22]. De ser esto cierto, parece evidente que no cayó el redactor del Proyecto en la cuenta de que la consecución de ese fin —preservación de la libertad de pactos en cuanto a aplazamientos en el sector de la contratación financiera— podía lograrse mediante una correcta interpretación y aplicación de la cláusula general de control de abusividad o de contenido de ese tipo de pactos que el propio Proyecto de Ley incorporaba, quizás incluyendo, como uno de los criterios-guía para la aplicación de dicha cláusula, una referencia expresa a que los mayores aplazamientos de pago se consideran justificados en el sector de la actividad financiera. De modo que, para ese objetivo, la exclusión de las "operaciones financieras" del ámbito de aplicación de la disciplina legal proyectada no constituía el único camino, como a la postre quedó acreditado.

Así pues, queda contestada en términos afirmativos la cuestión general relativa a la inclusión o no de las operaciones financieras dentro de la LLCM, y al mismo tiempo

---

[21] Con perífrasis y circunloquios diversos, no precisamente infrecuentes en este ámbito, se habló de la necesidad o conveniencia de "limitar aquellas cuestiones *(sic)* que hacen referencia a los intereses de demora de los descubiertos en cuenta corriente, que por cierto hoy están por encima o alrededor del 30 por ciento...", así como de "ayuda a miles de usuarios y evidentemente a mucha pequeña y mediana empresa de tipo familiar, de tipo unipersonal y a la microempresa donde este tipo de condiciones resultan excesivamente onerosas". Como se ve, lo que preocupaba al grupo parlamentario autor de las enmiendas y lo que motivó la aceptación de éstas —con la consiguiente inclusión de las "entidades de crédito" y de las "operaciones financieras" en el ámbito de aplicación de la LLCM— fue la necesidad de proteger a los clientes de aquéllas —esto es, a los deudores ante los acreedores, pese y contra la idea central de *favor creditoris* de la LLCM— frente a los excesos en la estipulación del tipo de interés de demora (entre otros, en los casos de descubierto en cuenta corriente).

[22] La inicial decisión sería, pues, congruente con la elemental constatación de que, por definición, en los contratos de financiación la estipulación de largos aplazamientos de pago constituye elemento esencial, definitorio, que entronca con la propia razón de ser de este tipo de operaciones.

se constata cuáles fueron las razones del abandono de la opción inicialmente asumida y de su subsiguiente inclusión en el ámbito de aplicación de la disciplina legal.

2. La inclusión de un contrato de financiación en esta normativa: exigencias que ha de cumplir

En cuanto al otro asunto antes formulado, dirigido a concretar las singulares modalidades de operaciones financieras sometidas a la LLCM, entendemos que el criterio guía para abordarlo no puede ser otro que el análisis (y decisión en cada caso) de si la operación financiera en cuestión cumple o no los requisitos materiales u objetivos de inclusión legal. De lo que se trata es, por tanto, de determinar si dicha operación es fuente de una obligación sinalagmática de pago del precio nacida como contraprestación de una obligación de entrega de un bien o prestación de un servicio [(23)]. En caso afirmativo, la operación comercial se encontrará sujeta a la LLCM. En caso negativo, no cabrá aplicarle la LLCM por falta de concurrencia de las exigencias materiales u objetivas de inclusión legal. Éste es, a nuestro juicio, el criterio esencial del que ha de servirse el intérprete a fin de dilucidar la inclusión o exclusión de una determinada operación financiera en el ámbito de aplicación de la LLCM [(24)]. De conformidad con él, resulta lo siguiente:

1.º) En lo que concierne al préstamo, probablemente el contrato de mayor trascendencia social después de la compraventa, y, más en particular, al préstamo banca-

---

[(23)] Así ha de sostenerse por cuanto material u objetivamente la LLCM se aplica a las deudas dinerarias surgidas a título de contraprestación de contratos relativos a la entrega de bienes o prestación de servicios. En efecto, pese a la muy desafortunada regulación que hace la LLCM de esta materia, el análisis de sus normas permite confeccionar un test *ratione materiae* de aplicabilidad, comprensivo de las diversas exigencias de orden material u objetivo que han de concurrir en un contrato para que pueda ser considerado fuente de las obligaciones de pago del precio disciplinadas por la LLCM. En lo esencial, dichas exigencias son tres: 1) La primera es que el contrato pertenezca a la categoría de los sinalagmáticos y, como tal, genere obligaciones recíprocas para las partes, independientemente de que sea de tracto instantáneo (compraventa, comisión, etc.) o de naturaleza duradera (suministro, agencia, franquicia, concesión). 2) La segunda es que de dicho contrato nazcan dos obligaciones principales: para una parte, la de entrega de un bien o prestación de un servicio, y para la otra, la de pago de un precio; bien entendido que, en rigor, es esta obligación de pago del precio —y no el contrato en su conjunto— lo que resulta disciplinado por la LLCM. 3) La tercera y última exigencia alude al significado de los términos "bien" y "prestación de servicios", que han de interpretarse en sentido amplio, esto es, más en clave económica que jurídica. Así, por bien ha de entenderse no sólo las mercaderías, sino cualesquiera bienes o cosas muebles, aun en los casos en que no puedan ser considerados propiamente mercaderías (caso, por ejemplo, del dinero). Y algo similar ocurre con la expresión prestación de servicios: con ella no sólo se alude a los contratos de prestación de servicios en sentido estricto, sino a obligaciones de hacer y no hacer, y a combinaciones de estas dos diversas modalidades de obligaciones (de modo que entran dentro del concepto de prestación de servicios, por ejemplo, la actividad de gestión y cobro de créditos de la entidad *factoring*). A propósito de esto *vid.* más información en PERALES VISCASILLAS, *La morosidad de las operaciones...*, cit., pp. 39 y ss., y MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...*, cit., pp. 133 y ss.

[(24)] Comparten este criterio, entre otros, FUENTES GÓMEZ, "Logros y cuestiones...", cit., p. 12; REDONDO, "Aplicación...", cit., pp. 4 y ss.; PERALES VISCASILLAS, *La morosidad...*, cit., p. 41.

rio, que es la modalidad de préstamo mayormente utilizada en el tráfico mercantil, consideramos que existen razones más que suficientes para sostener su sometimiento a la LLCM. No nos convencen, desde luego, los argumentos invocados por algún sector doctrinal para fundamentar la no inclusión de estos contratos en el Derecho represor de la morosidad. Éstos se resumen básicamente en dos: la condición unilateral del préstamo que se manifiesta en el hecho de que de él sólo derivan obligaciones para una de las partes contratantes (el prestatario), y la ausencia de la idea de contraprestación (fundamental para la aplicación de la Directiva 2000/35 y de la LLCM) en la obligación que asume el prestatario merced al contrato, toda vez —se dice— que la devolución del capital no es contraprestación de nada, y el pago de intereses, al tener un marcado carácter indemnizatorio, tampoco encaja en el concepto de contraprestación *ex* Directiva 2000/35 y LLCM [25].

En nuestra opinión, ninguno de estos argumentos resulta decisivo. Cierto es que históricamente la doctrina civilista ha venido mostrando al préstamo como prototipo de los contratos reales para cuya perfección no basta con el consentimiento, sino que se requiere además la entrega de la cosa. Sin embargo, como hace algunas décadas puso de manifiesto GARRIGUES [26], esta concepción tradicional del préstamo no se concilia bien con la mentalidad de la clase empresarial: cuando una determinada empresa, después de una más o menos larga etapa de discusiones y actos preparatorios dirigidos a negociar y celebrar el contrato (los tratos preliminares: *Vorverhandlungen*, *trattative*), llega a concluir un préstamo con un Banco, nadie duda de que el contrato está perfecto desde ese momento, y de que las entregas posteriores de las cantidades dinerarias por parte del prestamista no son sino actos de ejecución de un préstamo ya perfecto por el consentimiento [27].

---

[25] *Vid.* así AGUILLAUME GANDASEGUI, "El ámbito de aplicación...", cit., p. 9; según sus palabras: "(e)l préstamo, operación financiera por excelencia, es un negocio unilateral del que sólo derivan obligaciones para el prestatario. Su cumplimiento no forma parte por tanto de sinalagma alguno. Por ello se entiende mal la justificación de la enmienda en la que se decía que como el préstamo puede ser una operación mercantil, debían incluirse las operaciones financieras en el ámbito de la Ley. Siguiendo la Directiva, aquellas que entrañen pagos como contraprestación sí deben incluirse, las demás, de ninguna manera. El préstamo, por lo tanto, figura en la que la devolución del capital no es contraprestación de nada y el pago de intereses tiene un carácter marcadamente indemnizatorio por lucro cesante o coste de oportunidad, es un contrato al cual no puede aplicarse la Ley 3/2004".

[26] *Vid. Contratos bancarios*, revisada, corregida y puesta al día por SEBASTIÁN MOLL, Madrid, 1975, p. 225.

[27] De modo que nada impide aplicar al contrato de préstamo la *regla general de perfección de los contratos que rige en nuestro Derecho*, según la cual los contratos se perfeccionan "por el mero consentimiento" (art. 1258 Cc) que "se manifiesta por el concurso de la oferta y de la aceptación sobre la cosa y la causa que han de constituir el contrato" (art. 1262, párr. 11); en otros términos: nada impide sostener el *carácter consensual del contrato de préstamo* que es tanto como afirmar que *en el contrato de préstamo el consentimiento negocial puede presentarse jurídicamente como el punto de inflexión que permite separar la etapa de preparación del contrato* (fase precontractual) *del momento de su ejecución* (fase postcontractual); *vid.* así, *ad ex.* y entre otras muchas, las SSTS de 18 de enero de 1964, de 14 de diciembre de 1964 y de 28 de abril de 1977; más información en mi trabajo "Las disposiciones...", cit., pp. 73 y ss.

No menos cierto es, por otra parte, que la doctrina tradicional ha venido presentando el contrato de préstamo como ejemplo de los negocios unilaterales que sólo generan obligaciones para uno de los sujetos contratantes; en concreto, para el prestatario, obligado merced al contrato a la devolución del capital prestado. Mas, como también aquí se encargó de poner de manifiesto GARRIGUES [28], dicha concepción del préstamo resulta igualmente inadecuada para el tráfico mercantil: en la hipótesis de que el préstamo sea a interés (que suele ser lo normal en dicho tráfico pese a lo dispuesto en el muy desafortunado art. 314 Cc) no es difícil advertir en él un intercambio de prestaciones similar al que se produce en los contratos bilaterales, toda vez que el prestamista queda obligado a entregar al prestatario la suma acordada y éste, a su vez, asume la obligación de devolver a aquél esa suma más los correspondientes intereses en las condiciones pactadas [29].

Queda puesta de relieve así la debilidad argumental de la tesis que niega a los contratos de préstamo su sometimiento a la LLCM sobre la base de que en ellos no cabe advertir la presencia de la idea de contraprestación o sinalagmaticidad sobre la que apoyan sus respectivos ámbitos de aplicación la Directiva 2000/35 y la LLCM. En nuestra opinión, se trata de una idea equivocada, al menos en cuanto vaya referida al préstamo retribuido, que es lo común en la práctica bancaria. En él el pago de los intereses remuneratorios no tiene carácter indemnizatorio. Antes bien, responde a la idea de contraprestación. Se trata, en atinadas palabras de CORTÉS, del "precio del uso del dinero ajeno" a cuyo pago queda obligado el prestatario [30]; o, como en

---

[28] *Vid. Contratos bancarios*, cit., pp. 225 y 226.

[29] Sin embargo, no toda la doctrina mercantilista se muestra conforme a la hora de configurar el contrato de préstamo (en particular, en su modalidad de préstamo bancario) como consensual y bilateral o sinalagmático. No faltan quienes, guardando una mayor fidelidad a la tradición jurídica, siguen subrayando como notas características del préstamo su condición de contrato real y unilateral. Éste es el caso de AURIOLES MARTÍN, "Contratos bancarios de activo", en AA.VV. (coord. Jiménez Sánchez), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, Barcelona, 2006, vol. II, pp. 501; Ídem, "Contratos bancarios", en AA.VV. (coord. Jiménez Sánchez), *Lecciones de Derecho mercantil*, Ed. Tecnos, Madrid, 2005, p. 462; en una dirección próxima a AURIOLES *vid.* también, *ad ex.*, MARTÍ SÁNCHEZ, "El contrato de préstamo", en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, monográfico de 1995, pp. 85 y ss. Entre la doctrina civilista cabe citar también a DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, t. II, Madrid, Civitas, 1993, pp. 373 y 374, y LASARTE, *Compendio de Derecho Civil*, Ed. Dykinson, Madrid, 2004, pp. 168 a 170, que hablan del préstamo con interés como ejemplo de un contrato oneroso para ambas partes pero no sinalagmático, toda vez que de él derivan obligaciones sólo para el prestatario.

[30] *Vid.* CORTÉS, "Los contratos bancarios (I y II)", en AA.VV. (dir. Menéndez), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid, Civitas, 2004, p. 640; no en vano, como se sabe, los tipos de interés son designados habitual y coloquialmente justo como "el precio del dinero".

similares términos afirman BASOZABAL [31] y ALFARO [32], de la retribución o contraprestación por el uso de un capital ajeno [33].

Muy claramente expresa también esta idea GARRIGUES cuando, tras poner de manifiesto que todos los préstamos bancarios se pactan con interés, añade: "la prestación del interés es la causa del contrato para el prestamista (art. 1274 Cc) y explica, dentro de la teoría sinalagmática del préstamo, que el prestamista asume la obligación de entregar el capital a cambio de la obligación de pagar intereses que asume el prestatario"; en fin —concluye GARRIGUES— "entrega del capital y abono de intereses representan el cambio de prestaciones propio de los contratos bilaterales, y ya sabemos que en la mentalidad bancaria el préstamo se concibe como un contrato bilateral" [34].

A la vista de lo expuesto, parece clara la solución aplicable en virtud de la LLCM, consistente en incluir los contratos de préstamo dentro de la disciplina legal represora de la morosidad [35]. Cosa distinta es la valoración que a cada intérprete pueda merecer

---

(31) *Vid. Estructura básica del préstamo de dinero. (Sinalagma, interés, usura)*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2004, p. 55.

(32) *Vid.* voz "Préstamo mercantil", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, p. 5037.

(33) En la jurisprudencia *vid.* en parecidos términos la STS de 8 de marzo de 1997 (R. 1912): "(e)l interés convencional (...) de todo préstamo oneroso tiene la función fundamental de ser la retribución o precio que el mutuario ha de pagar por la utilización y disfrute de un capital en dinero que le presta el mutuante". También, junto a la doctrina citada en notas precedentes *vid.*, entre otros, DE LUCAS FERNÁNDEZ, quien, siguiendo muy de cerca a SIMONETTO (*Contratos de crédito*, Barcelona, 1958), termina reconociendo que en los préstamos el interés aparece "como el precio del tiempo durante el cual una cierta situación se prolonga: retribución de un sacrificio económico durable" (p. 2905): *vid.* "El interés en los préstamos bancarios", en AA.VV. (coords. González Porras y Méndez González), *Libro homenaje al Profesor Manuel Albaladejo García*, t. II, Murcia, 2004, pp. 2903 y ss.

(34) *Vid. Contratos bancarios*, cit., pp. 230 y 231; también son de interés las consideraciones sobre la sinalagmaticidad del préstamo que realiza BASOZABAL ARRUE en *Estructura básica...*, cit., pp. 17 a 20, donde concluye: "(p)or una parte, no aparece arriesgado afirmar que *lo debido por el prestamista* y *lo debido por el prestatario* se encuentran en relación de reciprocidad; por otra, el desenvolvimiento normal del contrato excluye el cumplimiento simultáneo: las obligaciones no pueden dejar de cumplirse sucesivamente, pues sólo así sirven a la función social y económica a la que están llamadas"; de modo que, según parece, "sólo desde el punto de vista del *sinalagma genético* puede afirmarse que las obligaciones sean recíprocas, en cuanto que cada prestación encuentra en la otra su razón de ser": *vid. Estructura básica...*, cit., p. 17.

(35) Con lo que se manifiesta conforme PERALES VISCASILLAS, *La morosidad...*, cit., pp. 41 y ss.: "para que un contrato quede incluido en el marco de la Ley 3/2004 es necesario que sea oneroso/sinalagmático", lo que ha de predicarse del contrato de préstamo con intereses, al tratarse de un "contrato bilateral, consensual y sinalagmático" (p. 45); también en esta dirección *vid.* MORÁN BOVIO, "El contrato de préstamo mercantil", en AA.VV. (coord. Jiménez Sánchez), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, 11.ª ed., Barcelona, 2006, vol. II, p. 418, para quien la LLCM se aplica al contrato de préstamo, ya que "el servicio de crédito que el préstamo facilita" parece estar incluido dentro de lo que la mencionada Ley denomina operaciones que den lugar a la entrega de bienes o a la prestación de servicios.

dicha opción. Pero éste es ya un asunto que va más allá de la labor estrictamente hermenéutica para entrar en el terreno de la política jurídica [36].

Naturalmente, la misma solución habrá de predicarse respecto de cualquier otro contrato del ámbito bancario que, al igual que el préstamo, pueda configurarse como bilateral o sinalagmático. Así sucede, por ejemplo, con los contratos de *apertura de crédito* [37], *préstamo sindicado* [38], *proyect finance* [39], *cuenta corriente bancaria* [40], *depósito bancario* [41] o *alquiler de cajas de seguridad* [42].

---

[36] A primera vista, esta opción podría valorarse negativamente por no conciliarse bien con la *idea de favor del acreedor (sobre todo cuando éste es de pequeña o mediana dimensión: PYME) o principio del* favor creditoris que ocupa un lugar central dentro del Derecho represor de la morosidad, y es que —podría afirmarse— la inclusión de los préstamos bancarios dentro del ámbito de aplicación de la LLCM podría parecer dirigida a proteger principalmente a los bancos y entidades de crédito, que son quienes ocupan la posición acreedora. No puede negarse que hay algo de verdad en esta valoración. Mas, lo que, a la postre, viene a poner de manifiesto la inclusión dentro de la LLCM de los préstamos bancarios es el hecho de ser la LLCM una *Ley macro* que, sin dejar de mirar por los intereses de las PYMES, pone la vista fundamentalmente en el mercado, tratando de instaurar en él las reglas del *pronto pago* a fin de imprimir una mayor celeridad a las transacciones comerciales salvo que otra cosa se justifique en cada caso; pero sin descuidar el interés y la necesidad de protección —cuando procede— de la parte deudora si se encuentra en situación de inferioridad y subordinación, como típicamente sucede en el caso de la clientela de las entidades de crédito —sobre todo, cuando se trata de PYMES— frente a éstas (*vid.* MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...,* cit, pp. 105 y ss., a propósito del objetivo de vertebración del mercado inherente a la Directiva 2000/35 y a la LLCM). De modo que, al margen de la valoración que a cada uno merezca la inclusión dentro de la LLCM de los préstamos bancarios, dicha inclusión viene a arrojar luz sobre las verdaderas razones de política-jurídica a que obedece el Derecho represor de la morosidad.

[37] Por mor del cual "el Banco se obliga, dentro del límite pactado y mediante una comisión que percibe del cliente, a poner a disposición de éste, y a medida de sus requerimientos, sumas de dinero o a realizar otras prestaciones que le permitan obtenerlo al cliente"; así lo define GARRIGUES, *Contratos bancarios...*, cit., p. 185, quien no duda en concluir: "otra de las características del contrato es su carácter bilateral. Las opiniones doctrinales que se pronuncian a favor del carácter unilateral no tienen apoyo en la práctica bancaria".

[38] Términos con los que se designa a unos singulares contratos de préstamo en los que los fondos entregados al prestatario proceden de una pluralidad (sindicato) de prestamistas; la mejor doctrina no duda en pronunciarse en favor de la bilateralidad (y, por ende, de la sinalagmaticidad) de estos contratos: *vid.* AURIOLES MARTÍN, *Créditos sindicados con interés variable*, Barcelona, 1987, pp. 170 y ss.

[39] Cuyo objeto consiste en financiar un proyecto mediante el cual tiene lugar la construcción de una obra o la prestación de un servicio y cuyos resultados quedan vinculados directamente a la devolución del préstamo; *vid.* para más información LÓPEZ AGUDO, "Financiación de proyectos (*project financing*)", en AA.VV. (coord. Zunzunegui), *Lecciones de Derecho bancario y bursátil*, Ed. Colex, Madrid, 2001, pp. 280 y ss., y, por todos, VAÑO VAÑO, *El contrato de "proyect finance"*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002.

[40] De cuya sinalagmaticidad tampoco se duda; dice, en este sentido, GARCÍA-PITA que de la cuenta corriente bancaria siempre derivan "estas dos series de obligaciones recíprocas: la obligación de abrir la cuenta, a la que corresponde la obligación de pagar la comisión de apertura y la obligación de llevar o gestionar materialmente el soporte contable, a la que corresponde la correlativa contraobligación

2.º) Tampoco cabe dudar de que el contrato de arrendamiento financiero o *leasing* es fuente de obligaciones de pago del precio sometidas a la LLCM. Como se sabe, la noción legal de este contrato se encuentra en la disposición adicional 7.ª 1 de la Ley 26/1988 sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (43). De forma un tanto descriptiva, esta disposición adicional establece: "(t)endrán la consideración de operaciones de arrendamiento financiero aquellos contratos que tengan por objeto exclusivo la cesión del uso de bienes muebles o inmuebles, adquiridos para dicha finalidad según las especificaciones del futuro usuario, a cambio de una contraprestación consistente en el abono periódico de las cuotas a que se refiere el núm. 2 de esta disposición. Los bienes objeto de cesión habrán de quedar afectados por el usuario únicamente a sus explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, artesanales, de servicios o profesionales. El contrato de arrendamiento financiero incluirá necesariamente una opción de compra a su término en favor del usuario" (44).

---

de pagar la comisión de mantenimiento. Cuatro obligaciones con sus correspondientes prestaciones, de dar y hacer, que conforman *un doble sinalagma, genético y funcional*": *vid. Las entidades de crédito y sus operaciones*, t. 30, vol. 4 del *Tratado de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, p. 275.

(41) Toda vez —explica GARRIGUES— que su naturaleza de contrato real y unilateral cambia o muta en los casos en que media retribución; supuestos en los que pasa a configurarse como un contrato bilateral o sinalagmático: *vid. Contratos bancarios*, cit., pp. 391 a 436.

(42) Configurado doctrinalmente como un contrato mixto que, en palabras de GARRIGUES, integra, de un lado, elementos propios del contrato de depósito y, de otro, elementos propios del contrato de arrendamiento de cosas, sin que ninguno de ellos adquiera primacía sobre los demás: *vid. Contratos bancarios*, cit., p. 452; en la misma dirección: VALENZUELA GARACH, "Contratos bancarios de gestión (II)", en AA.VV. (coord. Jiménez Sánchez), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, Barcelona, 2006, vol. II, pp. 534 y ss., que imputa a esta modalidad contractual las notas caracterizadoras de la bilateralidad y la onerosidad; respecto a este contrato, *vid.* más recientemente la excelente monografía de ÁLVAREZ RUBIO, *El contrato bancario de cajas de seguridad*, Ed. Civitas, Madrid, 2007.

(43) *Vid.* BOE núm. 182, de 30 de julio de 1988; rectificación de errores: BOE núm. 185, de 4 de agosto de 1988; también sobre esta modalidad contractual en nuestro Derecho *vid.* la disposición adicional primera de la LVPBM.

(44) Sobre la base de lo dispuesto en esta disposición adicional 7.ª 1 la doctrina propone la siguiente noción del contrato de *leasing*: "aquel contrato por el que un sujeto, calificado como Entidad de Leasing, cede a otro, denominado usuario, el uso de un bien a cambio del pago periódico de cuotas, siendo dicho bien adquirido de un tercero al que se denomina proveedor, y en razón de las expresas indicaciones que hubiera realizado el usuario, quien —además— dispone en su favor de una opción de compra para, al finalizar el contrato, adquirir el bien que venía usándose a cambio del pago de un precio residual": *vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, "Los contratos de leasing y factoring", en AA.VV. (coord. Zunzunegui), *Lecciones de Derecho bancario y bursátil*, Ed. Colex, Madrid, 2001, p. 308; SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, *Leasing financiero inmobiliario*, Ed. Montecorvo SA, Madrid, 1989, pp. 30 y ss.; en el plano jurisprudencial, para una relación de SSTS sobre el concepto y los caracteres del contrato de *leasing:* AA.VV. (dir. Calzada Conde), *Código de contratos mercantiles*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2004, pp. 899 y ss.

Se trata de un contrato cuya celebración requiere el concurso de tres partes: el empresario, usuario o arrendatario que precisa determinados bienes para su actividad (generalmente bienes de equipo, plantas o instalaciones industriales), el fabricante o vendedor de los bienes, y la sociedad de arrendamiento financiero o arrendadora que intermedia en la operación prestando la oportuna financiación al empresario. Aunque su naturaleza jurídica es asunto no pacífico en la doctrina, cabría inclinarse por entender que el *leasing* es un contrato *sui generis* de carácter financiero que no cabe identificar ni con el arrendamiento, toda vez que la finalidad del contrato no reside en ceder el uso del bien, sino en financiar la posibilidad de explotarlo o disfrutarlo, ni con la compraventa a plazos, ya que no siempre tiene lugar la adquisición del bien por el empresario-usuario (45).

Al margen de esto y en lo que aquí principalmente interesa, parece indubitado que las cuotas que durante la vigencia del contrato han de ser satisfechas por el usuario-arrendatario encajan dentro de la noción de contraprestación a la que aluden la Directiva 2000/35 y la LLCM al fijar sus respectivos ámbitos de aplicación. Se trata, en rigor, de obligaciones de pago del precio que se cumplen a cambio de una contraprestación consistente en el reconocimiento de determinadas facultades de uso de un determinado bien, con la posibilidad incluso de adquirir su propiedad mediante el ejercicio de la oportuna opción de compra (46).

---

(45) La literatura sobre naturaleza jurídica del *leasing* es abundante: *1.º)* Para algunos autores se trata de un contrato de arrendamiento aunque con determinadas peculiaridades: *vid.* ILLESCAS ORTIZ, "El leasing, aproximación a los problemas planteados por un nuevo contrato", en *Revista de Derecho Mercantil*, 1971, pp. 73 y ss., y en la jurisprudencia, *ad ex.*, la STS de 24 de mayo de 1997. *2.º)* Para otros, en cambio, este contrato se asimila más y mejor a la compraventa a plazos: *vid.* DE LA CUESTA RUTE, "Reflexiones en torno al leasing", en *Revista de Derecho Mercantil*, 1970, pp. 33 y ss.; ídem, "Jurisprudencia sobre el leasing", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1987, pp. 647 y ss. (en la jurisprudencia *vid. ad ex.*, sin embargo, la STS de 10 de abril). *3.º)* Sin que falten tampoco los autores que prefieren calificarlo como una modalidad contractual compleja y atípica: *vid.* JIMÉNEZ DE PARGA, y DE GISPERT PASTOR, "La operación de leasing: ¿es una operación de crédito?", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 31, 1988, pp. 487 y ss., y en la jurisprudencia, *ad ex.*, la STS de 26 de junio de 1989. En la manualística prevalece esta última opinión: *vid.* así, *ad ex.*, PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, "Arrendamientos mercantiles", cit., pp. 563 y ss.; GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, "Los contratos de leasing...", cit., p. 312; CORTÉS, "Los contratos bancarios (I y II)", en AA.VV. (dir. Menéndez), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Ed. Civitas, Madrid, 2004, pp. 653 y 654. Para más información, además de la literatura precitada: SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, *Leasing...*, cit., pp. 109 y ss.

(46) Conformes: AGUILLAUME GANDASEGUI, "El ámbito de aplicación...", cit., p. 9; PERALES VISCASILLAS, *La morosidad...*, cit., pp. 54 y 55, y, aunque con referencia exclusivamente a la financiación de aeronaves, REDONDO, "Aplicación...", cit., pp. 4 y 5. Coincidimos con PERALES cuando señala que, en relación con el leasing, quedan sujetos a la LLCM tanto la compra del bien que realiza la empresa de leasing al vendedor-empresario o profesional como el subsiguiente arrendamiento financiero que la primera realiza al usuario, toda vez que en este último contrato concurren las exigencias subjetivas necesarias para la activación de la LLCM.

III. CONSECUENCIAS DE LA SOLUCIÓN PROPUESTA: EL CONTROL DE CONTENIDO DE ESTOS CONTRATOS EN CUANTO A APLAZAMIENTOS DE PAGO E INTERESES MORATORIOS

1. Planteamiento

El pleno sometimiento de los contratos de financiación a la LLCM determina la aplicación incondicionada de ésta a aquéllos, lo que afecta fundamentalmente al régimen de los aplazamientos de pago, por un lado, y a las consecuencias del retraso en el cumplimiento de la obligación de pago del precio, por otro. En lo que ahora interesa, sus consecuencias son las siguientes:

1.º) La fijación *ex lege* de un plazo de pago del precio aplicable en defecto de pacto entre las partes. Se mantiene la libertad de pacto para fijar el plazo de pago, aun cuando, como se verá, sometida a severas limitaciones. No obstante, en defecto de pacto, se prevé que éste será de treinta días desde la fecha en que el deudor haya recibido la factura o una solicitud de pago equivalente, y si el deudor recibe la factura o solicitud de pago antes que los bienes o los servicios, treinta días a contar desde la entrega de los bienes o la prestación de los servicios (art. 4 de la LLCM). Este plazo tendrá que ser respetado por los interesados, salvo que acuerden otra cosa que cuente con una justificación objetiva suficiente.

2.º) El establecimiento de un interés de demora a devengar automáticamente por el mero incumplimiento del plazo de pago pactado o del fijado legalmente, sin necesidad de aviso o interpelación alguna. Transcurrido el plazo para efectuar el pago (ya sea el pactado o, en su caso, el prevenido legalmente), el deudor queda obligado a abonar el interés de forma automática y, por tanto, sin necesidad de aviso de vencimiento ni intimación alguna por parte del acreedor (art. 5 de la LLCM). El tipo de interés será el acordado entre las partes (con sujeción, igualmente, a severas limitaciones) o, en su defecto, el aplicado por el Banco Central Europeo a operaciones de financiación, incrementado en siete puntos porcentuales (art. 7 de la LLCM). El acreedor tendrá derecho a los intereses de demora así cuantificados cuando concurran dos requisitos: que haya cumplido sus obligaciones legales y contractuales, y que no haya recibido a tiempo la cantidad debida, salvo cuando el deudor pueda probar que no es responsable del retraso (art. 6 de la LLCM).

3.º) El reconocimiento al acreedor del derecho a reclamar una indemnización por los costes del cobro. Para evitar que la morosidad pueda resultar rentable a los deudores, la LLCM establece que, junto con los intereses de demora, el acreedor tiene derecho a una indemnización por los costes de cobro que haya sufrido a causa de la morosidad, siempre que estén debidamente acreditados. Esta indemnización no podrá superar el 15 por 100 de la deuda, salvo en deudas inferiores a 30.000 euros, en cuyo caso el límite será la propia cuantía de la deuda (art. 8 de la LLCM).

4.º) El establecimiento de un verdadero sistema de control de contenido de las cláusulas abusivas en la materia, tanto si se trata de estipulaciones especialmente

negociadas y, por tanto, no generales, como si concurren en ellas los cuatro requisitos que delimitan material u objetivamente el ámbito de aplicación de la LCGC: contractualidad, predisposición, imposición y generalidad. Serán nulas e ineficaces las cláusulas dichas que se reputen abusivas.

El legislador es consciente de que "la libertad de contratar no debe amparar prácticas abusivas imponiendo cláusulas relativas a plazos de pago más amplios o tipos de interés de demora inferiores a los previstos en esta Ley" (Exposición de Motivos de la LLCM). Por eso otorga al Juez la facultad de modificar los acuerdos entre las partes contratantes si, valoradas las circunstancias del caso, resultan abusivos *para el acreedor*. Entre los factores que permiten al Juez valorar una cláusula como abusiva se alude, por ejemplo, a la existencia o no de alguna razón objetiva en el deudor para apartarse del plazo de pago y del tipo legal de interés de demora previstos en la LLCM, o a que la finalidad de la cláusula consista principalmente en proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor (art. 9 de la LLCM).

Como se advierte fácilmente, la LLCM trata de reforzar en lo posible la posición de la parte acreedora (*favor creditoris*), y por eso, aun cuando se confía inicialmente a la libertad de pacto entre los propios interesados la determinación de cuestiones tan cruciales como la de los plazos de pago y las consecuencias del retraso en el pago —tanto el meramente fáctico como el amparado en aplazamientos pactados de manera ilícita—, la propia Ley limita con llamativa severidad el margen dejado a los acuerdos entre las partes. El caso especial de los contratos de financiación exige que estas materias sean examinadas con algún detenimiento.

2. Control de contenido en materia de aplazamientos de pago e intereses de demora en los contratos de financiación: ¿queda espacio para el *favor debitoris*?

Corresponde, pues, primacía a los acuerdos alcanzados entre las partes en materia de aplazamientos de pago y consecuencias del retraso en éste, también en el caso de las operaciones financieras, en cuanto les resulta aplicable la LLCM, según hemos tratado de demostrar. Pero estos acuerdos habrán de quedar sometidos a la cláusula general de control de abusividad o de contenido que incorpora el art. 9 de la LLCM, y que debe ser ahora objeto de análisis sucinto, tanto en abstracto como en su aplicación concreta al caso de los contratos de financiación.

Conviene subrayar preliminarmente que lo que dispone el art. 9 de la LLCM no es que sean nulas e ineficaces por ilegales las cláusulas contractuales que se desvíen del modelo de regulación legal —esto sería un control de legalidad, de aplicación relativamente sencilla—, sino que lo serán —por *abusivas*— las que se separen de la regulación legal *sin una justificación suficiente y en perjuicio del acreedor.*

La construcción evoca la célebre doctrina de la eficacia ordenadora o *semiimperativa* de las normas del Derecho dispositivo (DE CASTRO) (47). Conforme a ella, como es sabido, las normas dispositivas reguladoras de los contratos y de cada tipo de contrato no son dadas para auxilio de descuidados y desmemoriados, sino que manifiestan la regulación normal, tienen una función ordenadora y un cierto carácter imperativo, de modo que no pueden ser desplazadas arbitrariamente, sin una razón suficiente (48). El resultado práctico de esta doctrina es una importante limitación fáctica del margen de actuación del principio de autonomía de la voluntad en aquellos ámbitos que cuentan con una regulación de carácter dispositivo, porque ya no bastará con que los interesados pacten de cualquier manera —mediante condiciones generales, pactos especialmente negociados, etc.— una regulación distinta, sino que será preciso que ésta cuente con una justificación suficiente. En esta ocasión, el modelo o patrón de regulación cuya modificación por las partes debe contar con una justificación objetiva y suficiente es el facilitado por la propia LLCM.

La *ratio* de la norma es sencilla: sabe el legislador que en determinadas circunstancias puede estar más que justificado el establecimiento de soluciones de origen convencional distintas de las que propone la Ley, y, para esos casos las permite, siempre que lo acordado entre las partes cuente con una justificación suficiente. Por consiguiente, se trata de posibilitar que los interesados acuerden una regulación distinta de la establecida legalmente, siempre que aquélla pueda considerarse justificada de acuerdo con las circunstancias, o, si se prefiere, salvo que, en función de las circunstancias, haya de reputarse abusiva (49).

Este art. 9 de la LLCM, en lo que ahora interesa, prohíbe las cláusulas —ya sean negociadas especial o individualmente (ap. 1), ya se encuentren recogidas en condicio-

---

(47) Así lo ha constatado la doctrina que ha prestado atención al art. 9 de la Ley 3/2004; *vid.*, en especial, ALBIEZ DOHRMANN, "El control de contenido de las cláusulas de morosidad en las operaciones comerciales. (A propósito del artículo 9 de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre)", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 103, julio-septiembre de 2006, pp. 209 y ss., y MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...*, cit., pp. 221 y ss., y 359 y ss.

(48) DE CASTRO Y BRAVO, "Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las Leyes", en *Anuario de Derecho Civil*, t. XIV, fascículo II, abril-junio de 1961, pp. 295 y ss., y, sobre todo, en lo que ahora interesa, pp. 333 y ss.; la misma idea, en el contexto de una aguda crítica a la concepción liberal del contrato, se encuentra en ídem, "Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad. La defensa de la competencia. El orden público. La proteccion del consumidor", en *Anuario de Derecho Civil*, t. XXXV, fascículo IV, octubre-diciembre de 1982, pp. 987 y ss.

(49) Así lo proclama de manera expresa la Exposición de Motivos de la LLCM (párr. 9.º): "(e)l plazo de exigibilidad de la deuda y la determinación del tipo de interés de demora establecidos en la ley son de aplicación *en defecto de pacto entre las partes*. Ahora bien, *la libertad de contratar no debe amparar prácticas abusivas* imponiendo cláusulas relativas a plazos de pago más amplios o tipos de interés de demora inferiores a los previstos en esta Ley, por lo que el juez podrá modificar estos acuerdos si, valoradas las circunstancias del caso, resultaran abusivos para el acreedor" (la *cursiva* es nuestra).

nes generales (ap. 3)— sobre la *fecha de pago o las consecuencias de la demora* que se desvíen de la regulación legal (arts. 4, 6 y 7 de la LLCM) en cuanto al plazo de pago, al tipo de interés moratorio o a los presupuestos de exigibilidad de este último, cuando tales cláusulas tengan *un contenido abusivo en perjuicio del acreedor* (art. 9.1, párr. 1.º, primer inciso de la LLCM).

De este modo se establece un verdadero *control de contenido* de tres concretos tipos de cláusulas (50). Y, además, el propio art. 9 —en el último inciso del párr. 1.º de su ap. 1 y en los párrs. 2.º y 3.º de éste— facilita algunas *claves o pistas* a fin de que el intérprete pueda formarse una idea cabal de cuándo una regulación diferente puede estar justificada y puede ser admitida, y cuándo no.

Pero por ahora conviene subrayar y reparar en la llamativa opción asumida por este precepto, al menos por una doble razón:

1.º) En primer lugar, porque no quedan sujetas a este control de contenido tan sólo las cláusulas contenidas en condiciones generales. También lo son las que hayan sido especialmente negociadas. Incluso, sistemáticamente, la cláusula general de control de contenido se formula primero respecto a estas últimas (ap. 1, párr. 1.º) y más tarde se extiende a aquéllas, o sea, a las contenidas en condiciones generales (ap. 3). No extraña ya que una norma jurídica establezca límites adicionales a los contenidos de regulación material recogidos en condiciones generales de la contratación y, en general, a cláusulas unilateralmente predispuestas e impuestas por uno solo de los contratantes. Pero no deja de sorprender que esos mismos límites se impongan incluso cuando se trate de cláusulas especial e indubitadamente negociadas entre los interesados, sobre todo si se tiene en cuenta que apenas seis años antes de la promulgación de la LLCM otro texto legal —la Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 1998 (en adelante, LCGC)— había juzgado inoportuno e innecesario someter a control de contenido las condiciones generales utilizadas en el tráfico negocial interempresarial, como se verá a renglón seguido (51).

2.º) En segundo lugar, porque, en contraste con la *pacata* LCGC, que renunció a instaurar mecanismos de control de contenido respecto de las condiciones generales utilizadas entre empresarios, esta LLCM no ha vacilado en reconocer que el principio de autonomía de la voluntad no siempre garantiza resultados justos, ni siquiera en la contratación *interempresarial*, como, por cierto, algunas voces manifestaron cuando

(50) Pero por eso mismo el precepto no es aplicable cuando estemos ante deudores de Derecho público, salvo que su actuación sea en régimen jurídico-privado.

(51) Al impacto que esta medida legal ha tenido en el Derecho preexistente ha prestado especial atención MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...,* cit., pp. 377 y ss.

se promulgó aquélla [52], y por tal razón no vacila en someter a control de contenido los tipos de cláusulas aludidos, aun cuando no se discuta que éstas hayan sido especialmente negociadas entre los interesados, y con más razón, como es natural, cuando no lo hayan sido.

Este peculiar control de contenido *ex* art. 9 de la LLCM sólo resulta operativo, sin embargo, con relación a dos tipos de cláusulas:

1.º) En primer lugar, las *cláusulas sobre fecha de pago*, es decir, *sobre aplazamientos,* que se desvíen en cuanto al plazo de pago de las prescripciones de la LLCM. Éstas se encuentran en el art. 4.2 de la LLCM, que establece, con carácter general, un plazo de 30 días, cuyas reglas de cómputo pueden variar en función de determinadas circunstancias.

Por tanto, la LLCM mantiene la libertad de pacto para fijar el plazo de pago, pero sometida a limitaciones. Y para el caso de que no haya pacto, la propia LLCM dispone que el pago habrá de producirse en el plazo de treinta días desde la fecha en que el deudor haya recibido la factura o una solicitud de pago equivalente, y si el deudor recibe la factura o solicitud de pago antes que los bienes o los servicios, treinta días a contar desde la entrega de los bienes o la prestación de los servicios (art. 4 de la LLCM). Esta regulación legal, formalmente supletoria, constituye el paradigma de juridicidad para la regulación convencional de esta materia, de modo que la desviación injustificada de ésta respecto a aquél se considera abusiva e ineficaz.

Así pues, una cláusula, ya sea especialmente negociada, ya esté contenida en una condición general, que, de manera directa o indirecta, establezca un plazo de pago mayor, se reputará abusiva a menos que resulte objetivamente justificada.

2.º) En segundo lugar, las *cláusulas sobre las consecuencias de la demora en el pago* en cuanto establezcan un tipo de interés de demora distinto del determinado legalmente o contravengan la formulación legal de los requisitos de exigibilidad del interés de demora (art. 6 de la LLCM).

En cuanto a lo primero, conforme al art. 7 de la LLCM, en defecto de pacto entre las partes (ap. 1), el tipo de interés de demora aplicable será "la suma del tipo de

---

[52] De ahí que desde algún sector, en el que nos incluimos, se manifestase ya en aquel momento que el control de contenido de las condiciones generales utilizadas entre empresarios podía hallar sustento en el recurso técnico de la analogía, dado que podía apreciarse en este punto la existencia de una laguna legal (*vid.* PAGADOR LÓPEZ, *Condiciones generales y cláusulas contractuales predispuestas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, sobre todo, pp. 220 y ss.); con razón se replicó a quienes así nos pronunciamos, que, en rigor, el examen del proceso legislativo que culminó con la promulgación de la LCGC ponía de relieve la inexistencia de laguna legal alguna que justificase el empleo de la analogía (así, MIQUEL, "Artículo 8", en AA.VV. (dirs. Menéndez y Díez-Picazo; coord. Alfaro), *Comentario de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación*, Civitas, Madrid 2002, pp. 454 y ss.); hoy, acaso la distinción entre *voluntas legis* y *voluntas legislatoris* y los cambios experimentados por la primera y puestos de manifiesto justamente por preceptos como este art. 9 de la LLCM o los arts. 38 y 41 de la Ley 15/2009, de 11 de noviembre, del contrato de transporte terrestre de mercancías puede revitalizar aquella propuesta de aplicación *ex analogia causa* del control de contenido también a las condiciones generales utilizadas entre operadores profesionales.

interés aplicado por el Banco Central Europeo a su más reciente operación principal de financiación efectuada antes del primer día del semestre natural de que se trate más siete puntos porcentuales" (art. 7.2, párr. 1.º), entendiéndose por aquél "el tipo de interés aplicado a tales operaciones en caso de subastas a tipo fijo. En el caso de que se efectuara una operación principal de financiación con arreglo a un procedimiento de subasta a tipo variable, este tipo de interés se referirá al tipo de interés marginal resultante de esa subasta" (art. 7.2, párr. 2.º), de modo que "(e)l tipo legal de interés de demora, determinado conforme a lo dispuesto en este apartado, se aplicará durante los seis meses siguientes a su fijación" (art. 7.2, párr. 3.º). El ap. 3 de este art. 7 encomienda al Ministerio de Economía y Hacienda *la publicación semestral en el BOE del* tipo de interés resultante por la aplicación de la norma contenida en el apartado anterior. En el momento de escribir estas líneas, conforme a la Resolución de 29 de diciembre de 2009, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se hace público el tipo legal de interés de demora aplicable a las operaciones comerciales durante el primer trimestre natural del año 2010, ese tipo asciende al 8 por 100 (53). En cuanto a lo segundo, es necesario, pero a la vez suficiente —sin que sea posible añadir ulteriores exigencias— con que el acreedor "haya cumplido y no haya cobrado" (art. 6 de la LLCM).

Además, el art. 9 de la LLCM ha tratado de facilitar algunas guías o criterios prácticos al intérprete con vistas a orientarle en la ejecución de este control de contenido y en la labor de concreción de lo que en cada caso debe reputarse abusivo e inadmisible. Al hacerlo, nuestro legislador ha volcado en el art. 9.1 de la LLCM materiales normativos procedentes de la Directiva 2000/35, y no sólo de su texto articulado (art. 3.3), sino también de su preámbulo (*Considerando* 19) (54).

En este sentido, por una parte, según pautas facilitadas por el Derecho de las condiciones generales, el último inciso del párrafo 1.º de este art. 9.1 de la LLCM exige que se tomen en consideración todas las circunstancias del caso, y añade algunas a título ejemplificativo: la naturaleza del producto o servicio, la prestación de garantías adicionales por el deudor o los propios usos vigentes (55).

Por otra parte, y entrando ya en el corazón del control de contenido, los párrafos 2.º y 3.º del art. 9.1 de la LLCM formulan los términos en que ha de ser practicado, siguiendo las pautas ya conocidas del Derecho de las condiciones generales. Como en

---

(53) *Vid.* en BOE de 1 de enero de 2010.

(54) *Vid.* al respecto MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...,* cit., pp. 392 y ss.

(55) Con la importante salvedad de que no se considera uso habitual del comercio la práctica repetida de plazos abusivos: en otro ámbito, esto ya había sido aclarado por el TS en la conocida Sentencia de 8 de abril de 1994, a propósito de las prácticas generalizadas en el sector de la contratación bancaria; ahora, la Exposición de Motivos considera (párr. 8.º) que uno de los cambios esenciales introducidos por la LLCM es justamente el desplazamiento de "los usos del comercio que hayan venido consagrando plazos de pago excesivamente dilatados, los cuales se verían sustituidos por las disposiciones de esta Ley", de modo que, en este contexto, la referencia a los usos ha de ser entendida "como un dato factual y objetivo que permite comparar la actuación de un operador con la situación del tráfico mercantil en cada momento".

éste, las cláusulas que se desvíen de lo prevenido en la propia LLCM se reputarán abusivas, a menos que estén objetivamente justificadas (párr. 2.º).

Es el deudor —de ordinario predisponente, si se trata de cláusulas recogidas en condiciones generales— el que soporta la carga de la prueba. Esto significa que, una vez comprobado que una o varias cláusulas establecen una regulación distinta de la sentada por la Ley, será el deudor el que deba acreditar que dicha regulación convencional cuenta con una justificación objetiva, idónea para enervar su declaración de abusiva. En otro caso, el Juez habrá de declarar su carácter abusivo.

La propia Ley trata de ilustrar acerca de las circunstancias que pueden ser tenidas en cuenta a estos efectos (párr. 3.º): no concurrirá justificación suficiente cuando la cláusula sirva "principalmente para proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor", pero sí podrá haberla cuando la cláusula se explique por razón de las condiciones de pago que a su vez disfruta —o soporta— el deudor. A estas cabe añadir otras posibles justificaciones objetivas, entre las que podemos incluir algunas de las llamadas *de manual* (56): así ocurre, por ejemplo, cuando se apoyen en un precepto legal, como sucede en los casos de las compras de ventas de bienes muebles a plazos (art. 3, párr. 1.º, Ley 28/1998, de 13 de julio, de Venta a Plazos de Bienes Muebles (57)) o en el caso del derecho a la retribución del agente comercial (art. 16 de la Ley 12/1992, de 27 de mayo, reguladora del Contrato de Agencia (58)) o cuando así resulte de la naturaleza de las cosas (como sucede con la obligación de devolución del principal en los casos de préstamo bancario de dinero y similares).

En efecto, en el caso de los contratos de financiación, como regla general la estipulación de largos aplazamientos de pago resultará objetivamente justificada en cuanto se relaciona inescindiblemente con la razón de ser del propio contrato, o, si se prefiere, en cuanto resulta de la naturaleza de las cosas. No en vano, como hemos anticipado, no nos parece irrazonable conjeturar que la inicial exclusión de este tipo de contratos del ámbito de aplicación de la disciplina combativa de la morosidad en el Proyecto de Ley fuese debida precisamente a la preocupación de su redactor por evitar que una aplicación torcida o indebida de la futura LLCM se tradujese en recortes injustificados del ámbito de autonomía de la voluntad en cuanto a los aplazamientos en las operaciones financieras.

---

(56) A las que alude expresamente la doctrina estudiosa del régimen legal represor de la morosidad: *vid.*, *ad ex.*, PERALES VISCASILLAS, *La morosidad de las operaciones...*, cit., pp. 287 y 288; asimismo, MIRANDA SERRANO, *Aplazamientos de pago...*, cit., pp. 397 y ss.

(57) Cuyo tenor es: "(a) los efectos de esta Ley, se entenderá por venta a plazos el contrato mediante el cual una de las partes entrega a la otra una cosa mueble corporal y ésta se obliga a pagar por ella un precio cierto de forma total o parcialmente aplazada en tiempo superior a tres meses desde la perfección del mismo".

(58) Por cuya virtud, "(l)a comisión se pagará no más tarde del último día del mes siguiente al trimestre natural en el que se hubiese devengado, salvo que se hubiere pactado pagarla en un plazo inferior".

A este respecto, sin embargo, se vislumbran modificaciones sustanciales en el régimen legal actualmente vigente. Cuando se escriben estas líneas, hay dos iniciativas legislativas destinadas a modificar la LLCM a fin de subsanar los problemas que su puesta en práctica ha revelado hasta el momento: una de ellas se ha incluido en el llamado Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible, promovido por el Gobierno durante el segundo semestre de 2009; la otra trae causa de la Proposición de Ley promovida por el Grupo Parlamentario Catalán en el Congreso, presentada en el mes de marzo de 2009, admitida a trámite en el mes de junio de ese mismo año (59) y aprobada con competencia legislativa plena por la Comisión de Industria, Turismo y Comercio del Congreso en la sesión celebrada el día 23 de marzo de 2010 (60). Pues bien, interesa ahora subrayar que esta última, tal y como ha sido aprobada por la mencionada Comisión, suprime la libertad de pacto entre las partes al menos respecto a los plazos de pago, de modo que resultan aplicables en todo caso las previsiones legales al respecto (61). Aun cuando no es posible ahora prever en qué desembocará esta iniciativa, la decisión legal de regular imperativamente los plazos de pago en todos los sectores a los que resulta aplicable la LLCM haría imprescindible el pronunciamiento legal expreso respecto a la aplicabilidad de sus normas al sector financiero, junto con la previsión, en caso afirmativo, de sometimiento a un régimen especial en cuanto a aplazamientos, dado que en este, como en otros sectores, la estipulación de plazos de pago más o menos dilatado no es expresión de ninguna práctica abusiva, sino que forma parte de la propia naturaleza de las cosas.

Por otra parte, como regla general, no habrá necesidad de llevar a cabo un control de contenido *en favor del acreedor* respecto de las estipulaciones alcanzadas en cuanto al interés de demora y otras consecuencias de la morosidad del deudor. En la generalidad de los casos, la entidad financiera será la *parte fuerte* del contrato, que se encargará de la redacción de las condiciones generales a él aplicables, y pondrá buen cuidado

---

(59) Respecto a ambas iniciativas, *vid.* MIRANDA SERRANO, y PAGADOR LÓPEZ, "La reforma del régimen legal contra la morosidad: ¿un avance en la represión de las malas prácticas de pago?", en *Revista de Derecho de la Competencia y la Distribución*, núm. 7, 2010, pp. 215 y ss.

(60) BOCG, Congreso, Serie B, núm. 169-16, de 19 de abril de 2010.

(61) Así se expresa en el Preámbulo de la Proposición de Ley, donde se afirma que "(...) resulta particularmente importante en la presente Ley, suprimir la posibilidad de 'pacto entre las partes', la cual a menudo permitía alargar significativamente los plazos de pago, siendo generalmente las Pymes las empresas más perjudicadas" (párr. 4.º), así como que el plazo de pago establecido legalmente "no podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes, con el fin de evitar posibles prácticas abusivas de grandes empresas sobre pequeños proveedores, que den lugar a aumentos injustificados del plazo de pago" [párr. 7.º; y así se proclama de modo expreso en la redacción propuesta para el artículo 7 (ap. 1, a), *in fine*: "Este plazo de pago no podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes"]. Éste fue, además, el sentido en que se pronunciaron los portavoces de los distintos grupos parlamentarios de la Comisión, con la única excepción del portavoz del Grupo Socialista (Diario de Sesiones, Congreso, Comisiones, núm. 499, de 23 de marzo de 2010, pp. 2 a 10 y 18 a 20); sin embargo, el propio texto aprobado por la Comisión sigue previendo un sistema de control de abusividad o contenido de los pactos alcanzados entre las partes sobre plazos de pago (art. 9, respecto del que se prevé la introducción de escasas modificaciones).

en imponer una regulación convencional de la morosidad del deudor que desaliente el incumplimiento de éste.

Ahora bien, podría suceder que el cometido de este control de contenido quedase ceñido a establecer límites *al alza*, en el sentido de imponer límites *por arriba* a los tipos de interés de demora que estos acreedores —beneficiarios también de la LLCM— pueden imponer a sus deudores. Piénsese en los frecuentes casos en que los acreedores bancarios incluyen en sus condiciones generales cláusulas de interés moratorio muy superiores al tipo determinado con carácter supletorio por el art. 7.2 de la LLCM. No se crea que hablamos de ciencia ficción. Según dijimos más arriba, en el momento de escribir estas páginas, el tipo de interés moratorio determinado conforme al art. 7.2 de la LMMC asciende al 8 por 100 (62), en tanto que no es inusual que el interés moratorio pactado en el ámbito de la contratación bancaria supere ampliamente la tasa del 20 por 100 y aun se acerque a la del 30 por 100 (63).

Esta solución interpretativa, pese a su razonabilidad, encuentra, no obstante, un obstáculo en la propia dicción del art. 9 de la LLCM, toda vez que éste es claro en disponer que el abuso objeto de control es unidireccional: sólo se reprime los pactos abusivos "en perjuicio del acreedor" (*favor creditoris*).

Empero, este impedimento no nos parece insalvable para la interpretación que hemos apuntado. La literalidad del precepto tiene una explicación evidente: comoquiera que el legislador se propone principalmente resolver dos problemas (morosidad y plazos de pago excesivos) que normalmente padecen los acreedores, es lógico que al diseñar el control de contenido opte expresamente por un enfoque unidireccional en el sentido antes advertido. Ahora bien, no encontramos ningún argumento que permita sostener que el abuso es menos nocivo cuando quien lo perpetra es el acreedor en perjuicio del deudor. De este modo, la LLCM, que no es tan sólo una norma protectora del débil sino también vertebradora del mercado, estableciendo en él reglas que doten de seguridad y agilidad a las transacciones mercantiles, bien podría ser objeto de una interpretación extensiva en este punto (*minus dixit quam voluit*), de manera perfectamente coherente con las metas de política legislativa indicadas. Precisamente en esa dirección apuntan algunas de las argumentaciones barajadas en los debates parlamentarios que desembocaron en redacción definitiva de la LLCM; en concreto, las dirigi-

---

(62) Resolución de 29 de diciembre de 2009, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se hace público el tipo legal de interés de demora aplicable a las operaciones comerciales durante el primer trimestre natural del año 2010, publicada en el BOE de 1 de enero de 2010.

(63) Por ejemplo, en la STS (Sala 1.ª; ponente: Corbal Fernández) de 23 de noviembre de 2009 se discutía si era aplicable la Ley Azcárate a una póliza de crédito; los hechos que dieron lugar al pleito comenzaron con la firma por los litigantes de diversas pólizas de crédito, en algunas de las cuales se pactaron intereses moratorios del 28 por 100, y, finalmente, un interés "ordinario" *(sic)* del 19 por 100 y un interés moratorio dado por ese interés "ordinario" incrementado en cuatro puntos, es decir, el 23 por 100; lo que interesa ahora subrayar, en cualquier caso, es que se trata de tipos de interés muy superiores al 8 por 100 establecido —para el primer semestre natural del año 2010— por el art. 7.2 de la LLCM.

das a suprimir la exclusión del ámbito de aplicación legal de las operaciones financieras, inicialmente prevista en el Proyecto de Ley (64).

De prosperar esta interpretación, sería posible sostener que el control de abusividad *ex* art. 9.1 de la LLCM también permite poner coto a los tipos de interés moratorio excesivos establecidos de ordinario mediante condiciones generales, habitualmente en el sector de la contratación bancaria y financiera. Esto supondría, además, un avance con respecto al régimen jurídico aplicable en esta materia, contenido sustancialmente en la Ley de represión de la usura o *Ley Azcárate* de 1908, preocupada tan sólo por combatir los abusos de gravedad extrema. A la vista de lo expuesto, cabría ver en este art. 9.1 de la LLCM una norma idónea para actuar en este tipo de operaciones como mecanismo legal de habilitación al Juez para intervenir moderando, en este caso a la baja, el tipo de interés moratorio consignado en la reglamentación negocial normalmente contenida en condiciones generales predispuestas por la parte acreedora (65).

Por otra parte, la Proposición de Ley presentada por Convergencia y Unión en el Congreso preveía la adición de un nuevo párr. 2.º al art. 7.1 de la LLCM, conforme al cual "(e)n ningún caso se podrá pactar un interés de demora inferior al interés legal del dinero incrementado en un 50 por 100". Aparentemente se perseguía así fijar un umbral mínimo de protección del acreedor en cuanto a intereses de demora, declarando la automática ilegalidad de los eventuales pactos que rebasasen por debajo la magnitud así cuantificada (interés legal incrementado en un 50 por 100). Se trataba de una previsión bienintencionada pero desacertada, por cuanto podía conducir a la práctica inoperancia del sistema de control establecido por el art. 9 de la LLCM (66). El texto de la Proposición aprobado en la Comisión no incluye ya esa previsión.

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES

En las páginas precedentes nos hemos ocupado de una cuestión controvertida, cual es la del sometimiento o no —y en qué términos— de los contratos de financiación a los dictados de la LLCM. Se trata de una *quaestio aperta* por la razón de que este texto legal, al acotar su ámbito de aplicación, no se ha pronunciado de modo expreso. Ya hemos advertido que la consideración del íter legislativo permite afirmar que el legislador quiso incluir los contratos de financiación en el ámbito de aplicación de la LLCM, y no porque hubiera problemas de excesivos aplazamientos de pago, sino con el propósito de proteger a los clientes frente a intereses de demora excesivos frecuentemente impuestos y utilizados por las entidades financieras.

Se podrá reprochar a nuestra propuesta interpretativa la debilidad de los argumentos en que se sustenta, y su abierta contradicción con la *ratio* inspiradora de la discipli-

---

(64) *Vid. supra* texto, II,1.

(65) Ésta sería, además, la solución más coherente con el —siempre a la vista en este ámbito— Derecho de las condiciones generales de la contratación, pues de lo que se trataría, a la postre, es de reprimir el abuso cometido por el predisponente en perjuicio del adherente, con independencia de la posición (acreedora o deudora) que uno y otro ocupen dentro de la relación obligatoria.

(66) En este sentido nos pronunciamos en MIRANDA SERRANO, y PAGADOR LÓPEZ, "La reforma...", cit. pp. 243 y ss.

na jurídica represora de la morosidad. No desconocemos, en efecto, que el *favor creditoris* conforma la columna vertebral de esta disciplina, que da cuenta de su propio nacimiento y existencia y explica su contenido material de regulación, como tampoco podemos sublimar la importancia de los argumentos vertidos y las discusiones habidas durante el trámite parlamentario de los textos legales. Al fin, ni siquiera las declaraciones efectuadas en las Exposiciones de Motivos de éstos resultan decisivas cuando se trata de interpretarlos, dado que, a esos efectos, se distingue entre *voluntas legislatoris* —plasmada en preámbulos de textos legales y relevante durante el trámite parlamentario— y *voluntas legis*, cambiante y adaptada a la realidad social y económica de cada momento, y se otorga preferencia a esta última. Pero no se negará que la interpretación aquí propugnada es conforme con el sentido institucional de la LLCM, en cuanto texto legal que propende a la ordenación de conductas en el mercado, más allá de la protección de los intereses de uno u otro grupo social, y, sobre todo, permite poner solución de manera justa a problemas sociales no menos acuciantes que el de la morosidad, cual es la imposición por parte de las entidades financieras de intereses moratorios, que, sin incurrir en usura *stricto sensu*, resultan a todas luces excesivos, máxime cuando la propia LLCM facilita un parámetro de lo que se considera justo en cuanto interés de demora (art. 7).

Y, de cualquier manera, lo anterior pone de manifiesto la considerable importancia de una correcta y completa acotación del ámbito de aplicación de las Leyes. La LLCM no puede ser considerada modélica desde este punto de vista. No se trata ya tan sólo del asunto que nos ha ocupado hasta ahora. Tampoco es tan claro como sería deseable el tratamiento que debe recibir la obligación de pago del precio documentada mediante títulos valores. En otro lugar hemos manifestado ya tanto nuestra crítica a la defectuosa dicción del art. 3.2.b) de la LLCM como nuestra confianza en que la aceptación de algunas de las enmiendas presentadas a la Proposición de Ley del Grupo Parlamentario Catalán permitiese subsanar esta deficiencia [67]. Lamentablemente, el texto aprobado por la Comisión de Industria, Turismo y Comercio revela que no ha sido así. ¡No siempre el legislador elige el mejor de los caminos! El tratamiento que la LLCM confiere a los contratos de financiación así lo confirma.

ADENDA

Estando en prensa el presente trabajo, ha sido promulgada la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley de Lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, que introduce relevantes modificaciones en el régimen legal de lucha contra la morosidad y los aplazamientos de pago abusivos. Ahora bien, ninguna de ellas afecta a los extremos fundamentales sobre los que versan estas páginas, de modo que las reflexiones y propuestas que en ellas se hacen siguen conservando plena validez tras dicho cambio legislativo.

---

[67] *Ibídem,* pp. 238 y ss.

LA CONTRATACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN PORTUGAL: El *"Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)"*

ANDRÉ DE SOUSA VIEIRA

Doctor en Derecho, Master en Derecho y en Economía Financiera
Profesor Asociado de la Universidad de Barcelona
Abogado asociado en Abreu Advogados

SOFÍA SANTOS MACHADO

LL.M. King's College (Londres)
Abogado socio en Abreu Advogados

RESUMEN

Por detrás del escenario de nuestra vida cotidiana existen incontables contratos de derivados que aseguran muchas de nuestras acciones y necesidades diarias. La crisis financiera internacional puso en tela de juicio la necesidad de regulación y supervisión de los mercados "Over The Counter" (OTC), cuyo volumen de contratación es muy superior al de los mercados regulados. A nivel regional, la "Consulta pública sobre posibles iniciativas para reforzar la resistencia de los mercados de derivados OTC" apela a una estandarización de la documentación de soporte utilizada en la contratación de dichos instrumentos financieros en pro de una mayor transparencia en el mercado. En esta línea, los participantes del mercado portugués han preparado conjuntamente un contrato marco fiel a los principios del mercado internacional, pero hecho a la medida de la normativa y realidad nacional, para utilización con contrapartes nacionales (particulares o empresas). El presente trabajo analiza el contrato marco portugués para instrumentos financieros derivados, cuya publicación está prevista para julio del presente año.

Palabras clave: *Instrumentos financieros, derivados, contrato marco, Portugal, utilizadores finales, CQIFD-OTC.*

ABSTRACT

Behind the setting of our daily lives exists numerous derivative contracts which ensure many of our daily actions and needs. The international financial crisis put into question the necessity to regulate and supervise "Over The Counter" (OTC) markets, whose trading volume is much larger than in regulated markets. On a regional level, the "European Commission Consultation on Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets" called for a standardization of the supporting documentation used when contracting these financial instruments in order to promote greater transparency in the market. Along this line, the participants of the Portuguese market have jointly prepared a framework agreement faithful to the principle of the international market, nevertheless tailored to the national regulations and reality, for use with national counterparts (individuals and companies). The present work analyses the Portuguese framework agreement for derivative financial instruments, which should be published in July of this year.

Key words: *Financial instruments, derivatives, master agreement, Portugal, final users, CQIFD-OTC.*

SUMARIO

I. ANTECEDENTES.
II. LOS PRIMEROS ESFUERZOS DE NORMALIZACIÓN CONTRACTUAL.

1. El grupo de trabajo del CQIFD-OTC.
2. La Asociación Portuguesa de Instrumentos Financieros Derivados (APIFD).

III. EL CQIFD-OTC.

1. Objeto, ámbito y estructura.
2. Reglas operacionales y obligaciones de pago.
3. Incumplimiento y resolución.
4. Cesión de la posición contractual y ley aplicable.
5. *Netting, close-out netting y set-off*.
6. El Anexo de Garantías.

IV. BREVE REFLEXIÓN FINAL.

I. ANTECEDENTES

Desde la aparición de los mercados *Over The Counter* (en adelante, "OTC") [1], las entidades de crédito portuguesas han utilizado los contratos elaborados por organizaciones especializadas internacionales (en particular, la documentación de la *International Swaps and Derivatives Association* —en adelante, "ISDA"—) [2], tanto para

[1] Mercados caracterizados por no contar con reglas específicas y donde, hasta muy recientemente, las partes eran quienes procedían, casi en exclusiva, a la liquidación en la fecha de vencimiento estipulada. *Vid.* SOUSA VIEIRA, A., "Titulización, Derivados de Crédito y Estructuras Sintéticas", Tesis doctoral dirigida por el Profesor Dr. Eduardo Polo, Universidad de Barcelona, junio de 2009, pp. 378 y ss.

[2] Téngase en cuenta que es usual que los bancos portugueses con actividad en España, al participar en la cobertura del tipo de interés de préstamos sindicados en España o cualquier otro tipo de operaciones de instrumentos financieros derivados, acepten el "Contrato Marco de Operaciones Financieras" (CMOF) al abrigo de la ley española. No obstante, a la luz de la controversia explotada por la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona (procedimiento 807/2008) —que a pesar del reconocimiento expreso de los instrumentos financieros derivados en el artículo 2 de la Ley

contrapartes nacionales como para contrapartes extranjeras. No obstante, la complejidad de dicha documentación ha suscitado un creciente rechazo por contrapartes nacionales, en especial, particulares y PYMES, aunque también ha habido casos de sociedades cotizadas en el índice bolsista portugués PSI20 que no han aceptado los términos estándares de los *ISDA Master Agreements.*

A nivel regional, en la zona euro, la *European Banking Federation* en cooperación con la *European Savings Banks,* preparó en 1999 el *European Master Agreement* (en adelante, "EMA") dirigido en su inicio sólo para operaciones de reporte y préstamos de títulos pero capaz de documentar operaciones de derivados (anexo de derivados) desde su enmienda en 2004. El objetivo de dicha iniciativa fue la tentativa de consolidar, de una forma general, los requisitos legales en materia de instrumentos financieros derivados en las distintas jurisdicciones europeas, substituyéndose los contratos marcos domésticos de cada estado miembro por un documento único. No obstante, pese a que, como se indicaba en el comunicado de prensa de su presentación (3), el EMA permitía a las partes estipular la legislación, jurisdicción e idioma aplicable e, incluso, adaptar algunos aspectos de su contenido al derecho interno de cada jurisdicción, no ha tenido gran éxito en la práctica europea y, en particular, en la portuguesa (4).

En este sentido, para contrapartes nacionales se hizo imperativo el establecimiento de un conjunto de condiciones marco debidamente estandarizado a la realidad jurídico-financiera portuguesa y donde, por encima de todo, se contemplasen los aspectos particulares de la realidad negocial de las entidades de crédito a operar en territorio nacional (5). Es más, en su comunicado y consulta pública sobre posibles iniciativas

---

24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, de la jurisprudencia y doctrina existente, bien como las Directivas comunitarias, ha negado el carácter independiente y autónomo de dichos instrumentos—, los Consejos de Administración de las entidades portuguesas estudian la posibilidad de, en el futuro, empezar a exigir la suscripción de contratos marco internacionales. Recordemos que en la citada sentencia —apartando la aplicación del régimen especial estipulado por el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública— se decide que los pagos que los pagos derivados de la liquidación del *swap* (documentado por un CMOF) son similares a intereses, por lo que, en el ámbito de un procedimiento concursal, deben ser calificados como créditos subordinados aplicándose el régimen general de intereses contemplado en la Ley 22/2003, de 9 de julio. *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BASCH, S., "Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swap-IRS*) no son intereses", *Diario La Ley,* núm. 7387, 2010.

(3) *Vid.* European Savings Bank Group, "Press release: European Master Agreement is published", 29 de octubre de 1999. Disponible en <http://www.savings-banks.org/Content/Default.asp?PageID=210>.

(4) En este sentido, *vid.* ARMSTRONG-CEFONTAINE, M., "The European Master Agreement: The Premature Death of a Mysterious Master?", *Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine,* Larcier, 2004, vol. 2, p. 939.

(5) Armonizando, por supuesto, dicha realidad territorial con la práctica y principios estándares definidos por las directrices de los mercados internacionales.

para reforzar la resistencia de los mercados de derivados OTC, de 3 de julio de 2009 (6), la misma Comisión Europea señalaba que una mayor estandarización tanto de los parámetros contractuales (cupones, precios, vencimiento) como de los tipos de contrato aumentaría la eficiencia y reduciría el riesgo operacional en este tipo de operaciones.

II. LOS PRIMEROS ESFUERZOS DE NORMALIZACIÓN CONTRACTUAL

1. El grupo de trabajo del CQIFD-OTC

Los primeros intentos de "estandarización" en Portugal se han llevado a cabo a nivel individual, es decir, ante dichas circunstancias, y sin una iniciativa conjunta de las entidades de crédito portuguesas para la elaboración de un contrato marco portugués, cada institución decidió preparar su propio "contrato marco" para documentar la contratación de instrumentos financieros derivados con contrapartes nacionales (personas físicas o jurídicas). Pero la medida tampoco fue eficaz para lograr una mayor transparencia en el mercado portugués. La avalancha de contratos dispares entre sí, hechos a la medida de cada institución, obligaba a los potenciales clientes tanto a proceder a un análisis previo de su estructura y condiciones como a negociar sus cláusulas caso a caso antes de su suscripción. Se desvirtuaba, así, su esencia en cuanto contrato marco.

No obstante, el primer esfuerzo para desarrollar un verdadero contrato marco portugués no fue puesto en marcha hasta noviembre de 2008. Consciente de las dificultades diarias a las que se enfrentaban los participantes del mercado portugués, el despacho luso *Abreu Advogados* organizó la creación de un grupo de trabajo multidisciplinar especializado. De él formaban parte los profesionales del Grupo de Instrumentos Financieros de dicho despacho, juristas y profesionales de los principales bancos portugueses, o con actividad en Portugal, con el apoyo de miembros de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la "Universidade Nova de Lisboa" y del Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad de Barcelona.

Primero se analizaron las experiencias en la contratación de instrumentos financieros derivados a través del "contrato marco" de cada entidad, para, en un segundo momento, proceder a la elaboración de un contrato marco único donde se regularan las condiciones que rigieran un contrato de derivados financieros compatible con el negocio de todas las entidades y debidamente adaptado a las reglas del derecho portugués. El contrato resultante debía ser coherente con la realidad portuguesa y no una traducción al portugués de los estándares internacionales.

Además de los contratos marco internacionales, el grupo de trabajo analizó la experiencia de países cercanos al ordenamiento jurídico portugués, en particular el

---

(6) *Vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Commission Consultation on Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets,* 3 de julio de 2009.
Disponible en <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm#>.

contrato marco alemán para contrapartes nacionales ("*Rahmenvertrag für echte Finanztermingeschafte*") y el contrato marco español ("Contrato Marco de Operaciones Financieras" o "CMOF") (7). En el caso concreto del CMOF, se tuvo particular atención a la reciente experiencia en su utilización tanto con contrapartes institucionales (8) como con particulares (9).

De todo el trabajo realizado, surgió un contrato marco para su utilización exclusiva entre las entidades de crédito y sus clientes, ya fueran personas físicas o jurídicas. El lenguaje era técnico pero, a la vez, más claro y sencillo, para que sus clientes, incluidos los potenciales, conocieran con mayor precisión los efectos y riesgos de las

---

(7) Para un análisis del CMOF, entre otros, *véase*, DÍAZ RUIZ, E., "Contrato Marco de Operaciones Financieras elaborado por AEB", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* núm. 67, 1997, pp. 993-996; ROSSELL I PIEDRAFITA, C., *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap,* Bosch, Barcelona, 1999, p. 169. Asimismo, para un estudio de la primera generación de contratos marco españoles (FRACEMM y SWAPCEMM) *vid.* DÍAZ RUIZ, E., "El contrato de swap", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* año núm. 9, Núm. 36, 1989, pp. 733-806; SOUSA VIEIRA, A., "Titulización, Derivados de Crédito y Estructuras Sintéticas", *op. cit*, p. 463 y ss., GÓMEZ CÁCERES, D. y LÓPEZ ZABALLOS, J.M., *Riesgos financieros y operaciones internacionales,* ESIC Editorial, Madrid, 2002, p. 135-147 y SANZ CABALLERO, J.I., *Régimen jurídico de los productos derivados*, Marcial Pons, Madrid, 2000, pp. 174-176.

(8) Véase, entre otras, la Sentencia de 28 de septiembre de 2009, del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona (procedimiento 807/2008), donde, al determinar el tratamiento y clasificación en el procedimiento concursal de los créditos derivados de las permutas financieras de intereses, se decide que el contrato de swap de intereses había de seguir la clasificación que correspondía al contrato al que estaba vinculado (contrato de crédito) en el momento de la declaración del concurso, determinándose que los créditos que el concursado había de recibir como consecuencia de la liquidación eran intereses, por lo que habían de ser clasificados como subordinados en los términos del apartado 3 del artículo 92 de la Ley Concursal. Muy recientemente, con el objetivo de homogeneizar la práctica sobre el reconocimiento y la clasificación concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros realizados en el marco de un acuerdo de compensación contractual entre la entidad de crédito y el concursado (en tanto no existan resoluciones de tribunales superiores), los jueces de los Juzgados de lo Mercantil de Barcelona han publicado un entendimiento. *Vid.* "Tratamiento concursal de los créditos derivados de instrumentos financieros confirmados en el marco de un acuerdo de compensación contractual" en *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 20, 2010, pp. 563-572. No obstante, muy recientemente DÍAZ RUIZ y RUIZ BASCH han publicado un estudio donde concluyen, en nuestra opinión, muy acertadamente que "las cantidades cuyo pago se generan en virtud del swap no pueden recibir la calificación de intereses ni serles de aplicación la normativa concursal sobre éstos". *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BASCH, S., "Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés *(interest rate swap-IRS)* no son intereses", *op. cit.,* p. 1.

(9) Entre otras, véase la Sentencia núm. 80/2009 de la Audiencia Provincial de Jaén, sección 3.ª, de fecha 27 de marzo de 2009, sobre nulidad del CMOF suscrito entre un particular y una entidad de crédito, declarando el juez que esta última no había cumplido con el deber informativo que exige la legislación española vigente, pues no constaba que se le hubiera proporcionado al cliente la documentación necesaria, por ser parte integrante del contrato, para conocer el verdadero objeto o contenido del mismo. En este sentido, *vid.* MARTÍNEZ ESPÍN, P., "Comentario a la sentencia de la AP de Jaén, sección 3.ª, de fecha 27 de marzo de 2009, sobre la nulidad de contrato marco de operaciones financieras", Nota jurisprudencial núm. 15, (Centro de Estudios de Consumo de la Universidad de Castilla-La Mancha), Disponible en <http://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/notasJurisprudencia/financiacion/15.pdf>.

operaciones que contrataban, teniendo en cuenta, en particular, su clasificación como minorista o profesional [10].

Paralelamente, con el fin de lograr una mayor seguridad jurídica en el tráfico mercantil portugués, se propuso la constitución de una asociación portuguesa de derivados para fomentar el conocimiento en materia de instrumentos financieros derivados en Portugal para todos los participantes en el mercado (donde se incluyen las empresas y los particulares).

Por otro lado, para evitar situaciones similares a las vividas en España en la actualidad [11], en pro de la uniformización tan reivindicada por el Banco Central Europeo y de una mayor seguridad jurídica, se decidió que, entre operaciones realizadas entre instituciones financieras, se seguirían utilizando los contratos marco internacionales sujetos a la ley inglesa o del Estado de Nueva York.

2. La Asociación Portuguesa de Instrumentos Financieros Derivados (APIFD)

El *Contrato-Quadro de Instrumentos Financeiros Derivados* ("CQIFD-OTC"), versión final del documento, se cerró en junio de 2009 y actualmente se encuentra en período de aprobación por la administración de las entidades participantes. No obstante, el grupo decidió mantener su formación. A este efecto, se ha constituido la Asociación Portuguesa de Instrumentos Financieros Derivados (*Associação Portuguesa de Instrumentos Financeiros Derivados*, en adelante "APIFD"), cuya finalidad principal es el mantenimiento y puesta al día del CQIFD-OTC. El grupo de trabajo quedará inserto en el seno de la "APIFD" y los derechos de propiedad intelectual en el "CQIFD-OTC". Todos los documentos producidos en su seno serán registrados a su nombre en el Registro de Propiedad Intelectual portugués y puestos a disposición de todos los interesados, gratuitamente, en el futuro sitio web de la Asociación. La utilización del CQIFD-OTC es libre y voluntaria pero, siguiendo la mecánica del CMOF, la denominación "CQIFD-OTC" queda condicionada a la utilización del contrato marco en su integridad.

Asimismo, la APIFD ha definido en sus estatutos sociales que su objeto social comprenderá, entre otros: la participación en consultas públicas realizadas por los órganos de supervisión; la cooperación con asociaciones nacionales e internacionales de mercados financieros; la organización de acciones formativas, incluyendo el apoyo a la formación universitaria en materia de instrumentos financieros derivados; la publicación anual de una revista en formato digital con artículos jurídicos y económicos elaborados por sus asociados y/o estudiosos de estas materias; el fomento del desarro-

---

[10] Se ha tenido especial atención a la legislación vigente respecto al llamado espacio MIDIF, como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y sus normas de desarrollo, la Directiva 2006/76/CE, y el Reglamento CE 1287/2006.

[11] *Vid.* nota al pie núm. 3.

llo del mercado nacional de instrumentos financieros derivados, y la divulgación a sus asociados de la normativa que afecte la negociación de instrumentos financieros derivados.

Cabe señalar que la APIFD está abierta a todos los participantes en el mercado de derivados que quieran asociarse a ella, ya sean entidades de crédito o bien usuarios finales (*end users*). Al día de hoy, el procedimiento de constitución de la Asociación ya ha sido puesto en marcha y se espera que su registro se efectúe a lo largo del mes de julio.

III. EL CQIFD-OTC

1. Objeto, ámbito y estructura

El CQIFD-OTC se compone de 12 apartados, 43 cláusulas y 2 anexos. El primer apartado está dedicado a la identificación de las partes: los datos de la entidad de crédito y de su contraparte. En el segundo apartado se regula su objeto y ámbito, estipulándose que es de aplicación a todos los contratos individuales (operaciones) de instrumentos financieros derivados celebrados entre las partes en base al contrato marco [(12)]. Al amparo del CQIFD-OTC las partes podrán celebrar los siguientes contratos individuales: contratos de futuro sobre tipos de interés (*fras —forward rate agreement—*), permutas financieras (*swaps*) [(13)] de tipos de interés o divisa, operaciones cambiales a plazo, opciones sobre tipos de interés o divisa, permutas financieras y opciones de materias primas. A su vez, se contempla una cláusula que abarca cualquier

---

(12) Los instrumentos financieros derivados son reconocidos expresamente en el núm. 1 y el apartado 2 del núm. 2 de la Ley del Mercado de Valores portuguesa (*Código dos Valores Mobiliários*) al estipular que todas las referencias a instrumentos financieros deben ser entendidas de forma a comprender: (i) los valores negociables y las ofertas sobre los mismos; (ii) los instrumentos del mercado monetario (excepto los medios de pago); (iii) los instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito (derivados de crédito); (iv) los contratos diferenciales; (v) las opciones, futuros, *swaps*, los contratos diferenciales a plazo y/o cualesquiera otros tipos de derivados relativos a (a) valores negociables, tipos de interés o divisa, rentabilidad, índices o indicadores financieros, con liquidación física o en efectivo; (b) mercancías, cambios climáticos, tarifas de flete marítimo, licencias de emisión, tasas de inflación o cualesquiera otras estadísticas económicas oficiales liquidadas en efectivo (aunque por opción de una de las partes); (c) Mercancías liquidadas físicamente desde que son negociadas en mercados reglamentados o sistema de negociación unilateral; (d) Mercancías negociadas sin finalidad comercial, siempre que tengan las características de instrumentos financieros derivados estipuladas en el artículo 38 del Reglamento (CE) núm. 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto, y (e) cualquier contrato de instrumentos financieros derivados estipulado en dicho Reglamento. Para un estudio sobre el régimen jurídico de los instrumentos financieros derivados en Portugal, *vid.* ENGRÁCIA ANTUNES, J., *Os instrumentos financieros,* Almedina, Coimbra, 2009, pp. 145 y ss.

(13) Hemos utilizado indistintamente los términos "permuta financiera" y "swap", pero concordamos con DÍAZ RUIZ y RUIZ BASCH al decir que "aunque el término *swap es de origen inglés, se halla tan extendida su utilización en la práctica financiera española y europea [como es el caso de la normativa y doctrina portuguesa] que se comprende incluso mejor que la, por otra parte, mala, traducción española de permuta financiera"*. *Vid.* DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BASCH, S., "Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés *(interest rate swap-IRS)* no son intereses", *op. cit.,* p. 1.

otro tipo de contrato, al estipular que "las partes podrán celebrar en base al contrato marco cualquier contrato de instrumentos financieros derivados, incluyendo los contratos diferenciales, los instrumentos para la transferencia del riesgo de crédito y contratos a plazo relativos a valores negociables, índices financieros, mercancías, licencias de emisión y tarifas de flete marítimo".

En sus estipulaciones 2.4 a 2.9, con el objetivo de mantener la arquitectura de los estándares internacionales, se define la siguiente estructura contractual: (i) Contrato marco; (ii) Anexo 1, donde las partes podrán complementar o modificar el texto del contrato marco; (iii) Anexo 2- Garantías, y (iv) Confirmaciones, donde las partes celebrarán los contratos individuales con las condiciones particulares de cada operación, al amparo del contrato marco. Se establece el principio de la unidad negocial al estipular que, una vez firmados, todos los documentos se celebrarán sobre la base de que el CQIFD-OTC y todas las Confirmaciones integran un acuerdo único, un único negocio jurídico. Debe destacarse que, en el apartado segundo, se pone de manifiesto el verdadero carácter de contrato marco del CQIFD-OTC al definir que su celebración no determina, por sí misma, la obligación de las partes de celebrar operaciones sobre instrumentos financieros derivados.

Como veremos en el apartado siguiente, el objetivo de dicho principio es posibilitar que el CQIFD-OTC se beneficie del acuerdo de compensación contractual (o en su acrónimo inglés, *netting*) previsto en el "*Decreto-Lei 70/97*", de 3 de abril de 1997 (en adelante, "DL 70/97"), ante el procedimiento concursal de una de las partes, evitando que la liquidación de las operaciones se haga de forma individualizada, permitiendo al concursado utilizar la técnica conocida en la práctica internacional como *cherry picking*, es decir, escoger las operaciones que pretende dejar vigentes (las que le resulten beneficiosas) y aquellas que quiere resolver (las que presenten resultados negativos para él) (14).

Por último, se añade que el contrato marco entrará en vigor en la fecha de su firma y será de aplicación todos los contratos individuales que las partes determinen, es decir, todas las operaciones acordadas entre las partes: (i) con anterioridad a su celebración; (ii) a partir de su firma; o (iii) a las operaciones detalladas en el Anexo 1, permitiendo, en este caso, que las partes limiten el ámbito de aplicación del contrato marco. Las reglas sobre la duración y denuncia del CQIFD-OTC vienen definidas en su apartado 11, que estipula que surtirá efectos hasta que cualquiera de las partes notifique a la otra por escrito, mediante carta registrada con acuse de recibo, su deseo de darlo por terminado. La denuncia producirá efectos en el día natural siguiente a la fecha de envío de la notificación. No obstante, si las partes tienen operaciones no vencidas, la denuncia sólo producirá efectos en la fecha de vencimiento de la última operación suscrita al amparo del CQIFD-OTC.

---

(14) *Vid.* SOUSA VIEIRA, A., "Titulización, Derivados de Crédito y Estructuras Sintéticas", *op. cit*, pp. 444 y ss. Para un estudio más detallado de los acuerdos de compensación contractual en Portugal, *vid.* SANTOS MACHADO, S., "Netting and collateral under the law of Portugal", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* num. 29, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, abril de 2008. Disponible en <www.cmvm.pt>.

2. Reglas operacionales y obligaciones de pago

En el apartado 3 se estipula un conjunto de reglas operacionales sobre la contratación de operaciones de instrumentos financieros derivados. En él, y siguiendo la práctica de los mercados internacionales, se estipula que las operaciones vincularán a las partes a partir del momento en que sus términos esenciales queden acordados verbalmente, autorizándose las partes recíprocamente, y a dichos efectos, a proceder a la grabación de todas las comunicaciones telefónicas mantenidas. Una vez acordada una operación en dichos términos, la entidad de crédito queda obligada al envío por escrito de un resumen con los términos estipulados (vía fax o e-mail) y, confirmado por el cliente, las partes suscribirán la respectiva Confirmación.

A su vez, en el apartado 4 se regulan las obligaciones de pago entre las partes, determinando que la cuenta para el cumplimiento de las obligaciones de las partes quedará identificada en el Anexo 1, y se establece que la parte que incumpla cualquier obligación de pago se verá obligada a satisfacer intereses sobre el importe vencido y no satisfecho a la otra parte, previo requerimiento a tal efecto, al tipo de interés EONIA (*Euro Overnight Index Average*), acrecidos del 4 por 100 en concepto de cláusula penal. No obstante, si la moneda del importe vencido fuera distinta del euro, se utilizará el tipo de interés internacional correspondiente.

El apartado quinto contiene una serie de declaraciones que, pese a que no sean tradición jurídica portuguesa (y, en este sentido, si un juez portugués tuviera que pronunciarse sobre ellas puede que no las tuviera en cuenta), se hacen las partes al estilo anglosajón.

3. Incumplimiento y resolución

La regulación de los supuestos de incumplimiento y resolución se incluyen en el apartado sexto. Interesa destacar el acaecimiento en cualquier momento respecto a una parte de los siguientes supuestos: (i) incumplimiento de cualquier obligación de pago o entrega a su fecha de vencimiento o de cualquier otra obligación contractual; (ii) incumplimiento de obligaciones con autoridades portuguesas o terceros; (iii) procedimiento concursal (presentación) por cualquiera de las partes; (iv) supuesto de resolución derivado de una fusión en el caso de la capacidad crediticia de la entidad resultante, superviniente o destinataria de la transmisión fuese sustancialmente inferior, y (v) disminución de las garantías prestadas por cualquiera de las partes.

En el séptimo apartado se estipulan las reglas relativas a la compensación, conviniendo que, ante una situación de incumplimiento y resolución, todas las cuantías a pagar pueden ser objeto de compensación (obligación única). A continuación, en las siguientes estipulaciones, se determinan las reglas de dicha compensación única de todas las operaciones (contratos individuales). Asimismo, se establece que, si en las fechas de pago estipuladas por las partes, la cuenta determinada por el cliente a dichos efectos no tuviera liquidez suficiente, la entidad de crédito queda habilitada a debitar la diferencia en otras cuentas que el cliente tuviera abiertas en el banco o, inclusive, compensar los valores en falta con cualquier otro crédito que el cliente tenga sobre la

entidad de crédito. También en el apartado 7 se definen las reglas sobre la efectividad de las notificaciones y otras comunicaciones, dependiendo del medio utilizado.

Por otra parte, en orden a facilitar las comunicaciones entre las partes, en el apartado 8 se estipulan las reglas sobre los gastos advenidos del incumplimiento del contrato marco por una de las partes (la parte incumplidora). En el apartado siguiente, se determinan las reglas para comunicaciones o notificaciones entre las partes. Cabe destacar: (i) la obligación de que éstas se realicen por escrito (fax, e-mail o correo); (ii) la utilización del portugués como el idioma predefinido, pudiendo, no obstante, recurrir al inglés ante la imposibilidad de utilizar el portugués; (iii) las partes deberán enviar las comunicaciones para los contactos indicados por éstas en el Anexo 1. Asimismo, se estipula que cualquiera de las partes podrá, mediante notificación a la otra, cambiar sus datos.

4. Cesión de la posición contractual y ley aplicable

El apartado 10 define la regla de cesión de la posición contractual asumida por las partes, determinándose que ésta queda condicionada al consentimiento previo por escrito de la otra parte. En este punto nótese que los "contratos marco" de algunas entidades de crédito estipulaban que quedaba expresamente autorizada a ceder el contrato, o cualquier obligación resultante de éste, sin el consentimiento expreso de la otra parte. No obstante, el grupo de trabajo entendió que, por una cuestión de uniformidad y estandarización, se debía mantener la regla utilizada por los contratos internacionales.

Por cuestiones operacionales y con el objetivo de simplificar el CQIFD-OTC, el grupo de trabajo convino que, en una primera fase, cada entidad utilice sus modelos de Confirmación para cada uno de los contratos/operaciones que las partes pueden celebrar al amparo del CQIFD-OTC, enumeradas en la cláusula 2.3, bien como las definiciones de soporte a cada uno de dichos contratos individuales. No obstante, por una cuestión de coherencia y uniformización, en el primer apartado del contrato, se definen diversos términos que se repiten a lo largo del contrato.

Acaba el CQIFD-OTC definiendo en su apartado 12 que se regirá y se interpretará de acuerdo con la legislación portuguesa.

5. *Netting, Close-out netting y set-off*

Una cuestión central en los contratos de derivados es la operabilidad de las llamadas cláusulas de *close-out netting* y de los mecanismos de *set-off*. A continuación analizaremos a grandes rasgos las opciones seguidas en el CQIFD-OTC.

Dentro del concepto general de compensación (*netting*) es necesario distinguir dos situaciones, práctica común en los contratos internacionales y seguidas de cerca por el CQIFD-OTC: (i) el *payment netting* y (ii) el *close-out netting*. Ambos son instrumentos contractuales que contribuyen a la reducción del riesgo de crédito entre las partes —el riesgo de la contraparte de no cumplir con sus obligaciones en la fecha

de vencimiento o en un momento posterior—, permitiendo compensar posiciones deudoras con posiciones acreedoras (15).

El *close-out netting* opera, en general, en un escenario de resolución anticipada de las operaciones (contratos individuales) ante una situación de incumplimiento, resultando en el apuramiento de importe de liquidación (el *montante de cancelamento* en la terminología del CQIFD-OTC).

El *payment netting* opera durante el curso regular de las operaciones, permitiendo compensar posiciones deudoras con posiciones acreedoras debidas en la misma fecha y en la misma divisa, reduciéndose también el riesgo de liquidación (cláusula 4.4 del CQIFD-OTC). Además de reducir la exposición al riesgo de liquidación y al riesgo de crédito de la contraparte, el *payment netting* permite limitar los costes administrativos (costes de transferencia y comunicaciones) y los costes asociados al mantenimiento de los fondos depositados y a la obtención de fondos para efectuar la liquidación de una transacción. Las ventajas del *payment netting* provienen de la reducción del número y del volumen de pagos a efectuar entre las partes: (i) reduciendo los costes de transferencia; (ii) evitando posibles errores administrativos, y (iii) facilitando en consecuencia el procedimiento de reconciliación de transferencias (16).

Al igual que los contratos estándares internacionales, el CQIFD-OTC no pretende ser, tan sólo, un clausulado estipulado previamente por las partes que se aplicará a los contratos individuales celebrados posteriormente dotados de un carácter autónomo e individual. Al contrario, el CQIFD-OTC constituye una condición de celebración del contrato para que distintas operaciones sean concebidas como parte de una única relación negocial (cláusula 2.4 del CQIFD-OTC). El objetivo de dicha unidad negocial es, como adelantamos en el apartado 3.1 *ut supra*, permitir que ante una situación de incumplimiento y vencimiento anticipado de los distintos contratos individuales (operaciones) celebrados, se calcule un único importe de deuda. Se pretende, pues, impedir que, ante una situación de insolvencia, el administrador concursal pueda optar por el incumplimiento o no de los contratos bilaterales celebrados por el concursado en un momento anterior a la declaración del concurso. O sea, la regla general es que el administrador concursal pueda optar por el cumplimiento de los contratos que entienda favorables a la masa concursal (17).

El DL 70/97 establece un régimen excepcional para los contratos sobre instrumentos financieros, admitiendo expresamente que la compensación operada por la parte incumplidora es oponible a la masa concursal y a sus acreedores. De esta forma,

---

(15) *Vid.* SANTOS MACHADO, S., "Close-out Netting e Set-Off", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* num. 28, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, diciembre de 2007.

(16) *Idem.*

(17) Optar por el incumplimiento de los contratos individuales en los que el concursado estuviera *in-the-money* —situaciones donde el concursado tenía montantes a recibir— y optar por la resolución de los contratos en los que el concursado estuviera *out-of-the-money* —donde tenía montantes a pagar—. *Vid.* artículo 102 de la Ley concursal portuguesa ("*Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas"*) respecto a los contratos bilaterales donde no exista total.

las partes, al abrigo del principio de libertad contractual (expresamente contemplado en el artículo 405 del Código Civil portugués), sujetan la validez del contrato a la condición de que todas las operaciones sobre instrumentos financieros entre sí celebradas (en el ámbito del CQIFD-OTC) se entenderán consolidadas en un único negocio jurídico. El DL 70/97 constituye una opción clara entre la protección de los acreedores comunes y la integridad y eficiencia de los mercados financieros, habiendo optado claramente por la salvaguarda de estos últimos.

La validez y eficacia de este tipo de cláusulas (liquidación por compensación o *close-out netting*) es reconocida en el artículo 7 de la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, cuando éstas se encuentren incluidas en contratos *estándar* asociados a la prestación de garantías financieras. De hecho, como señala dicho artículo, "Los Estados miembros garantizarán que toda cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente pueda surtir efectos conforme a sus estipulaciones: a) aunque se inicien o prosigan procedimientos de liquidación o medidas de saneamiento con respecto al garante o al beneficiario, y/o b) pese a cualquier pretensión de afectación, embargo judicial o de otra índole, u otra disposición sobre o con respecto a los citados derechos".

Así, en la actualidad, no existe en el ordenamiento jurídico portugués ningún obstáculo a que las partes estipulen que una situación concursal constituye una situación de incumplimientos y que la contraparte pueda terminar todos los contratos individuales pendientes, por cuanto el DL 70/97 expresamente contempla el referido régimen especial para los acuerdos de compensación contractual tanto para sociedades mercantiles como para instituciones de crédito/financieras.

El CQIFD-OTC estipula un listado de situaciones de incumplimiento que, tras la notificación de la parte no incumplidora a la parte incumplidora, pueden conllevar al vencimiento anticipado de todas las operaciones (contratos individuales) que en ese momento estén en vigor entre las partes al amparo de éste, accionándose los mecanismos previstos en su cláusula 7.2. En la letra de la Ley (DL 70/97) se opera una compensación entre las obligaciones contraídas entre las partes (compensación oponible a la masa concursal y a sus acreedores), existiendo apenas lugar al pago de la diferencia.

Como hemos referido, el DL 70/97 ha venido expresamente a admitir la validez de las cláusulas de *close-out netting* estipuladas en los contratos financieros sobre instrumentos financieros y su eficacia cuando una de las partes sea declarada insolvente o sea objeto de una medida de saneamiento. Es de señalar que, incluso si la parte incumplidora es una institución de crédito o sociedad financiera, en los términos del DL 70/97, la cláusula de compensación, efectuada en los términos previstos en el CQIFD-OTC, es válida y eficaz.

Tanto en la Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito (en adelante, "Directiva 2001/24/CE"), como en la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (en adelante "Directiva 2002/47/CE"), se impone la obligación de que los Estados miembros reconozcan la aplicabilidad del *close-out netting* (en la versión portuguesa

cláusulas de compensação por vencimiento anticipado y en la versión española cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente). Ambas Directivas ya se encuentran transpuestas al derecho interno portugués a través del *Decreto-Lei 199/2006*, de 25 de octubre (en adelante, "DL 199/2006"), y del *Decreto-Lei 105/2004*, de 8 de mayo (en adelante, "DL 105/2004"), respectivamente.

En los términos del CQIFD-OTC, incluso aunque el *montante de cancelamento* (importe de liquidación) calculado sea debido a la parte incumplidora, la obligación de pago se mantiene, es decir, no existe en estas situaciones la posibilidad de aplicabilidad de la "excepción de incumplimiento", conocida en el lenguaje de los mercados financieros como *walk away clause.* Tales cláusulas funcionan como verdaderas cláusulas penales, pues permiten a la parte no incumplidora no efectuar el pago del importe de importe de liquidación calculado, cuando éste le sea debido. La utilización de este tipo de cláusulas está indirectamente restringida por cuanto su utilización imposibilita que las instituciones de crédito procedan al cálculo de los fondos propios con referencia al valor líquido de su exposición a la contraparte [18].

Asimismo, el CQIFD-OTC estipula que la extinción de la deuda puede operarse a través de la compensación de otros créditos existentes entre las partes no resultantes directamente de las operaciones celebradas a su amparo (cláusula 7.3.10). Se trata de la llamada compensación voluntaria, en el ámbito de la cual las partes pueden estipular que la extinción de las deudas operará incluso aunque no se verifiquen la totalidad de los requisitos exigidos por la compensación legal —en un procedimiento designado como *set-off*—. No obstante, cabe señalar que, en los términos del DL 70/97, ante un escenario de insolvencia tan sólo será oponible a la masa concursal y a los demás acreedores la compensación operada relativamente a créditos emergentes en el ámbito del CQIFD-OTC, y no de cualquier otro crédito derivado de otras relaciones contractuales entre las partes (la descrita práctica de *set-off*).

En suma, es posible concluir que el CQIFD-OTC adopta las mejores prácticas internacionales en materia de *netting, close-out* y *set-off,* sacando provecho del régimen legal portugués, que confiere actualmente un grado de seguridad jurídica imprescindible para el funcionamiento eficiente del mercado de derivados.

6. El Anexo de Garantías

No quisiéramos terminar el presente artículo sin dejar unas breves notas sobre el Anexo de garantías ("Anexo 2 - Garantías). Al suscribir el CQIFD-OTC las partes pueden determinar *ab initio* cuáles son las garantías aplicables a los contratos individuales que las partes suscribirán en base a éste, o determinar que serán pactadas entre las partes para cada contrato individual y especificada(s) en el texto de cada una de las Confirmaciones.

---

[18] *Vid.* Aviso del Banco de Portugal 5/2007, Parte 7, núm. 2, letra c).

Aparte de las garantías tradicionales —pagaré (con o sin aval), hipoteca y fianza [19]— el Anexo II del CQIFD-OTC, estipula el conjunto de reglas aplicables a la constitución de una *conta margem* (cuenta en efectivo) o de una *conta de títulos* (cuenta de títulos). Tanto en la cuenta en efectivo como en la cuenta de títulos se remite para el régimen de la garantía financiera estipulado en DL 105/2004, que, como hemos señalado anteriormente, ha transpuesto para el ordenamiento jurídico portugués la Directiva 2002/47/CE.

La prestación de este tipo de garantías es común entre instituciones financieras para la cobertura del riesgo de crédito en sus contratos de derivados (documentadas, por lo general, a través del *Credit Support Annex* del *ISDA Master Agreement*). No obstante, su utilización con contrapartes usuarios finales de derivados (*final users*), en especial en Portugal, es todavía poco común en virtud: (i) del coste asociado para el cliente (que quedaría obligado a asignar parte de su liquidez para la prestación de garantías), y (ii) de los medios operacionales exigidos a la institución de crédito (y al cliente) para garantizar una supervisión constante de su exposición, y en consecuencia proceder a la realización de las "llamadas de colateral" (*collateral margin calls*) a tiempo, es decir, siempre que el valor del mercado de las operaciones contratadas esté por encima del límite mínimo objeto de cesión estipulado entre las partes (*treshold*) y, cuando dicho valor es alcanzado, al valor de los activos entregados en garantía.

Los montantes depositados en la cuenta en efectivo son alienados fiduciariamente en garantía del banco, siempre que el cliente sea una sociedad mercantil, dado que el DL 105/2004 estipula un elenco cerrado de entidades que pueden ser partes en este tipo de contratos, excluyéndose las personas físicas.

En el caso de la cuenta de títulos, el Anexo de Garantías ha optado, atendiendo al tipo de destinatario preferencial de este contrato marco, por contemplar la constitución de una prenda en garantía financiera, y no la alienación fiduciaria en garantía. De esta forma, el cliente queda privado de sus derechos de voto, sobre el dividendo o intereses (según aplicable). Igualmente, tampoco se prevé la concesión del banco de cualquier derecho de disposición, que, si hubiese sido contemplado, tendría obligatoriamente estar previsto contractualmente, en los términos del artículo 9 del DL 105/2004. Como es sabido, en la práctica internacional (e incluso, en la práctica seguida en el CMOF) la prenda es considerada una cesión de pleno derecho y, en consecuencia, supone la trasmisión al receptor de la plena propiedad y dominio de los valores negociables cedidos, quedando aquél tan sólo con la obligación de restituirle, en la fecha de liquidación, valores fungibles de igual valor y especie. No obstante, el grupo de trabajo entendió que, de cara a la realidad nacional, no era justificable una cesión de pleno derecho. Debemos señalar también que si el contrato es suscrito entre una entidad de crédito y un particular, la prenda queda regulada por el Código Civil portugués, no gozando de lo dispuesto en la normativa portuguesa especial sobre garantías financie-

---

[19] Para un estudio de las garantías tradicionales en Portugal, *vid.* ROMANO MARTÍNEZ, P., y FUZETA DA PONTE, P., *Garantias de cumprimento,* Almedina, Coimbra, 2006, y TELES DE MENEZES LEITÃO, L.M., *Garantias das obrigações,* Almedina, Coimbra, 2006.

ras —el Decreto-Ley 105/2004, de 8 de mayo de 2004—, por cuanto, a diferencia de su homólogo español (el Real-Decreto Ley 5/2005) [20], su ámbito de aplicación, fiel al texto propuesto por la Directiva que transpone [21], no contempla contratos celebrados con personas físicas.

No obstante, el CQIFD-OTC ha contemplado la posibilidad de que, ante una situación de incumplimiento, la entidad de crédito haga suyos los activos, beneficiandose así de la excepción a la validez del pacto comisorio introducida por el DL 105/2004.

Asimismo, por cuanto ambas cuentas (efectivo y títulos) están abiertas en el banco contraparte del CQIFD-OTC, la Ley portuguesa es de aplicabilidad a la regulación de dichas garantías, aunque los valores negociables dados en garantía hayan sido emitidos por entidades extranjeras. El DL 105/2004 adopta como norma de conflictos que la ley aplicable será siempre la ley del Estado en el que esté situada la cuenta en la que se ha inscrito el registro de la garantía [22] de conformidad con los requisitos relativos a la celebración del contrato (admitiéndose como prueba el registro en cuenta) [23] y del tipo de activos admitidos (efectivo y instrumentos financieros) estipulados en el artículo 5 del citado diploma.

El CQIFD-OTC beneficia en su integridad el régimen establecido por el DL 105/2004 al admitir en su artículo 17 refuerzos de la garantía (garantías complementarias), siempre que (i) el valor de las operaciones esté por encima del valor de los activos anteriormente prestados en garantía (conocido como *top up of collateral*), y (ii) la reducción de garantías en un escenario inverso, no pudiendo la validez de tales garantías ser cuestionada por el hecho de que la "llamada de colateral" haya tenido lugar en el día de la apertura del procedimiento de liquidación o de la adopción de medidas de saneamiento, o en un período anterior a la apertura de tal procedimiento estipulado en la ley concursal portuguesa conocida como *periodo de suspeição* o, en castellano, período sospechoso (apartando así la aplicabilidad de las reglas relativas a la resolución de actos en beneficio de la masa concursal estipulados en el artículo 121

---

[20] Recordemos que, en el caso español, para que el Real-Decreto Ley sea aplicable, una de las partes del contrato tiene que ser una entidad de crédito [artículo 3.a) y artículo 4.1.c), mientras que la otra puede ser una persona jurídica o física (artículos 4.2 y 4.3). Para un mayor detalle de la regulación de las garantías financieras en el ordenamiento jurídico español, entre otros, *vid.* ZUNZUNEGUI, F., "Una aproximación a las garantías financieras", *Revista del Derecho del Mercado Financiero,* Working Paper 2/2006, diciembre, 2006, y VEIGA COPO, A.B., "Garantías financieras vs. garantías fiduciarias, o cómo sustraerse a la vis concursal", ICADE, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales,* núm. 73, enero-abril de 2008, pp. 43-83.

[21] En el apartado 2 del artículo 1 de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002, determina las categorías en las que tanto el beneficiario como el garante deberán estar incluidos y, en su letra e), se imposibilita que una de las contrapartes sea "una persona distinta de una persona física, incluidas las entidades colectivas sin forma societaria, siempre que la otra parte sea una institución de las que se definen en las letras a) a d)".

[22] *Vid.* artículo 21 del DL 105/2004.

[23] *Vid.* artículo 7 del DL 105/2004.

del *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*). Dedicamos una nota final para señalar que el CQIFD-OTC no estipula situaciones de substitución de activos a pedido del cliente y, atendiendo a su destinatario, el CQIFD-OTC tan sólo regula la prestación de margen por parte del cliente.

IV. BREVE REFLEXIÓN FINAL

El CQIFD-OTC fue diseñado a la medida de la realidad portuguesa y facilitará la contratación de instrumentos financieros derivados con contrapartes portuguesas, contribuyendo a una estandarización de la práctica nacional y, en consecuencia, a una reducción de los riesgos de contratación. A ello se suma que, por primera vez en Portugal y con el objetivo de fomentar la transparencia del mercado, todos los usuarios o estudiosos de estas materias podrán participar activamente y conjuntamente en su desarrollo a través de su afiliación a la APIFD o del seguimiento de su actividad.

Se espera que el CQIFD-OTC se implante en la práctica habitual de las instituciones financieras portuguesas para operaciones sujetas al derecho portugués celebradas con contrapartes residentes en Portugal, sobre todo con particulares y PYMES. Para operaciones con entidades extranjeras y/o operaciones del mercado interbancario las entidades de crédito portuguesas seguirán utilizando la documentación contractual de las organizaciones internacionales.

LAS GARANTÍAS "AUTOLIQUIDABLES": PROBLEMÁTICA DE SU EJECUCIÓN EN EL MARCO DEL PROCESO CONCURSAL EN EL DERECHO ARGENTINO

MAURICIO BORETTO [1]

Doctor en Derecho y Ciencias Sociales Universidad Nacional de Córdoba, Argentina

RESUMEN

La necesidad de tutelar el crédito con garantía autoliquidable no es incompatible con la protección de los demás sujetos involucrados en el proceso concursal. Los acreedores con garantía autoliquidable deben cumplir con la carga de verificar el crédito, debido a que, encontrado un vicio o defecto en la constitución de la garantía, debe ordenarse restituir a la masa los fondos percibidos con más los accesorios legales; este resultado no podría evitarse si no existiese el debido control de legitimidad por parte del iudex (con la colaboración del síndico y del resto de los acreedores) durante el trámite verificatorio. Ahora bien, sin perjuicio de la necesidad de pedir la verificación de su acreencia, el acreedor con garantía autoliquidable no debe esperar al dictado de la sentencia verificatoria (art. 36 ley concursos), pudiendo ejecutar la garantía extrajudicialmente en los términos de la legislación específica (arts. 587 del Código de Comercio argentino; leyes argentinas de warrant, *de prenda con registro; de fideicomiso número 24.441); para luego rendir cuentas en los términos del artículo 23 de la ley de concursos.*

Palabras clave: *Garantía constitucional de la defensa en juicio de la persona y de sus derechos. Juicio ejecutivo. Garantía autoliquidables o de ejecución privada. Prevención del daño ante el fenómeno de la autoliquidación. Proceso concursal. Verificación de créditos.*

ABSTRACT

The need to safeguard the security self-liquidating loan is not incompatible with the protection of other parties involved in the bankruptcy process. Creditors with a self-liquidating security must verify the loan because, if a flaw or defect is found during the constitution of the guarantee, repayment of funds and interests to the mass should be ordered; this result could not be avoided if there were no proper control of legitimacy by the iudex (with the collaboration of the liquidator and other creditors) during the process of verification.

However, despite the need to request verification of the credit, the creditor with self-liquidating security should not have to expect the judgement (art. 36 Insolvency Act) and should be entitled to enforce the security out of court (articles 587 of the Argentine Commercial Code, Warrant Act, Registered pledge, etc.); and further report back in terms of article 23 of the Bankruptcy Act.

Key words: *Security self-liquidating loan; bankruptcy; Argentine insolvency law.*

---

[1] Doctor en Derecho y Ciencias Sociales por la Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. Tema de tesis: "Las garantías autoliquidables como instrumento de tutela del crédito". Directora de tesis: Aída Kemelmajer de Carlucci. Miembros del Tribunal de Tesis: Francisco Junyent Bas, Daniel Pizarro y Ricardo Silberstein. Calificación: Diez puntos (10), Sobresaliente, con recomendación de

SUMARIO

I. PUNTO DE PARTIDA.
II. INTENTO CONCEPTUALIZADOR DE LAS "GARANTÍAS CON AUTOEJECUCIÓN".
III. SURGIMIENTO DE LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES.

1. El fenómeno de la autoliquidación. Sus variantes.

1.1. Garantías autoliquidables reguladas legislativamente
2.2. Garantías autoliquidables no reguladas legislativamente

2. El fenómeno de la autoliquidación y el ejercicio del derecho de defensa del ejecutado.

IV. LA "PREVENCIÓN" DEL DAÑO ANTE LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES.

1. Garantías autoliquidables en las cuales existe intervención jurisdiccional.
2. Garantías autoliquidables en las cuales "no" hay intervención jurisdiccional.

V. CONCLUSIÓN.
VI. LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES Y PROCESO CONCURSAL.

1. Aspectos que caracterizan al proceso concursal y al Derecho concursal en general.

1.1. Preliminares.
1.2. Principios que informan el proceso concursal.
1.3. Período informativo en el proceso concursal.
1.4. Verificación tardía.

---

publicación. Especialista en Sindicatura Concursal y Entes en Insolvencia. Título otorgado por la Universidad Nacional de Cuyo (2000-2001). Especialista en Docencia Universitaria. Título otorgado por la Universidad Nacional de Cuyo (2000-2001). Especialista en Derecho de Daños. Título otorgado por la Universidad Nacional del Litoral y la Universidad Nacional de Cuyo (2003-2006). "XI Premio de Derecho Privado CASTÁN TOBEÑAS", edición 2008, otorgado por la Academia Aragonesa de Jurisprudencia y Legislación (España). Premio joven jurista edición 2007 otorgado por la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba. Profesor de Derecho Privado VIII (Títulos y Concursos) y Derecho Privado IV (Contratos) de la Facultad de Derecho y Profesor de Introducción al Derecho Privado de la Facultad de Ciencias Económicas, en ambos casos de la Universidad Nacional de Cuyo.

2. Proceso concursal y garantías autoliquidables.

2.1. Opinión de la Doctrina.
2.2. Posición de la Jurisprudencia.
2.3. Nuestra opinión.
2.4. Opinión del suscripto: conclusión.

VII. CONCLUSIÓN.

I. PUNTO DE PARTIDA

En la República Argentina, calificada doctrina extiende la garantía constitucional del debido proceso legal (art. 18 de la Constitución Nacional), pensada originariamente para el derecho penal, al ámbito privado patrimonial negocial. En este sentido, se ha afirmado sin hesitación que "Ningún habitante de la Nación podrá ser *penado* o *ejecutado en sus bienes* sin juicio previo fundado en ley" (2).

Es más, jurisprudencia de la Corte Federal argentina ha reafirmado la importancia del principio de bilateralidad procesal desde la óptica de la cosa juzgada, negando la existencia de esta última si falta el contradictorio (3).

A mayor abundamiento, el art. 75 inc. 22.º de la Constitución Nacional argentina se ha incorporado con máxima jerarquía normativa a la Convención Americana de Derechos Humanos. En virtud de dicho tratado (art. 8.º), toda persona tiene el derecho humano a tener un proceso justo y a que termine en un tiempo razonable.

Ante este panorama doctrinario, jurisprudencial y normativo —que en principio impondría la necesidad de realizar las garantías crediticias con *previa* intervención jurisdiccional en virtud de la cual el deudor pueda ser oído y ejercer sus medios de defensa— estudiar las garantías autoliquidables es necesario pues, como regla, en este tipo de garantías, el deudor no es oído ni puede ejercer sus medios de defensa en la misma ejecución privada que se le sigue en su contra; cabe, pues, preguntarse si las garantías autoliquidables no son inconstitucionales por importar una renuncia anticipada de un derecho irrenunciable como es el de defensa en juicio del deudor.

Así las cosas:

— ¿Cómo es posible que las garantías autoliquidables hayan sido, sin más, consentidas por los operadores económicos, por los juristas, y por quienes

(2) CLARIÁ OLMEDO, J., *Derecho Procesal, Conceptos fundamentales,* t. 1, Buenos Aires, Depalma, 1989, p. 68.

(3) Corte Suprema de Justicia de la Nación, 19 de febrero de 1971, "Campbell, Davidson v. Provincia de Buenos Aires", revista argentina *Jurisprudencia Argentina,* 11/1971/231.

ejercen la función jurisdiccional como si constituyeran un fenómeno jurídico-económico que viene dado de la realidad negocial y que debe aceptarse como tal?

— ¿Cómo se explica que estas garantías ganen cada vez más terreno en el "mundo de los negocios" sin que se cuestione su legitimidad constitucional?

En general, ni la doctrina ni la jurisprudencia explican por qué las garantías con autoejecución no son inconstitucionales a pesar de que, a la luz del art. 18 de la Norma Fundamental y de algunos Tratados Internacionales, *prima facie* no respetarían el derecho de defensa del deudor.

En su mayoría, autores y jueces, analizan y estudian directamente las garantías autoliquidables como instrumento de ejecución patrimonial, sin preguntarse si es legítimo y justo que se acometa contra la propiedad del ejecutado soslayando la oportunidad de que sea oído de manera previa dentro de la misma ejecución extrajudicial impetrada en su contra.

Es más, llama la atención que la moderna doctrina y jurisprudencia ni siquiera se pregunte si desde la óptica constitucional el juicio ordinario posterior a la ejecución es una alternativa eficaz para la protección de los derechos del deudor, ejecutado extrajudicialmente.

Sin embargo, este interrogante sí se lo formuló prestigiosa doctrina procesalista de la primera hora, y contestó negativamente. Dijo PODETTI en forma contundente: "Un proceso en el cual el demandado no pudiera ejercitar sus defensas, sería claramente contrario a la garantía aludida. La circunstancia de que el ejecutado pueda iniciar luego un proceso de repetición por la vía ordinaria, no elude la violación constitucional, ya que el 'juicio' sin audiencia y sin posibilidad de controversia, no sería tal y sus consecuencias nunca podrían ser totalmente reparadas mediante el proceso posterior" (4).

Ante esta laguna de fundamentos justificativos por parte de los autores modernos, básicamente desde el punto de vista del Derecho Constitucional y Procesal argentino, creemos necesaria nuestra investigación, pues es menester desentrañar el alcance y proyección de la garantía del debido proceso legal —propia del ámbito penal— en el área privada patrimonial negocial. En consecuencia, se requiere dilucidar si el "conocimiento judicial anterior a la ejecución" es una exigencia que sólo rige para la esfera penal, o si, por el contrario, tampoco puede ser postergado en el ámbito privado patrimonial.

II. INTENTO CONCEPTUALIZADOR DE LAS "GARANTÍAS CON AUTOEJECUCIÓN"

Entendemos que las garantías autoejecutables son medios de ejecución patrimonial bajo la forma de negocios de garantía, en los cuales:

---

(4) PODETTI, R., *Tratado de las ejecuciones,* 2.ª ed., t. VII-A, segunda parte, "El proceso ejecutivo típico", capítulo VI, Buenos Aires, Ediar, 1968, p. 108.

a) la *ley* (v. gr.: warrants, ley 928 de 1878 y ley 9643 de 1914 de la República Argentina; prenda con registro "privada", art. 39 del decreto-ley 15.348/46, ratificado por ley 12.962 y modificado según decreto 897/95 de la República Argentina; prenda comercial común, art. 585 Código de Comercio argentino; etc.) o la *autonomía de la voluntad de los particulares ejercida al amparo de la ley* (art. 1197 del Código Civil argentino) (v. gr.: garantías a primera demanda) asignan a ciertas convenciones o negocios jurídicos de garantía efectos análogos a los de una sentencia judicial (equiparación de títulos ejecutivos judiciales y de títulos extrajudiciales);

b) de tal manera que los títulos extrajudiciales y privados que sustentan esos negocios jurídicos de garantía son susceptibles de agotar autónomamente el contenido de la función jurisdiccional, esto es, llevar a cabo la ejecución forzada sin que ella haya sido precedida —dentro del propio trámite autoliquidativo— de un etapa de conocimiento judicial. Se prescinde así de una etapa de tales características *dentro* del propio trámite privado de autoejecución patrimonial que lleva adelante el acreedor, en el cual el deudor y/o tercero garante pueda ser oído (ofrecer prueba, oponer defensas, excepciones, alegar sobre el mérito de la prueba ofrecida, etc.), y

c) la ejecución de la garantía por el acreedor tiene carácter extrajudicial o privada; sea mediante la realización, venta o enajenación privada de la cosa dada en garantía; o, alternativamente, a través de la estimación de su valor según un precio objetivo de mercado y su adjudicación automática al acreedor o a un tercero; o bien, mediante la satisfacción directa del crédito por parte del garante previa notificación por el acreedor del incumplimiento en el que incurriera el deudor, como ocurre en la garantías a primer requerimiento (en las que no se realiza cosa alguna).

En consecuencia, no obsta a la calificación de autoejecutable el hecho de que pueda existir "alguna" intervención jurisdiccional. Tal es el caso de las *garantías a primer requerimiento,* en las cuales se han admitido las medidas cautelares de prohibición de pagar contra el garante en aquellos casos en los cuales el deudor —ordenante— invoca y acredita fehacientemente la existencia de abuso o fraude manifiestos por parte del beneficiario al reclamar la ejecución de la garantía. Lo mismo podemos decir con respecto al "secuestro" en la prenda con registro privada, materializado a los efectos de entregarle al acreedor la "cosa pignorada" —que estaba en manos del deudor— para que la remate privadamente.

Así las cosas, quedan comprendidas en el concepto de autoejecutables, entre otras, las siguientes garantías:

— el warrant (ley 928 y ley 9643, ambas, de la República Argentina),
— la prenda con registro privada (decreto-ley 15.348/46, ratificado por ley 12.962 y modificado según decreto 897/95 de la República Argentina),
— la prenda comercial común (arts. 580 y 585 del Código de Comercio argentino),
— el fideicomiso de garantía (ley 24.441 de la República Argentina),

— las garantías a primera demanda (art. 1197 del Código Civil argentino),
— los depósitos en caución o *back to back* o depósito bancario en garantía o *escrow accounts* (principalmente regulados por las normas del Banco Central de la República Argentina (LISOL – "Liquidez y solvencia"), difundida por la comunicación A 3918, complementadas por el Código Civil argentino y el Código de Comercio argentino), y
— la cesión de créditos en garantía (arts. 583 y 586 del Código de Comercio argentino y art. 1197 del Código Civil argentino).

III. SURGIMIENTO DE LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES

ALEGRÍA explica "que la necesaria recurrencia a la actuación judicial previa o la exigencia de formalidades especiales para la ejecución de la prenda (dentro de un proceso judicial o fuera de él) no resuelven hoy eficazmente los problemas específicos que se pueden presentar. Así la subasta judicial o el remate público no aseguran el mejor precio objetivo de los bienes (y en verdad no podría exigirse ese resultado). Por el contrario, esos procedimientos necesariamente conllevan demoras y costos que, lamentablemente, inciden sobre aquel a quien pretenden proteger. Las demoras, en particular, en cuanto permiten que se sigan devengando intereses y el crédito aumente; los costos, porque a veces insumen gran parte de lo que realmente se obtiene en subastas o remates" (5).

La idea del juicio previo a la ejecución patrimonial ha generado, según algunos autores, una tremenda desprotección al crédito, pues la duración del proceso —que tiene por fin la declaración de certeza de la voluntad legal— ha actuado en desmedro de una rápida tutela; la consecuencia más importante de esta realidad es el encarecimiento del crédito, de los bienes y servicios, la disminución de la calidad de vida de los miembros de la comunidad y, en última instancia, la ausencia de competitividad de su economía.

Refiriéndose al Código de Comercio italiano de fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX, un autor sostuvo que la venta judicial —que presupone el *juicio previo*— es la más dañosa a los intereses del comercio, porque la intervención de la autoridad judicial, con toda la secuela de formalidad que tiene detrás, puede retardar mucho el día en que el acreedor reciba el pago del crédito y se reembolse de todo lo que ha gastado por causa de la prenda. Éste no es, por cierto, el modo de alentar las operaciones de crédito (6).

La actividad económica moderna habría impuesto, entonces, la necesidad de optimizar la utilización de los recursos y/o factores de la producción, forjando una importante variedad de instrumentos y mecanismos de crédito que tratarían de brindar res-

(5) "Las garantías autoliquidables", *Revista de Derecho Privado y Comunitario,* Santa Fe, Rubinzal Culzoni, núm. 2, pp. 160 y 161.

(6) VIDARI, E. *Corso de Diritto Commerciale,* 5.ª ed., t. 5, Milán, Hoepli, 1904, p. 92.

puesta a las necesidades de los operadores económicos, especialmente, el empresario moderno, brindándole nuevas alternativas para el mejor desarrollo de sus emprendimientos y un más fácil acceso al crédito.

Se advierte un profundo cambio en las condiciones socioeconómicas; se hace hincapié en la necesidad de acordar especial protección a los derechos patrimoniales, garantizando a los capitales que deciden financiar actividades productivas o de servicios, seguridad y facilidad en la generación y percepción de utilidades que reditúen los emprendimientos que promuevan. La tutela del crédito ha venido a adquirir así una superlativa trascendencia como factor de desarrollo económico.

La necesidad de inmediatez en la efectivización de los reclamos y cierta constatación en la inseguridad jurídica, que resultaría de la demora en el reconocimiento judicial del derecho y la ejecución de la sentencia judicial, habrían generado nuevos requerimientos de seguridad, que aparecen en esta llamada *lex mercatoria* o usos del comercio internacional (7).

Esta circunstancia es la que habría originado la idea de independizar la ejecución del conocimiento judicial, autorizando a cierta especie crediticia a obtener su realización aun sin que medie juicio previo a la agresión patrimonial que fije los hechos y declare el derecho que le es aplicable, procediéndose directamente a la etapa ejecutiva.

Se reclama mayor efectividad, más rapidez, más agilidad, mayor rigor; lo que trae como consecuencia menos márgenes defensivos, como así también, el desplazamiento de la actividad jurisdiccional por la extrajudicial y privada del acreedor, a quien se le reconocen nuevas potestades: ejecutar por sí el bien objeto de la garantía, aprobar sus propias liquidaciones, entregar bienes y transferir el dominio de éstos sin control judicial alguno.

Si el deudor o el tercero garante quieren "quejarse", deberán instar un proceso amplio de conocimiento donde puedan denunciar los excesos del acreedor y obtener la reparación de los daños.

QUEVEDO MENDOZA (8) explica que la nueva realidad económica impuso la necesidad de repensar el "punto de equilibrio" entre el interés, revalorizado en la protección incondicionada del crédito, y el resguardo, aunque dentro de modestos límites, de la integridad patrimonial de los sujetos pasivos de tales créditos, localizado en una situación intermedia entre el predominio de la absoluta precedencia del conocimiento a la ejecución (principio romanista) y la apertura a una franca inversión de esos términos en casos específicos (principio germano, conservado en el Derecho franco). El mismo autor destaca que, en el Derecho argentino, el legislador nacional parece francamente dispuesto a relocalizar el punto de equilibrio fijado por las legislaciones

---

(7) RICHARD, E.H., "La garantía a primera demanda y el crédito stand by" en *Derecho mercantil contemporáneo,* obra dirigida por PIAGGI, A.I. y ESTOUP, L.A., Buenos Aires, La Ley, 2001, p. 283.

(8) "Título ejecutivo y Constitución", *Revista de Derecho Procesal,* núm. 2001-1, Procesos de ejecución 1, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, pp. 15 y ss.

procesales, inclinando la balanza a favor del interés en la tutela rápida del crédito; entre otras formas, a través del incremento de la recaudación fiscal, con miras a combatir el enorme déficit de las finanzas públicas que aconsejan el montaje de una estructura para el cobro urgente de los créditos fiscales, remitiendo el ejercicio del derecho de defensa del agobiado contribuyente a un momento posterior a la satisfacción de aquél, a la vez que autoriza a los órganos estatales de recaudación a proceder a una tutela privada —extrajudicial— del crédito. Cita como ejemplo en esta dirección el decreto-ley 15.348/46, ratif. ley 12.962 y modif. decretos leyes 6810/63 y 6817/63 de la República Argentina (art. 39) y ley 9644 de la República Argentina (art. 22), la ley 24.441 de la República Argentina (tutela del crédito hipotecario), ley 25.239 de la República Argentina (modificatoria de la ejecución fiscal) y la ley 25.248 de la República Argentina (reglamentario del contrato de leasing), normas que responden a la idea de simplificar hasta el extremo el cobro judicial de los créditos que provienen de actividades particularmente protegidas como factores primordiales de reactivación económica o del ejercicio del poder impositivo estatal (9).

En esta misma línea argumental, señala con certeza KAMINKER (10) que la gradual captación del intercambio de bienes y servicios por la actividad privada y la mayor fluidez del comercio internacional, unidas a la creciente bancarización, determinaron la necesidad de una más ágil generación de instrumentos aptos para dar mayor seguridad a las transacciones y celeridad a su actuación judicial. Como respuesta a estos requerimientos de la actividad económica, fueron apareciendo en la constelación de los títulos ejecutivos nuevas modalidades de generación, que no requieren, sino en modo pretérito y por vía de autorización contractual abierta, la intervención del deudor. Reconocen esta génesis el certificado de saldo de deuda en cuenta corriente bancaria, el título complejo base de la ejecución de deuda emergente del uso de tarjetas de crédito, así como —en algunos aspectos— la factura de crédito. En tales casos, la intervención personalizada en la creación del título está a cargo de funcionarios de los organismos de créditos públicos y privados. Adquiere así relevancia la actividad desarrollada en este aspecto por los contadores y gerentes de bancos, equiparable, *mutatis mutandi*, a la hasta entonces reservada a los agentes públicos autorizados a suscribir certificados de deuda fiscal aptos para franquear la vía de apremio. De ello se ha seguido el clamor generalizado —obviamente, por parte de los ejecutados— contra el ejercicio abusivo de las facultades operativas nacidas de los contratos financieros abiertos, en especial la de debitar de las cuentas del deudor los créditos generados por su actividad bancaria, clamor que ha encontrado algún eco morigerador merced a la aplicación por los tribunales de los artículos 21 y 953 del Código Civil argentino.

Se produce así, reiteramos, un giro de ciento ochenta grados en la concepción del procedimiento con que el acreedor cuenta para cobrar a su deudor la acreencia adeudada.

---

(9) Ibídem, p. 16.

(10) "Nuevas modalidades de ejecución. Ejecución hipotecaria extrajudicial. Ejecución fiscal. Leasing. Su trámite. El problema de su ajuste constitucional", *Revista de Derecho Procesal,* 2001-2, Procesos de ejecución II, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, pp. 111 y ss.

Se consolida la idea de admitir que el acreedor pueda agredir al deudor (o tercero garante) sin que éste pueda defenderse en forma previa, privándolo en forma inmediata de la tenencia del bien asiento de la garantía (sin necesidad de esperar hasta el momento de la subasta, como ocurre en el "juicio"), para realizarlo privadamente y cobrarse con su producido.

Frente al terrible fantasma de la "imprevisible" duración del proceso judicial (ante la existencia previa a la ejecución de la posibilidad de discusión por parte del ejecutado, los engorrosos trámites pre y post subasta del bien realizado, etc.) se erige esta nueva tendencia que legitima al acreedor para que autoliquide su garantía de manera más rápida y económica. Para ello, se saca de la escena "ejecutiva" al juez, y se deja en manos del acreedor todo el procedimiento de cobro de su crédito a través de la ejecución privada de la garantía que se procuró con tal finalidad. El juez sólo podrá intervenir, en principio, si el deudor lo convoca con posterioridad, una vez culminada la ejecución del acreedor.

Por ello asiste razón a KAMINKER [(11)], quien —tras realizar un profundo estudio de la ejecución extrajudicial hipotecaria (ley 24.441 de la República Argentina), de los procedimientos a que puede dar lugar el contrato de leasing (ley 25.248 de la República Argentina) y de la ejecución fiscal (ley 25.239 de la República Argentina)— afirma que toda esta nueva normativa que autoriza al acreedor a privar inmediatamente al deudor de la tenencia o posesión del bien asiento de la garantía, ha desplazado y acortado de modo trascendente los tiempos y posibilidades de negociación, otorgando un poderío mucho mayor al acreedor, aumentando su chance de satisfacción coactiva de sus intereses, con la consecuente reducción del marco defensivo del deudor. El equilibrio interno del procedimiento de ejecución registra, de tal modo, un cambio significativo. La enorme presión que ello significa sobre quien prevé como inmediata la pérdida de la tenencia del bien asiento del hogar o actividad laboral, o de la maquinaria indispensable, resulta generadora de circunstancias sobre las que resultaría ocioso abundar.

1. El fenómeno de la autoliquidación. Sus variantes

En algunos casos, fue la *ley* la que equiparó ciertos documentos —en cuanto representan determinados actos o negocios jurídicos— a la sentencia judicial (v. gr.: warrants, arts. 16 y 17 de la ley 9643 de la República Argentina; prenda comercial común, art. 585 del Código de Comercio argentino; etc.), adjudicándole la misma eficacia generadora de un poder de actuación por parte del acreedor contra los bienes del deudor *sin previa injerencia jurisdiccional*.

Veamos algunos ejemplos:

---

(11) "Nuevas modalidades de ejecución. Ejecución hipotecaria extrajudicial. Ejecución fiscal. Leasing. Su trámite. El problema de su ajuste constitucional", ob. cit., pp. 127 y ss.

1.1. Garantías autoliquidables reguladas legislativamente

(i) *Prenda civil.—*

Sobre la base de lo regulado por el art. 3224 del Código Civil argentino, se ha interpretado que el acreedor pignoraticio sólo tiene el derecho de pedir la venta *judicial* de la cosa dada en prenda; el acreedor no puede apropiarse de ella; cualquier cláusula que lo autorizara para hacerlo, o para proceder por sí mismo a la venta de la cosa, sería nula (arts. 3222 y 3223 del Cód. Civil Argentino). El legislador ha querido poner al deudor a cubierto de la avaricia de los prestamistas, que, acordando préstamos pignoraticios sobre cosas de gran valor, podrían fácilmente llegar a verdaderas expoliaciones. La venta con intervención de la autoridad judicial, se piensa, es la mejor forma de impedir esta clase de especulaciones (12).

La doctrina coincide en que la ejecución de esta especie de garantía es siempre judicial (13).

(ii) *Prenda comercial común (no registrable).—*

Sin embargo, para la *prenda comercial* el discurso ha sido diferente. El Código de Comercio argentino autorizó al acreedor para que procediera directamente a la venta de la cosa pignorada sin intervención jurisdiccional. A diferencia del art. 3224 del Código Civil argentino, que sólo autoriza al acreedor a pedir que se haga la venta, el art. 585 del Código Comercial argentino autoriza al acreedor a proceder a la venta al día siguiente del vencimiento.

Si bien el deudor no requiere ser citado, el acreedor debe rendir cuentas y devolver el saldo sobrante al deudor (14).

De esta manera, se dijo, se ha tendido a facilitar la realización de la prenda, evitando demoras y gastos, en beneficio de ambas partes (15).

(iii) *Warrant.—*

Las empresas de depósitos reglamentadas por las leyes reguladoras del *warrant* tienen no sólo la ventaja de facilitar locales adecuados para la estiba y guarda de

---

(12) SALVAT, R.M., *Tratado de Derecho civil argentino. Derechos reales,* 4.ª ed., actualizada por ARGARAÑAS, M., t. IV, Buenos Aires, Tipográfica Editora Argentina S.A., 1960, p. 392.

(13) FALCÓN, E., "La ejecución prendaria (primera parte)", *Revista de derecho procesal,* 2001-1, Proceso de ejecución I, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, p. 167; BORDA, Guillermo, "Tratado de Derecho civil. Derechos reales", t. II, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1975, p. 381; LAFAILLE, H., *Derecho civil,* t. V, *Tratado de Derechos reales,* vol. III, Buenos Aires, Ediar, 1943, p. 198; FERNÁNDEZ, R.L., y GÓMEZ LEO, O.R., *Tratado teórico-práctico de Derecho comercial,* T. II-C, Buenos Aires, Depalma, 1988, p. 100.

(14) FALCÓN, E., "La ejecución prendaria (primera parte)", ob. cit., p. 169.

(15) FERNÁNDEZ, R.L. y GÓMEZ LEO, O.R., *Tratado teórico práctico de Derecho comercial*, t. III-C, Buenos Aires, (Depalma), 1988, p. 101.

mercaderías, sino la de facilitar operaciones relacionadas con la comercialización y crédito de los productos, sin el desplazamiento que sería necesario, todo lo cual significa, desde luego, un fundamental beneficio. Las empresas no necesitan locales propios para ese almacenamiento, lo que a veces no es posible o resulta muy oneroso, y recurren a estos depósitos generales, que son construcciones amplias, adecuadas y sólidas. Esta organización permite que el empresario se vaya desprendiendo de los productos u obteniendo crédito a medida que sus necesidades lo requieran (16).

(iv) *Prenda con registro "privada".—*

Cuando la garantía prendaria reviste carácter registral, en cuyo caso no ocurre el desplazamiento de la cosa prendada a las manos del acreedor, este último se ve obligado a recurrir al órgano jurisdiccional para hacerse del bien prendado (obtener el secuestro) y luego enajenarlo extrajudicialmente.

Sin embargo, ello no debe conducir a pensar que el acreedor debe iniciar un proceso de ejecución autónomo a tal fin. En efecto, el trámite extrajudicial dispuesto por el art. 39 de la ley 12.962 de la República Argentina, básicamente, se limita a suplir, a favor de las instituciones oficiales o bancarias —*en razón de la garantía de solvencia y seriedad que ellas ofrecen*— la desposesión que sufre el acreedor, cuyo privilegio prendario reviste carácter registral (17).

La jurisprudencia sostiene (18) que el mecanismo consagrado en el art. 39 es la forma de enajenación que se supone ofrece mayores garantías de obtener un precio ajustado al verdadero valor de los bienes, y que de algún modo contrabalancea esa facultad excepcional que la ley concede a favor de uno de los justiciables.

Dispone la normativa citada que, si el acreedor es el Estado, sus reparticiones autárquicas, un banco, una entidad financiera autorizada por el Banco Central de la República Argentina o una institución bancaria o financiera de carácter internacional, pueden ejecutar la prenda privada o extrajudicialmente, "sin juicio previo", aun en el supuesto de concurso del constituyente (art. 39.º del dec-ley 15.348/46, ratificado por ley 12.962 de la República Argentina y art. 23 de la ley 24.522 de concurso y quiebras de la República Argentina), a través de la llamada "ejecución privada prendaria"; conforme a esta facultad, el acreedor que no es pagado en tiempo y forma puede proceder sin juicio previo y en forma extrajudicial a rematar la cosa dada en prenda; luego debe rendir cuentas del producido de la ejecución privada al deudor prendario o tercero constituyente de la garantía (arts. 580 y siguientes del Código de Comercio

---

(16) ZAVALA RODRÍGUEZ, C.J., *Código de Comercio y leyes complementarias. Comentados y concordados,* t. III, Buenos Aires, Depalma, 1967, p. 184.

(17) SERATTI, A., y LEGIZAMÓN HOUSSAY, J.M., "El trámite del art. 39 de la ley 12.962. Prenda", L.L. 2003-D, p. 1265.

(18) CNCom., sala D, 24 de diciembre de 1981, BCNCom. 982-1-4, *Revista de Derecho Procesal,* 2001-1, Procesos de ejecución I, p. 175 [citado por FALCÓN, E., "Ejecución prendaria (primera parte)"].

argentino). Esta especie prendaria recibe la denominación de "privada", por cuanto ostenta la calidad de autoliquidable.

(v) *Ejecución hipotecaria del banco de la Provincia de Buenos Aires.—*

El art. 65 de la carta orgánica del banco de la provincia de Buenos Aires, Argentina (dec.-ley 9434/79, modif. dec.-ley 9840/82, según decreto 9166) otorga a esa entidad bancaria la facultad de ejecutar extrajudicialmente la propiedad hipotecada. Puede ordenar la venta en remate del inmueble hipotecado sin juicio, al mayor postor y con la base de la deuda por todo concepto, y otorgará, llegado el caso, la correspondiente escritura a favor del comprador, colocándolo, si así lo estimare pertinente, en posesión del inmueble libre de ocupantes, ya sean éstos el propietario o tercero a su nombre, quedando subrogado el comprador en todos los derechos que correspondan al deudor sobre dichos inmuebles.

En el contrato de préstamo, el deudor conferirá mandato irrevocable al banco para otorgar y firmar la escritura traslativa de dominio, el que podrá ejecutar aun en el caso de concurso, quiebra o fallecimiento del deudor. El mismo mandato comprenderá la facultad de dar posesión al comprador y representar al deudor en cualquier juicio que pudiere promoverse contra él y que afectare a la propiedad hipotecada, así como de accionar contra terceros.

1.2. Garantías autoliquidables no reguladas legislativamente

En otro orden, como se ha adelantado, no fue sólo la *ley* la que equiparó a la sentencia judicial los efectos de ciertos títulos privados; los operadores económicos —con argumento en el principio de la autonomía de la voluntad, art. 1197 del Cód. Civil argentino según el cual "Las convenciones hechas en los contratos forman para las partes una regla a la cual deben someterse como a la ley misma" y el artículo 19 de la Constitución Nacional argentina, que reza que "Nadie está privado de hacer lo que la ley no manda ni privado de lo que ella no prohíbe"— engendraron también negocios jurídicos de garantía a "su medida" con efectos semejantes.

Veamos algunos ejemplos:

(i) *Garantías a primera demanda.—*

Se dice que en el comercio internacional es indispensable contar con garantías independientes o autónomas que no estén ligadas a la suerte o a las vicisitudes del negocio que garantizan. Además, es necesario que el acreedor no encuentre obstáculos para honrar la garantía que, finalmente, dificulten el recupero de su crédito.

Piénsese en un negocio jurídico de garantía accesorio como es la fianza: sus disposiciones regulatorias disponen su invalidez cuando es inválido el negocio garantizado; además, en caso de incumplimiento del deudor, el acreedor debe ejecutar judicialmente la garantía para cobrar su acreencia.

¿Cómo asegurar, con estas garantías accesorias, los altos riesgos económicos que implican los negocios internacionales?

Las garantías autónomas, susceptibles de ejecución privada extrajudicial ("a primer requerimiento del beneficiario"), desvinculadas de los vicios y cualidades del negocio base, parecen responder a aquellas exigencias negociales.

Por ello, se ha sostenido que las mentadas garantías son el producto de nuevas realidades económicas-financieras: las crecientes necesidades de financiamiento, que exigen mantener activas las sumas líquidas para nuevas inversiones; en los contratos internacionales, el riesgo adicional de la aplicación de normas desconocidas para el contratante; la velocidad de los intercambios (tan opuesta a la lentitud de las decisiones judiciales); el ocultamiento de algunas operaciones, no siempre cristalinas, etc. (19).

En esta misma línea argumental, se ha dicho que la garantía a primera demanda concedida por instituciones financieras vino a sustituir las cauciones en dinero o títulos que hacían más onerosos a los empréstitos en caso de contratos de obras públicas, abarcando tanto las cauciones necesarias para la participación en la licitación como las correspondientes al recibo de adelantos y a las exenciones de retenciones, aplicándose también en el campo del comercio internacional (20) y en el comercio interno (21).

La abstracción de esta garantía —al desvincularse del contrato base garantizado— impidió que los vicios de la relación fundamental se reflejaran en el pago, especialmente en las operaciones internacionales, en las cuales no siempre es fácil, para el acreedor bancario extranjero, conocer, analizar en profundidad y acompañar, de modo prolongado, el contrato que motivó la garantía (22).

La constitución de esta garantía establece una relación jurídica compleja entre varios sujetos. Un ejemplo puede servir para individualizarlos mejor:

Una empresa constructora de Mendoza (República Argentina) quiere presentarse a una licitación de una gran obra pública convocada por el Gobierno egipcio; es requisito para la presentación a esa licitación una garantía a primera demanda de un banco con sede en Egipto. El constructor argentino se presenta a la licitación con una garantía otorgada por un banco francés que tiene filial en Egipto; para eso, ha debido concertar con el banco francés que extienda esa garantía a cambio de una determinada suma de dinero que el constructor le paga.

Aparecen, pues, los siguientes sujetos:

---

(19) Conf. NATUCCI, A., "Astrazione causale e contratto autónomo di garanzia", Cedam, Milán, 1992, p. 3; KEMELMAJER DE CARLUCCI, A., "Las garantías a primera demanda", *Revista de Derecho Privado y Comunitario,* núm. 2, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, p. 98.

(20) VASSEUR, M., "Rapport de Synthèse", en *Les Garanties Bancaires dans Contrats Internationaux,* Paris, Éditions du Moniteur, 1981, p. 319; WALD, A., "Algunos aspectos de la garantía a primera demanda en el Derecho comparado", *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones,* año 23, vol. 1990-B (julio-diciembre), pp. 651 y 652.

(21) MASSOT, R.P., "Fianzas a primer requerimiento", IV Congreso sobre aspectos jurídicos de las entidades financieras, 1.as Jornadas de Derecho bancario, 9 al 11 de noviembre de 1988, Buenos Aires, p. 189.

(22) WALD, A., ibídem, p. 652.

(a) ordenante o principal (la persona que desea participar en una licitación);

(b) beneficiario (el Gobierno licitante egipcio) y

(c) el garante (el banco o una compañía de seguros).

Normalmente, el ordenante y el beneficiario se ubican en plazas diferentes (países diferentes).

La *relación básica* es la que nace de la vinculación beneficiario (licitante) con el ordenante (constructor). El ordenante, compelido por las condiciones de la licitación en la que desea participar, conviene con su garante que preste una garantía "a primera demanda" a favor del beneficiario. Se trata de una típica *relación de crédito* [23] , ya que. para otorgar la garantía, el banco ha de analizar la obligación que va a asumir, y la situación de solvencia y de capacidad del ordenante; normalmente, requerirá a su cliente contra-garantías (personales o reales) a su satisfacción para asegurarse de que el ordenante le reembolsará lo pagado al beneficiario.

Tomada por el garante la decisión de asumir esa obligación de garantía, y prestadas las contra-garantías, emitirá una *declaración unilateral* obligándose frente al beneficiario "a primera demanda".

La obligación del garante es *incondicionada* e implica, como ya lo hemos explicado, la renuncia a oponer las defensas que pudiera tener el principal u ordenante contra el beneficiario. Así, por ejemplo, la empresa constructora fue víctima de dolo ejercido por parte del Gobierno egipcio, que la indujo —engañada— a presentarse en el proceso licitatorio, lo que viciaría de nulidad su participación en la licitación; que no podrá invocar el banco garante para no honrar la garantía a primera demanda.

El garante/emisor no está llamado a investigar las transacciones subyacentes, circunscribiéndose a revisar que la demanda de pago emanada del beneficiario sea conforme a los términos de la *declaración unilateral* emanada de aquél por la cual se obliga frente al beneficiario "a primera demanda" [24].

De tal modo, cuando el beneficiario reclama el pago de la garantía, el garante no puede requerir se le presente documentación probatoria del incumplimiento del principal u ordenante. Debe pagar. De ahí que la garantía es *autónoma y abstracta*.

Más aún, llegando a extremos, la doctrina ha entendido que, cumplida la obligación del contrato base a cargo del ordenante, lo que extinguiría objetivamente la garan-

---

[23] Tiene por objeto la utilización del crédito del banco (o de otro garante) frente al tercero (beneficiario).

[24] Se pregunta RICHARD: ¿La renuncia a oponer excepciones incluye las suyas propias, como las de compensación? Éste era uno de los problemas doctrinales; la Convención de las Naciones Unidas sobre "Garantías Independientes y Cartas de Crédito Contingente" la soluciona expresamente. La compensación es posible (art. 18), pues se trataría de deudas líquidas exigibles recíprocamente ("Las garantías autónomas en el Derecho argentino y en los proyectos de reforma" en *Derecho mercantil contemporáneo, o*bra dirigida por PIAGGI, A.I. y ESTOUP, L.A., Buenos Aires, La Ley, 2001, p. 290).

tía, requiere para que este último efecto se produzca, que el ordenante disponga de prueba líquida que permita acreditar aquél. Si, al contrario, el deudor cumplidor no dispusiera de esos elementos de juicios, la garantía no se extingue objetivamente, esto es, el garante deberá pagar "a primera demanda", aun cuando el beneficiario no tuviera derecho a la prestación garantizada.

Héctor ALEGRÍA [25] habla —en esta misma línea de razonamiento— de la "doble abstracción".

Primero: la garantía es abstracta respecto de la relación que le da origen en las vinculaciones ordenante-garante. Es decir, al beneficiario no le son oponibles las condiciones de la operación que medió entre el garante y el ordenante. Así, por ejemplo, si el ordenante no hubiere pagado las comisiones de garantía o no hubiera constituido o hubieran desmejorado las contragarantías, esas peculiaridades no alteran su obligación frente al beneficiario.

Segundo: la garantía también es abstracta respecto del contrato base entre ordenante y beneficiario. Se refiere a la inoponibilidad, por el garante, de defensas que se funden en el contrato base (v. gr.: nulidad de éste). Como la obligación del garante es independiente (en tanto no accesoria) de la obligación del ordenante, ergo, las defensas o excepciones relativas a esta última obligación son irrelevantes para juzgar o detener el vínculo del garante para con el beneficiario.

Recapitulando [26]:

(i) Estas garantías se utilizan frecuentemente en contrataciones internacionales, consistiendo en la obligación, que asume un tercero (banco o eventualmente una empresa vinculada o interesada), de cumplir la prestación o pagar una suma de dinero, en caso de que una de las partes (generalmente la que debe realizar la obra) deje de hacerlo.

(ii) el pacto lleva consigo la obligación del garante de pagar "a primer demanda", esto es, de hacerlo no bien el garantizado deje de efectuar la prestación por cualquier causa. Supone la renuncia a oponer las defensas del garantizado relativas al contrato, si las hubiere. Por ello, la "primera demanda" genera la exigibilidad de la prestación del garante.

Después del pago, pueden presentarse diversas acciones de restitución, tales como:

---

[25] ALEGRÍA, H., "Las garantías abstractas o a primera demanda en el Derecho Argentino y en el Proyecto de Unificación Argentino", *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones,* Buenos Aires, Depalma, 1987, año 20, pp. 718 y 719.

[26] ALEGRÍA, H., "Las garantías a primera demanda en el Derecho Argentino. Situación actual y perspectivas de reforma" en *IV congreso sobre aspectos jurídicos de las entidades financieras,* Primeras Jornadas de derecho bancario, Buenos Aires, 9 al 11 de noviembre de 1988, Buenos Aires, 1989, pp. 184 y 185.

a) Acción del banco-garante contra el ordenante: en la práctica, no hay necesidad de deducir ninguna acción judicial pues, como se ha dicho, la entidad financiera (garante) que paga al beneficiario se ha preparado anticipadamente para asegurar su cobro (reembolso) sin necesidad de acudir a los tribunales: exige a su cliente tener dinero líquido depositado en una cuenta abierta por el garante, o una prenda de valores mobiliarios cotizables en bolsa, o prenda sobre mercaderías, etc.

b) Acción del ordenante contra el beneficiario: la acción corresponde en los casos en que el beneficiario ha cobrado del garante indebidamente; por ejemplo, porque el negocio base era nulo, o estaba extinguido, o ya había recibido la prestación con anterioridad de manos del deudor, etc.

c) Acción del garante contra el beneficiario: atento a la estructura propia de la garantía abstracta, no existe naturalmente el derecho de repetición o reembolso contra el beneficiario. Sin embargo, este derecho puede ser reservado expresamente mediante cláusula de la garantía, o bien puede nacer por otras vías alternativas:

   — La primera, por acción subrogatoria u oblicua para el caso de que el ordenante, demandado por el garante, no satisfaga esta obligación y, a su vez, no accione contra el beneficiario en razón del contrato-base que los liga (art. 1196 del Cód. Civil argentino).

   — La segunda, cuando no tuviere derecho a reembolso del ordenante. Esto ocurrirá, normalmente, cuando haya pagado sin atender a las pruebas líquidas que tuviere a su disposición para repeler la petición del beneficiario. Si es así, no tendrá acción contra el ordenante, pero la tendrá contra el beneficiario sobre la base del pago indebido (arts. 784 del Cód. Civil argentino).

Como dijimos antes de ahora, aunque no existe regulación legal vigente, la doctrina mayoritaria entiende que las garantías a primera demanda están amparadas por el principio de la libertad de contratación consagrada en el art. 1197 del Código Civil argentino y el régimen constitucional nacional, ampliamente liberal (art. 19 de la Constitución Nacional argentina: "Nadie está obligado a hacer lo que la ley no manda ni privado de lo que ella no prohíbe").

ALEGRÍA [27] se ha pronunciado sobre su admisibilidad en el Derecho argentino en los siguientes términos:

(a) Se trata de un caso de aplicación adecuada del principio de autonomía de la voluntad. Este principio, ínsito en el ordenamiento argentino por vía del

---

[27] "Las garantías autónomas en el Derecho argentino y en los proyectos de reforma" en *Derecho mercantil contemporáneo,* obra dirigida por PIAGGI, A.I., y ESTOUP, L.A., Buenos Aires, La Ley, 2001, p. 274 y ss.; "Las garantías a primera demanda en el Derecho Argentino. Situación actual y perspectivas de reforma" en *IV congreso sobre aspectos jurídicos de las entidades financieras, Primeras Jornadas de derecho bancario,* Buenos Aires, 9 al 11 de noviembre de 1988, Buenos Aires, 1989, pp. 185 y ss.

artículo 1197 del Código Civil argentino, equipara a la libre contratación con la ley. Es sabido que la norma no importa la libertad de elegir una figura jurídica recogida por el legislador o cambiarle algunos de sus caracteres contingentes, sino básicamente en moverse dentro del amplísimo campo que el artículo 19 de la Constitución Nacional argentina deja al arbitrio de los particulares (comprendidos aquí al propio Estado y corporaciones públicas en determinadas circunstancias) creando incluso figuras "atípicas".

(b) El propio Código Civil argentino consagra un instituto de ribetes bien parecidos (dado que la analogía no es similitud o identidad, es obvio). En efecto, en el artículo 1994 establece la validez de la fianza aun cuando la obligación del afianzado sea nula por incapacidad de éste. Es decir, el tercero se comprometió y quedó obligado válidamente aun cuando el garantizado no.

(c) El artículo 1163 del Código Civil argentino recoge una institución de contenido bien similar. Allí el legislador, siguiendo una tradicional corriente latina, admite que "El que se obliga por un tercero, ofreciendo el hecho de éste, debe satisfacer las pérdidas e intereses, si el tercero se negare a cumplir el contrato". Este contrato de *porte fort,* o promesa del hecho del tercero, tiene estructura similar a la garantía a primera demanda.

(d) Las obligaciones cambiarias en general y el aval en particular admiten la validez del vínculo aun cuando los otros no lo fueren (art. 7.° de la ley cambiaria, dec. 5965/63 argentino), y en especial cuando no lo fuere el del avalado (art. 34, segundo párrafo, dec. ley citado).

(e) Aún sin adentrarse en el estudio de las obligaciones abstractas y su libertad de creación, la abstracción, aun "doble", reposa sobre la voluntad del obligado generalmente manifestada como consecuencia de una negociación contractual que le da base.

(f) Frente al beneficiario que recibe la garantía, el acto del obligado consiste en una determinada prestación a realizarse también en muy bien predeterminadas circunstancias. Desde este punto de vista, su vínculo puede perfectamente fundarse en la declaración unilateral de voluntad, cuya admisibilidad en el Derecho argentino, si bien se ha debatido, no parece en la actualidad despertar voces discordantes.

g) La posición del beneficiario de la garantía a primera demanda es idéntica a la del beneficiario de un seguro contratado por un tercero interesado.

Sin embargo, estas garantías no han sido ajenas a la crítica. Con claridad, ALEGRÍA [28] sintetiza las principales críticas hechas a estas garantías:

- La excesiva protección del adquirente o beneficiario, que a su solo arbitrio puede poner en juego la garantía. Se unen consideraciones comerciales a

---

[28] "Las garantías abstractas o a primera demanda en el Derecho Argentino y en el Proyecto de Unificación Argentino", *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones,* Buenos Aires, Depalma, 1987, año 20, p. 695.

principios jurídicos (en nuestro Derecho: la igualdad, el debido proceso, la propiedad, por ejemplo, arts. 14, 17 y 19 de la Constitución Nacional argentina).

- La presión de los adquirentes sobre la base de los derechos que las garantías les confieren.
- Los costos adicionales que pueden suponer para las prestaciones.
- La inconveniencia de plasmar garantías abstractas que se desprendan de la debida ejecución de las prestaciones de los contratos.
- El abuso de la abstracción, en contra de la buena fe.

Por otro lado, varios proyectos de reformas de la legislación vigente argentina se refieren a estas garantías.

❑ Proyecto de Unificación de la Legislación Civil y Comercial de 1987.

El artículo 2290 de la ley 24.032 —vetado por el Poder Ejecutivo— establecía que las llamadas garantías a "primera demanda" o "primer requerimiento" constituyen una declaración unilateral de voluntad (que es regulada como fuente de las obligaciones; art. 2288) en las que el emisor garantiza el cumplimiento de las obligaciones de otro y se obliga a pagarlas independientemente de las excepciones y defensas que pudiera tener el deudor, aunque mantenga el derecho de repetir del beneficiario después del pago. La normativa prohibía que este tipo de obligaciones pudiesen ser asumidas por personas físicas.

❑ Proyecto de la Comisión Federal de 1993.

La regla expuesta en el parágrafo anterior es mantenida en el anteproyecto de la llamada "comisión federal", con una sola modificación —que no varía el sentido— del último párrafo del artículo 2290, que quedó redactado de la siguiente manera: "Las obligaciones a que se refiere el párrafo anterior pueden ser contraídas por personas jurídicas".

❑ Proyecto de Reformas al Código Civil. Comisión designada por dec. 468/92.

Las garantías a primera demanda fueron también reguladas como un supuesto de declaración unilateral de voluntad e incluidas en un capítulo especial (capítulo IV).

El artículo 1479 decía: "Se incluyen en las disposiciones generales de este Título las llamadas 'garantías de cumplimiento a primera demanda' o 'a primer requerimiento' y aquellas en que de cualquier otra manera se establezca por escrito que el emisor, un banco o una compañía aseguradora, garantiza el cumplimiento de las obligaciones de otro y se obliga a pagarlas independientemente de las excepciones o defensas que éste pudiera tener; el pago faculta a promover las acciones recursorias correspondientes".

En este anteproyecto de reformas se agrega un párrafo final, que prevé el fraude o abuso manifiesto del beneficiario que surge de prueba instrumental u otra de fácil y

rápido examen (art. 1479). Expresamente dice: "En caso de fraude o abuso manifiestos del beneficiario que surjan de prueba instrumental u otra de fácil y rápido examen, el garante o el ordenante podrán requerir que el juez fije una caución adecuada que el beneficiario deberá satisfacer antes del cobro".

❑ El Proyecto de Código Civil (Comisión creada por decreto 685/95).

Finalmente, el anteproyecto de Código Civil unificado con el Código de Comercio de 1998 las denomina "garantías unilaterales" y las regula en los arts. 1742 a 1746.

(1) El artículo 1742 dice: "Tipificación. Constituyen una declaración unilateral de voluntad y están regidas por las disposiciones de este Capítulo, las llamadas 'garantías de cumplimiento a primera demanda', 'a primer requerimiento' y aquellas en que de cualquier otra manera se establezca que el emisor garantiza el cumplimiento de las obligaciones de otro y se obliga a pagarlas, o a pagar una suma de dinero u otra prestación determinada, independientemente de las excepciones o defensas que el ordenante pudiera tener, aunque mantenga el derecho de repetición contra el beneficiario, el ordenante o ambos. El pago faculta la promoción de las acciones recursorias correspondientes".

(2) El artículo 1743 dispone: *"Sujetos. Pueden emitir esta clase de garantías:*

   a) Las personas públicas.
   b) Las personas jurídicas privadas en las que sus socios, fundadores o integrantes no respondan ilimitadamente.
   c) En cualquier caso, las entidades financieras y compañías de seguros, y los importadores y exportadores por operaciones de comercio exterior, sean o no parte directa en ellas".

(3) El artículo 1744 expresa: "Forma. Las garantías previstas en este Capítulo deben constar en instrumento público o privado. Si son otorgadas por entidades financieras o compañías de seguros, puede asumirse también en cualquier clase de instrumento particular".

(4) El artículo 1745 manifiesta: "Cesión de garantía. Los derechos del beneficiario emergentes de la garantía no pueden transmitirse separadamente del contrato o relación con que la garantía está funcionalmente vinculada, antes de acaecer el incumplimiento o el plazo que habilita el reclamo contra el emisor, salvo pacto en contrario. Una vez ocurrido el hecho o vencido el plazo que habilita ese reclamo, los derechos del beneficiario pueden ser cedidos independientemente de cualquier otra relación. Sin perjuicio de ello, el cesionario queda vinculado a las eventuales acciones de repetición que pudieren corresponder contra el beneficiario según la garantía".

(5) Por último, el artículo 1746 dice: "Irrevocabilidad. La garantía unilateral es irrevocable a menos que se disponga en el acto de su creación que es revocable".

Así las cosas, como puede observarse, las garantías a primera demanda se incorporan en el último proyecto de reformas argentino, reconociéndose expresamente su validez.

(ii) *Fideicomiso de garantía.—*

Otro tanto ocurre con el fideicomiso de garantía, figura en la cual también está ausente el *juicio previo*.

Un autor se pregunta: ¿Qué garantía protege no sólo el crédito de quien financia un proyecto, sino también el buen fin del proyecto, poniéndolo a salvo de contingencias ajenas al proyecto mismo? Y responde: El fideicomiso de garantía. Este resultado no se logra hipotecando o prendando los bienes que integran el activo del proyecto. Dado que éstos se mantienen en el patrimonio del empresario deudor, cualquier otro acreedor ajeno al emprendimiento puede atacarlos, sin que la existencia de los derechos reales de garantía permita impedir o repeler la acción de tal acreedor. El remate de los bienes es la consecuencia, y si bien el acreedor garantizado cobrará en primer término, el proyecto se habrá frustrado. Especialmente en los esquemas negociales conocidos como financiación de proyectos en todas sus variantes, interesa sobremanera al proveedor de la financiación que el proyecto llegue a concretarse y produzca los resultados esperados, ya que el flujo de fondos previsto para el emprendimiento será su verdadera garantía de cobro [(29)].

Al argumento precedentemente expuesto se añade este otro. En caso de incumplimiento del deudor, el acreedor cuenta con una garantía de rápida realización para satisfacer su crédito; bastará para ello que el fiduciario enajene o adjudique los bienes fideicomitidos de acuerdo a lo pactado en el contrato, sin necesidad de recurrir a actuación judicial previa alguna. De esta manera, se sostiene enfáticamente, se abarata el costo del crédito, pues el acreedor —atento a que su poder de recupero del dinero prestado es muy eficaz— estará dispuesto a cobrar tasas de interés más accesibles y a aceptar condiciones más flexibles en la devolución del préstamo; todo esto redunda, en definitiva, en beneficio de la economía de la comunidad.

En concreto, "esta particular figura aventaja a otro tipo de seguridades personales y reales al perfilarse como una neta garantía autoliquidable, que favorece el abaratamiento y acceso al crédito. En su aplicación han puesto especial atención los acreedores institucionales (bancos y financieras), a fin de sustraerse a los dilatados y costosos procesos judiciales en reclamo de sus acreencias. También se postula como garantía preferida que conceda a la entidad acreedora un tratamiento preferencial en la carga de previsionar en el Banco Central de la República Argentina" [(30)].

---

(29) CARREGAL, M., "Fideicomiso de garantía: lícito y necesario", L.L. 2000-D, p. 952.

(30) PUERTA DE CHACÓN, A., "Propiedad fiduciaria en garantía ¿Es posible en el Derecho vigente?", *RDPC* 2001-3, Fideicomiso, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, pp. 165 y 166; KIPER, C.M., y LISOPRAWSKY, S.V., "Fideicomiso de garantía" en *Teoría y práctica del fideicomiso,* Buenos Aires, Depalma, 1999, pp. 1 y ss.; CZARNY, N., "Garantías preferidas por el BCRA. Propuesta de calificar al fideicomiso de garantía como preferida. Fundamento", revista argentina *El Derecho,* 172-1028.

2. El fenómeno de la autoliquidación y el ejercicio del derecho de defensa del ejecutado

Como lo explicamos precedentemente, en las garantías autoejecutables la agresión patrimonial es directa, sin posibilidad de que el ejecutado pueda ejercer contra ella —en forma *previa*— el derecho de defensa. Éste podrá ejercerse a través de un juicio de conocimiento amplio —distinto de la vía ejecutiva privada— cuya promoción estará a cargo del deudor o tercero garante ejecutado.

Es más, si la ejecución llevada a cabo por el acreedor fue abusiva, fraudulenta o sin derecho, en el juicio de conocimiento iniciado por el ejecutado para plantear aquellas defensas que no pudo concretar en la autoejecución patrimonial dirigida en su contra podrá, además, reclamar la reparación de los daños y perjuicios sufridos por la ejecución antijurídica.

La Carta Magna no impone que el deudor deba ser oído previamente en la "misma vía ejecutiva" que se está utilizando en su contra. Lo que sí asegura la Constitución —pues *la defensa en juicio de la persona y sus derechos es inviolable*— es la oportunidad de que "pueda" ser oído en forma previa, y ello a través de distintas vías:

(a) Por medio de la propia ley que impone la "vista" o "traslado" previo a favor del deudor *dentro de la propia vía ejecutiva* utilizada contra este último (caso del *juicio ejecutivo*), o,

(b) porque, si bien no impone el "traslado" o "vista" previa en la misma vía ejecutiva incoada, deja librado a la iniciativa del propio deudor la promoción del contradictorio por cuerda separada a través de un juicio de conocimiento (caso de las *garantías autoliquidables*); juicio este último que, aunque no esté expresamente previsto por el derecho procesal o sustancial, tiene fundamentos en el Derecho constitucional.

Erróneamente se sostiene que la única posibilidad con que cuenta el deudor autoliquidado para defender sus derechos es el *juicio de conocimiento* "posterior" *a la ejecución;* es decir, después de ejecutado patrimonialmente.

Sin embargo, esta afirmación carece de respaldo normativo toda vez que el deudor tiene —a la luz del art. 18 de la Constitución Nacional— la posibilidad de promover el juicio de conocimiento —con la amplitud probatoria y de audiencia necesarias— *antes*, *durante* y *después* de la ejecución para hacer valer sus derechos, sin que ello obste a que el acreedor siga adelante con la propia ejecución extrajudicial. El deudor podrá activar su defensa por cuerda separada (juicio de conocimiento) y no dentro de la propia vía ejecutiva privada a través de la cual se lo está ejecutando.

Se confunde la situación del deudor *autoliquidado* por el acreedor con la del deudor agredido en virtud de un *juicio ejecutivo*.

Todos los Códigos Procesales prevén la existencia de un juicio ordinario "posterior" que tiene como presupuesto la tramitación *previa* de un juicio ejecutivo.

Sólo cuando ha existido un juicio ejecutivo previo se justifica la posibilidad de promover un juicio de conocimiento amplio posterior (no anterior) a aquél, pues, en

definitiva, el deudor ha tenido la posibilidad de defenderse —aunque acotadamente— en el propio juicio seguido en su contra, lo que legitima el hecho de que se postergue el planteo de aquellas cuestiones ajenas al título ejecutivo para un momento posterior.

Aun tratándose de "juicio" ejecutivo, la Corte Suprema de la Nación de la República Argentina, *in re,* "Laperuta, Guillermo c/The Chase Manhatan Bank SA" (31) y el Dr. Jorge PEYRANO —al estudiar a las acciones de revisión y rectificación de la cuenta corriente bancaria (32)— admiten que el "juicio de conocimiento" puede no ser posterior al juicio ejecutivo. He aquí el punto de equilibrio.

Del último párrafo del art. 553 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación Argentina (CPCCN) (según ley 22.434) puede extraerse la posibilidad que tiene el ejecutado de cuestionar la deuda que se le atribuye, mediante un proceso de conocimiento, que, si bien no paraliza la ejecución, tampoco se ve impedido por ésta. En el caso, mientras era ejecutado por el banco en virtud del certificado de saldo de la cuenta corriente de que era titular, el deudor promovió demanda a través de la cual solicitó la nulidad del contrato celebrado con el ejecutante, pues los aspectos atinentes a la causa sólo podían ser atacados por la vía del proceso ordinario.

Tanto en primera como en segunda instancia se resolvió que no debía sustanciarse la demanda hasta tanto —conforme al art. 553 del CPCCN— estuviese firme la sentencia recaída en el juicio ejecutivo. La Corte entendió que los jueces inferiores habían incurrido en arbitrariedad, tras haber desinterpretado la mentada norma (que sí autoriza a tramitar el juicio ordinario concomitantemente con el ejecutivo), lesionando la garantía constitucional que asiste al ejecutado y que le asegura el derecho al debido proceso.

De lo expuesto cabe concluir que en el Derecho procesal argentino no hay obstáculo legal para que el deudor promueva —concomitantemente o con posterioridad al juicio ejecutivo— el juicio ordinario en el cual se discutan con amplitud el alcance y la relación causal motivo de la emisión del título ejecutivo.

Tal aserto nos guía a la siguiente reflexión: si la concomitancia del juicio ordinario es viable respecto de un juicio ejecutivo que tramita en contra del ejecutado, con mayor razón sería viable cuando el obligado es ejecutado por un mecanismo autoliquidativo en el cual no hay juicio previo.

En efecto, el deudor ejecutado por el acreedor munido de *garantía autoliquidable* lisa y llanamente no puede hacer valer defensa alguna, ni siquiera referida al título, pues no hay "juicio" en su contra en el cual la pueda plantear.

Se justifica que el *deudor* pueda promover un juicio de conocimiento (con la amplitud de audiencia y prueba necesarias) *antes* o *durante* (y por supuesto con posterioridad) a la ejecución para ser oído, aun cuando no podrá impedir que lo ejecuten extrajudicialmente.

---

(31) Revista argentina *El Derecho,* 123-280.

(32) "Enfoque procesal de las acciones de revisión y de rectificación de la cuenta corriente bancaria", revista argentina *Jurisprudencia Argentina,* 1995-III-899.

En aquellos casos en que el juicio de conocimiento es iniciado con *posterioridad* a la ejecución autoliquidable, podrá adoptar *también* la forma de un *juicio de repetición.* En éste el deudor autoejecutado podrá pretender, además de plantear aquellas defensas que no pudo hacer valer en la ejecución privada, repetir contra el acreedor lo percibido por éste —sin derecho— con motivo de la autoliquidación de la garantía. Puede, además, acumular la pretensión resarcitoria.

Para el caso de que el acreedor haya ejecutado sin derecho o abusivamente una garantía autoejecutable, deberá reparar los daños y perjuicios ocasionados al deudor; por ejemplo:

— el deudor obtuvo sentencia a su favor en el juicio de conocimiento iniciado contra la autoliquidación en el cual se declaró nula la garantía autoliquidable por defectos de especialidad o accesoriedad;
— logró demostrar en dicho juicio que había pagado con anterioridad la deuda garantizada con la autoliquidable que se ejecutó con posterioridad en su contra;
— pudo demostrar en el mentado juicio que la garantía autoejecutable que se ejecutó a su respecto, lo fue como consecuencia de una obligación principal que había sido declarada nula en virtud de una sentencia pasada en autoridad de cosa juzgada material.

IV. LA "PREVENCIÓN" DEL DAÑO ANTE LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES

Tratándose de garantías autoejecutables, como regla, el deudor no puede impedir la "agresión" patrimonial privada del acreedor; sin embargo, puede promover el juicio "previo" para que lo "oigan antes", y esta facultad no le puede ser vedada. Es decir, la ley puede posponer la promoción del juicio de conocimiento, pero no puede *prohibir la facultad constitucional de la cual goza el deudor de poder iniciarlo antes o durante la autoliquidación de la garantía*.

Este juicio de conocimiento amplio que puede promover el deudor contra la ejecución privada y extrajudicial del acreedor, puede tener mayor o menor entidad y efectos, según que "intervenga" o no un juez en la realización de la garantía autoliquidable; intervención jurisdiccional, reiteramos, que no implica que el deudor pueda ejercer su derecho de defensa (como ocurre, por ejemplo, con el "secuestro prendario" en la prenda con registro privada según decreto-ley 15.348/46, ratificado por ley 12.962 y modificado según decreto 897/95, concretado en virtud de una resolución judicial —solicitada por el acreedor— a los efectos de materializar la entrega de la cosa pignorada a éste para que pueda rematarla).

1. Garantías autoliquidables en las cuales existe intervención jurisdiccional

El deudor se opondrá a través de un juicio de conocimiento amplio planteando aquellas cuestiones que no puede hacer valer en la ejecución extrajudicial; sin embar-

go, como regla, *no podrá detener ni suspender la ejecución extrajudicial* a través de medidas cautelares (v. gr.: prohibición de innovar).

Las medidas cautelares no pueden impedir que prosiga el juicio promovido ante otro juez. La solución contraria implicaría otorgar facultades de revisión a un tribunal distinto al que lleva adelante la ejecución, facultad que no existe en ninguna disposición legal.

El deudor que ha iniciado un juicio para oponerse y que pretende paralizar la ejecución privada (v. gr.: el secuestro del bien prendado en la ejecución de la prenda privada con registro) contraría el *principio de prevención* según el cual: "cuando un tribunal se ha avocado al conocimiento de un asunto ningún otro puede interferir de modo directo o indirecto en el desarrollo y desenlace de aquél".

Sin perjuicio de la regla expuesta —*el juicio de oposición no suspende la autoliquidación de la garantía por ser de aplicación el principio de prevención*— creemos que "vedar" *a priori* y en todos los casos la posibilidad de plantear la suspensión por parte del deudor, podría constituir una limitación irrazonable (arts. 1071 y 1198, ap. 1.º del Código Civil argentino) del derecho de acceso a la justicia que le asiste a aquél.

En nuestra opinión, los supuestos de abuso o fraude *manifiestos* autorizarían la suspensión. Por ejemplo, el deudor es ejecutado habiéndose pagado la obligación principal, o habiéndose declarado judicialmente inválida por vicios de nulidad, etc., circunstancias todas estas conocidas por el acreedor.

En efecto, la valla es prudente siempre y cuando entre los procesos no exista conexidad, porque si entre el que tiene la medida decretada y aquel que pretende obtener la extensión existe algún punto de conexión o complemento, la cautelar podría aplicarse sujeta a pocos y precisos requisitos [33].

Aunque desde otra óptica, y con otros fundamentos, el legislador concursal ha consagrado en el artículo 24 de la ley 24.522 una *excepción* importante al *principio de prevención.* El mentado artículo de la Ley concursal dice: "En caso de necesidad y urgencia evidentes para el concurso, y con el criterio del art. 16, párr. final, el juez puede ordenar la suspensión temporaria de la subasta y de las medidas precautorias [34] que impidan el uso por el deudor de la cosa gravada, en la ejecución de créditos con garantía prendaria o hipotecaria. Los servicios de intereses posteriores a la suspensión son pagados como los gastos del concurso, si resultare insuficiente el producido del bien gravado. Esta suspensión no puede exceder de noventa días. La resolución es apelable al solo efecto devolutivo por el acreedor, el deudor y el síndico".

Un caso paradigmático en materia de garantías autoliquidables, en el cual se aplicó el art. 24 de la Ley de Concursos y Quiebras precitado fue el resuelto por el

---

[33] GOZAÍNI, O.A., "Acerca de la posibilidad de extender los efectos de la prohibición de innovar a procesos conexos", revista argentina *El Derecho,* 158-226; Cámara Nacional Civil, sala A, marzo 15-1994, "Vaserman, Olga c. Vaserman, Ana Sofía s/nulidad de los actos jurídicos", revista *El Derecho,* 158-227.

[34] Ordenadas por otros jueces (con competencia no concursal).

Tercer Juzgado de Procesos Concursales y Registros de la Primera Circunscripción Judicial, expte. número 8715, 22/09/2004, "El Rápido S.R.L. p/Conc. Prev." (35).

En el caso, la concursada —empresa de transporte público— solicitó en sede concursal la suspensión de una medida de secuestro de automotores ordenada por el juez civil y comercial (no concursal) en la ejecución prendaria incoada contra la deudora.

No obstante que la solución brindada por el fallo precitado corresponde al ámbito concursal exclusivamente, esfera en la cual encontramos una *disposición normativa específica* que autoriza la interferencia de juez respecto de otro, ésta no importa una solución aislada en el escenario del ordenamiento jurídico en general y, por ende, es proyectable a otras ramas del Derecho.

Así, en materia de acción de amparo la Corte Suprema de Justicia de la Provincia de Buenos Aires, en los autos "Miró, Héctor D.", atendió por vía de amparo el problema suscitado por la detención de un letrado, dispuesta por razones disciplinarias por la Cámara de Mercedes (sala 1.ª). Tal detención fue juzgada por aquella Corte como improcedente, dado que había sido dictada sin oír al profesional, y sin admitir el carácter sustitutivo de la multa oportunamente impuesta (36).

BIDART CAMPOS ha sostenido que un procedimiento de amparo contra actos procesales viciados (sea por defecto de trámite o de contenido) no puede descartarse con el único argumento de que las decisiones del juez de la causa no deben ser revisadas por otro magistrado ajeno al expediente (37).

2. Garantías autoliquidables en las cuales "no" hay intervención jurisdiccional

Al igual que en los casos de ejecución privada en los que existe una "mínima" intervención judicial, el deudor ejecutado tampoco puede postular una cautelar dentro del proceso de oposición que suspenda e impida al acreedor ejecutar privadamente la garantía.

Tal pretensión sería violatoria de la garantía constitucional de "libre demandabilidad" enraizada en el artículo 17 de la Constitución Nacional argentina, conforme al cual:

(i) A nadie se le puede impedir el acceso a los tribunales para hacer valer sus derechos.

(ii) De igual modo, resulta violatorio del derecho de propiedad impedir que el *acreedor* ejecute por vía privada la garantía cuya constitución ha sido previs-

---

(35) Revista argentina *Actualidad jurídica de Mendoza,* primera quincena abril de 2005, año I, vol. 13, p. 810.

(36) Revista argentina *La Ley* 95-626.

(37) *Régimen legal y jurisprudencial del amparo,* Ediar, Buenos Aires, 1969, p. 266.

ta —precisamente— para recuperar el crédito concedido, en caso de incumplimiento de la deuda garantida (siempre que se le asegure por contraposición y coetáneamente al *deudor* la posibilidad de iniciar el *proceso de oposición contra* la autoliquidación).

Sin embargo, creemos que, cuando en la realización de las garantías autoliquidables no hay intervención jurisdiccional alguna, la cuestión cambia con respecto a aquellos casos en los cuales sí existe intervención jurisdiccional.

Cuando no hay injerencia judicial, el deudor tiene más chances —en el juicio de oposición— de obtener medidas precautorias idóneas para "detener" o "suspender" la ejecución privada de la garantía. No está en juego, en este supuesto, el *principio de no intervención.* El deudor ejecutado abusivamente puede oponerse a la ejecución extrajudicial a través de medidas cautelares (v. gr.: medida de no innovar) planteadas en el marco de juicio de conocimiento amplio *previo* o *concomitante* a la ejecución; sólo en aquellos supuestos excepcionales en los cuales aparece manifiesto que el acreedor carece de todo derecho o abusa de él al mediar *dolo o fraude manifiestos de fácil prueba* (por ejemplo, porque el deudor pagó la deuda cuya garantía se ejecuta; o porque se declaró la nulidad de la obligación principal garantizada con sentencia pasada en autoridad de cosa juzgada, etc.).

La Cámara Federal, Civil y Comercial, sala II, el 11 de marzo de 2004, en autos "Vázquez, Diana G.C. Poder Ejecutivo Nacional y otro" (38) resolvió que era procedente la medida cautelar solicitada con el objeto de que se ordene al banco demandado abstenerse de iniciar la subasta de un inmueble en el marco de la ley argentina número 24.441, hasta tanto se resuelva la acción interpuesta para que se declare la inconstitucionalidad de los artículos 39 del decreto 1387/2001, 6 del decreto 1570/2001 y de la comunicación "A" 3398 del Banco Central de la República Argentina, pues las argumentaciones expuestas en la demanda convencen acerca de la existencia de un derecho *prima facie* verosímil, ya que el resguardo perseguido no podría obtenerse por medio de otra medida precautoria y, de negarse la peticionada, se provocaría en la actora un perjuicio prácticamente irreparable

De igual modo, el 6 de febrero de 2003, en autos "The Bank of New York c. Institutos de Servicios Sociales Bancarios", la Corte Federal de la República Argentina resolvió favorablemente e hizo lugar a la presentación directa revocando la decisión recurrida pronunciada por la Cámara Federal de Apelaciones de la Seguridad Social (sala II), que había denegado el recurso extraordinario deducido. En el caso, se había pedido —como medida cautelar de no innovar— que una Obra Social se abstuviera de ejecutar unos certificados de deuda hasta que se resolviese el recurso de alzada planteado contra las resoluciones que habían determinado las deudas en cuestión.

La peticionante de la cautelar interpuso recurso extraordinario; invocó que se le había privado de un procedimiento administrativo regular, respetuoso del debido proceso y del derecho de defensa substancial; que se le había negado información sobre la

(38) Revista argentina *La Ley* 2004-E-205.

deuda reclamada, así como el acceso a la alzada administrativa; hizo especial hincapié en la insuficiente reparación que significaban para sus agravios los procesos ejecutivos u ordinario posterior y que el levantamiento de la prohibición de innovar precipitaba los perjuicios constitucionales que se procuran evitar mediante su dictado.

La Corte negó que la cautelar impida a la Obra Social acceder a la justicia; sostuvo que queda al arbitrio de la Administración poner fin a la medida cautelar, puesto que ésta se concedió limitadamente hasta tanto se resolviera el recurso ante el Ministerio de Salud, y se habilite con ello la vía judicial, según prevé el art. 95 del decreto 1759/72. Precisó que el propósito de la medida no fue otro que suspender los efectos de actos administrativos tachados de nulidad. Destacó que la accionada es un ente en liquidación, intervenido por el Poder Ejecutivo, sin objeto social y fuera del régimen de la ley 23.660, motivo por el que, de no acogerse la cautelar se estaría obligando a la actora a demandar a un ente insolvente, con un régimen patrimonial transitorio, lo que, por sí mismo, evidencia el peligro en la demora.

V. CONCLUSIÓN

Conforme lo expresado precedentemente, creemos que los intereses constitucionales en juego (defensa en juicio, derecho de propiedad y derecho a la conclusión de los procesos en un plazo razonable) pueden ser compatibilizados a la luz de la Carta Magna:

Por un lado, el *acreedor* no encuentra dilaciones al pretender el cobro de su crédito; esto es, *dentro* de la propia vía extrajudicial que utiliza para cobrar su acreencia, el deudor no puede plantear cuestiones que dilaten o retarden aquel objetivo.

Por el otro, el *deudor* que prueba en forma indubitable que la ejecución que se sigue en su contra es "abusiva" o "ilícita" puede plantear y acreditar tal situación, *excepcionalmente*, a través de un *juicio de conocimiento amplio iniciado por separado y con carácter previo, paralelo o posterior* a la autoliquidación de la garantía, siempre que no interrumpa la pretensión ejecutiva del acreedor.

En estos términos, el deudor puede ejercer "a tiempo" su derecho de defensa sin perjudicar la vía de cobro del crédito del acreedor, quedando, sin embargo, en manos de este último —al ver que se denuncia por "juicio separado" una situación de "abuso" o "ilicitud"— la prudente decisión de no iniciar la ejecución, detenerla y no seguirla hacia adelante, so riesgo de tener que reparar los daños y perjuicios ocasionados por su obrar antijurídico (en caso de haber ejecutado mal y sin derecho, o en forma abusiva).

En definitiva, no puede "prohibirse" que el juicio sea "previo", ni en la ejecución patrimonial, ni en la penal. Este derecho del ejecutado no puede ser derogado por el legislador, ni por las partes. Se trata de un derecho amparado por los arts. 17 y 18 de la Constitución Nacional Argentina, que tutelan el derecho de defensa en juicio de la persona y el derecho de propiedad privada.

En la esfera patrimonial, el legislador puede postergar el ejercicio del derecho de defensa del deudor. Tal parecería ser el caso de las autoejecutables. Sin embargo, por

imperio de la Constitución Nacional, el deudor goza siempre de la facultad de poder instar —carga del contradictorio— de manera "previa" el juicio necesario para ser oído. Dicha facultad encuentra base normativa en los arts. 17 (inviolabilidad de la propiedad privada), 18 (inviolabilidad de la defensa en juicio de la persona y sus derechos) y 19 de la Constitución Nacional Argentina (principio de legalidad). En cambio, en la esfera penal, el juicio o el conocimiento judicial debe ser *indefectiblemente* previo a la ejecución o condena.

En conclusión, desde la óptica de los derechos patrimoniales, el conocimiento judicial "puede verse postergado" por el legislador bajo ciertas condiciones, siempre y cuando se deje en manos del deudor la "posibilidad" o la "facultad" de iniciarlo en forma previa en casos de ejecuciones privadas abusivas o fraudulentas (circunstancias que tiene la carga de probar).

VI. LAS GARANTÍAS AUTOLIQUIDABLES Y PROCESO CONCURSAL

A continuación, *relacionaremos* las garantías autoliquidables y el proceso concursal, especialmente, con el trámite verificatorio. En efecto, establecer la vinculación entre garantías autoejecutables y proceso falencial es relevante, toda vez que la relación entre las etapas de conocimiento y ejecución tiene repercusión no sólo en la órbita del proceso individual (ejecución individual), sino también en el ámbito concursal (ejecución colectiva). De manera particular, el proceso verificatorio plantea el interrogante acerca de si desempeña o no la función de etapa de conocimiento judicial previa a la ejecución patrimonial por parte del acreedor.

Previo a establecer estos vínculos es necesario exponer, lo más sintéticamente posible, los aspectos que caracterizan al proceso concursal argentino.

1. Aspectos que caracterizan al proceso concursal y al Derecho concursal en general

1.1. Preliminares

El deudor puede encontrarse ante la imposibilidad de hacer frente al *conjunto de sus obligaciones*; su estado de impotencia patrimonial se revela, pues, con carácter *general*. Para estos supuestos, la ley prevé un proceso que involucra a *todo su patrimonio* y a *todos sus acreedores*. Este proceso, que es de carácter colectivo y que comprende la totalidad del patrimonio y la totalidad de los acreedores, se denomina juicio *concursal*, procedimiento concursal o proceso *colectivo*. A diferencia del proceso individual, el proceso colectivo no tiene como presupuesto el *mero incumplimiento* de alguna obligación, sino un estado generalizado de insolvencia del deudor denominado *estado de cesación de pagos*.

Los caracteres más importantes de este *juicio colectivo* son los siguientes:

(a) El presupuesto de apertura del proceso concursal es el *estado de cesación de pagos* o insolvencia del patrimonio del deudor, caracterizado como el *estado general y*

permanente de desequilibrio patrimonial que coloca al deudor en la imposibilidad de hacer frente, de manera regular, a las obligaciones exigibles. Este presupuesto del concurso difiere del mero "incumplimiento", presupuesto del juicio individual, aunque el incumplimiento de la obligación constituye uno de los *hechos reveladores* del estado de cesación de pagos.

(b) La ejecución colectiva es un proceso *único*. Dentro de la República Argentina no pueden coexistir, contemporáneamente y en relación al mismo patrimonio de una misma persona, dos procesos concursales.

(c) En virtud de lo expuesto, un solo órgano jurisdiccional entiende en la totalidad de las pretensiones de contenido patrimonial contra el deudor concursado *(fuero de atracción)*. Este proceso colectivo "atrae" la mayoría de los juicios individuales que estaban iniciados contra el deudor.

(d) La existencia de un único proceso concursal y la necesidad de que a él concurran todos los acreedores del deudor produce varios efectos beneficiosos: (I) Un mejor control del deudor y de los acreedores entre sí respecto a cuales pretensiones crediticias pueden incorporarse al pasivo común; (II) Una mayor celeridad en la tramitación del procedimiento universal; (III) Una mayor economía a fin de que se devenguen menores gastos de justicia.

(e) En el proceso concursal entran en conflicto no sólo los intereses patrimoniales *particulares* del acreedor y del deudor, sino también los intereses de la generalidad de los acreedores, los de la colectividad, interesada en la protección de la empresa como fuente de trabajo y unidad productiva, etc. Ello explica las restricciones al *principio dispositivo* y la mayor vigencia del principio inquisitivo, traducido en mayores poderes del juez concursal y en algunas facultades del síndico, órgano propio y característico de estos juicios (v. gr.: el síndico del concurso puede impulsar el desarrollo del proceso, y puede producir prueba aun cuando no sea ofrecida por el concursado; el deudor puede desistir del concurso preventivo y de la quiebra que él peticionó, pero con las restricciones fijadas por los arts. 31 y 87 de la ley argentina número 24.522 de concursos y quiebras, etc.).

(f) El juicio colectivo produce importantes efectos sobre la persona y sobre los bienes del deudor concursado. Así, en la quiebra, todos los bienes del patrimonio (salvo ciertas excepciones legalmente determinadas) resultan incautados y entregados al síndico para su custodia y administración hasta la liquidación judicial. El quebrado pierde las facultades de administración y disposición de sus bienes (desapoderamiento). Por un cierto período, el deudor quebrado es inhabilitado personalmente, medida que le impone numerosas restricciones a sus actividades, sobre todo en la esfera comercial y empresarial.

(g) Particularmente en la quiebra, los mecanismos para dejar sin efecto actos realizados por el deudor en perjuicio de sus acreedores y, de este modo, recomponer el patrimonio del fallido, son más simples, exigen menos requisitos y extremos probatorios que los de las acciones del derecho común (simulación, fraude, etc.). A tal efecto, la legislación falencial regula las *acciones de ineficacia concursal*. Por lo demás, la integridad del patrimonio del deudor es resguardada por el *síndico,* quien,

en el concurso preventivo, ejerce una *vigilancia* sobre él, y en la quiebra lo *administra y dispone*.

(h) La ley concursal tiene un régimen propio de preferencias o privilegios. Es decir, cuando el deudor está *in bonis* rige la llamada "ley común" (Código Civil, Código de Comercio, códigos procesales, etc.); cuando se encuentra en estado de cesación de pagos, en cambio, normalmente no se aplican las reglas del llamado derecho común (código civil, código de comercio, etc.) sino la ley *especial*, que es la ley de concursos o ley *falencial*.

1.2. Principios que informan el proceso concursal

El proceso concursal se caracteriza por ser *universal*, *único* y *predominantemente inquisitivo*.

(a) *Universalidad* (o colectividad o pluralidad): El proceso concursal es universal por cuanto en él convergen las pretensiones de todos los acreedores sobre la totalidad de un patrimonio. Este carácter del proceso concursal guarda relación con la noción del patrimonio como universalidad jurídica. Se trata de un proceso que compromete al patrimonio como conjunto de bienes y deudas de una persona (no se limita a algunos bienes singulares y a algunas deudas). Afecta a la totalidad del activo del deudor, convocando a los acreedores a dirimir y a efectivizar sus derechos sobre los bienes que integran ese patrimonio.

Por eso, se habla de universalidad concursal *objetiva* y *subjetiva*.

En su *aspecto objetivo*, la universalidad se refiere a los *bienes del deudor* comprometidos en el proceso concursal. Una aplicación de este aspecto es el art. 1 de la ley 24.522 de concursos y quiebras (en adelante LCQ) que dice: "El concurso preventivo o quiebra produce sus efectos sobre la totalidad del patrimonio del deudor, salvo las exclusiones legalmente establecidas respecto de bienes determinados". Entre estas últimas encontramos, verbigracia, el art. 108 de la ley 24.522, norma que establece qué bienes están excluidos del desapoderamiento que pesa sobre el quebrado.

En su *aspecto subjetivo*, la universalidad se refiere a los *sujetos involucrados* como acreedores del deudor concursado; es decir, a todos los que pretenden cobrar sus acreencias sobre el patrimonio que se encuentra en cesación de pagos. En este sentido, la carga de *verificar los créditos*, es decir, la carga de concurrir ante el síndico, denunciar el crédito (causa, títulos justificativos y privilegio) y solicitar ser incluido dentro del pasivo al que los bienes del deudor deben dar satisfacción, se impone a "todos los acreedores", tanto en el concurso preventivo como en la quiebra (arts. 32 y 126 de la LCQ).

(b) *Unicidad*: este carácter se encuentra íntimamente ligado a la universalidad. No pueden coexistir dos procesos concursales relativos a igual patrimonio del mismo sujeto. Existe un proceso único, un juez único, y *fuero de atracción*. En virtud del fuero de atracción, a partir de la resolución judicial que abre el concurso preventivo o la quiebra *todos los juicios de contenido patrimonial* seguidos ante cualquier juzgado

de la República Argentina contra el concursado *deben radicarse ante el juez del concurso preventivo o de la quiebra* (arts. 21 y 132 de la ley 24.522).

La reforma de la ley 26.086 [39] ha debilitado tremendamente el fuero de atracción.

Efectivamente, han quedado excluidos de sus efectos en el ámbito del *concurso preventivo* (art. 21 de la LCQ): 1).— los procesos de expropiación, los que se fundan en las relaciones de familia y las ejecuciones de garantías reales; 2).— los procesos de conocimiento en trámite y los juicios laborales (salvo que el actor opte por suspender el procedimiento y verificar su crédito conforme lo dispuesto por los artículos 32 y concordantes de la LCQ) y 3).— los procesos en los que el concursado sea parte de un litis consorcio pasivo necesario. En estos casos los juicios proseguirán ante el tribunal de su radicación originaria y la sentencia que se dicte en ellos valdrá como título verificatorio en el concurso. En el caso de las ejecuciones de garantías reales no se admitirá el remate de la cosa gravada ni la adopción de medidas precautorias que impidan su uso por el deudor, si no se acredita haber presentado el pedido de verificación del crédito y su privilegio.

Por su parte, la declaración de *quiebra* (art. 132 de la LCQ) atrae al juzgado en el que se tramita todas las acciones judiciales iniciadas contra el fallido por las que se reclamen derechos patrimoniales. Salvo las ejecuciones de créditos con garantías reales, quedan exceptuados de este principio los casos indicados en el artículo 21, incisos 1), 2) y 3), bajo el régimen allí previsto. El trámite de los juicios atraídos se suspende cuando la sentencia de quiebra del demandado se halle firme; hasta entonces se prosigue con el síndico, sin que puedan realizarse actos de ejecución forzada.

(c) *Inquisitoriedad*: los procesos concursales pueden ser caracterizados como *predominantemente inquisitivos,* por oposición a los procesos *dispositivos.*

El principio dispositivo suele regir en procesos en los que se dirimen cuestiones que afectan intereses privados. Estos procesos se caracterizan porque las partes (actor y demandado) tienen el poder de iniciativa; relatan los hechos, exponen sus pretensiones y defensas en la demanda y en la contestación y, de este modo, establecen los límites del juicio; al dictar la sentencia que pone fin al pleito, el juez no puede apartarse del marco fijado por actor y demandado. Las partes también tienen el poder de impulso del procedimiento; así, durante el juicio, pueden ponerse de acuerdo en suspender los plazos del proceso, pueden delimitar la prueba a producir, ofreciendo una prueba y no otra, etc. Actor y demandado también tienen el poder de disposición del proceso; así, el actor o demandante puede desistir del derecho a cobrar su crédito contra el deudor, desistimiento que produce la extinción de su derecho, no pudiendo reclamarlo en el futuro; puede igualmente desistir del proceso, es decir, que se extingue el proceso aunque no el derecho subjetivo, pudiendo luego iniciar un nuevo proceso contra el deudor; también es posible terminar el proceso de mutuo acuerdo (acuerdo transaccional o conciliatorio), etc.

---

[39] Publicada en el Boletín Oficial de la República Argentina del 11 de abril de 2006.

En cambio, en los llamados procesos *inquisitivos* (como el concursal), el rol del juez adquiere mayor protagonismo y sus poderes se acrecientan (por ejemplo: las pruebas no se limitan a las que las que los particulares arrimen al proceso; el juez, por propia iniciativa, pueden incorporar otras, etc.). El principio inquisitivo rige en los procesos en que están en juego intereses generales o públicos y, por ello, en principio, son indisponibles.

El proceso concursal, una vez abierto, está regido, principalmente, por el principio inquisitivo. Por ejemplo, el juez puede declarar *inadmisibles* créditos cuya verificación es pedida por su titular aunque el deudor los haya reconocido o no los haya cuestionado; más aún, el juez puede rechazar esos créditos aunque no hayan sido cuestionados por el resto de los acreedores (durante el período de observación de créditos) ni por el síndico (en el informe individual), etc.

Por otro lado, el juez tiene amplias facultades en materia de *impulso* procesal y de iniciativa probatoria. En este sentido, el art. 274 de la LCQ dispone que el juez tiene la dirección del proceso, pudiendo dictar todas las medidas de impulso de la causa y de investigación que resulten necesarias. A tales fines puede disponer, entre otras cosas: la comparecencia del concursado o quebrado en todos aquellos casos en que omita las informaciones que el juez o el síndico le requieran, incurra en falsedad en las que produzca, o realice actos en perjuicio evidente de los acreedores, pudiendo incluso separarlo de la administración de su patrimonio.

Lo expuesto no obsta a que el proceso concursal tenga rasgos *dispositivos.* Por ejemplo, para la apertura de un proceso concursal, sea preventivo (concurso preventivo), sea liquidativo (quiebra), es menester la iniciativa de parte; así, en principio, el juez no puede declarar *de oficio* la quiebra de un sujeto sin que medie pedido del propio deudor o de un acreedor; tampoco puede abrir el concurso preventivo sin que lo pida el propio deudor. Para acceder al proceso concursal, obtener el reconocimiento de sus acreencias y, en última instancia, cobrar (a través de la propuesta de acuerdo en el concurso preventivo o, en la quiebra, mediante el proyecto de distribución final una vez liquidados todos los bienes), el acreedor debe pedir la verificación de sus créditos. Si el acreedor no concurre a verificar, ni el juez, ni el síndico, ni el deudor ni otro acreedor pueden suplir su pasividad, y quedará marginado del proceso concursal.

1.3. Período informativo en el proceso concursal

a) Proceso de verificación de créditos "tempestiva" (art. 32 de la LCQ y concordantes). Concepto. Procedimiento. Fines.

Todo acreedor por causa o título *anterior* a la presentación en concurso tiene la *carga* de verificar, o insinuarse en el pasivo. Estas expresiones significan que todo acreedor, en su propio interés, debe *denunciar* su acreencia (explicar en qué consiste), acompañar los *títulos* justificativos en que se funda, e indicar la *causa* (cuál fue el contrato o hecho jurídico que dio nacimiento a su crédito). Cuando se dice que la verificación del crédito constituye una *carga* para el acreedor, se afirma que él actúa por propia iniciativa y en su propio interés. Si no lo hace, ningún otro sujeto lo hará por

él (ni otro acreedor, ni el síndico, ni el juez de oficio), no tendrá posibilidad de ser tenido por acreedor ante el juez de concurso y, por ende, perderá la *chance* de cobrar su acreencia.

El denominado período informativo comprende básicamente dos etapas del proceso concursal (40):

— La de verificación y graduación de créditos, que tiene por objeto determinar cuáles son los acreedores que constituyen el pasivo concursal, por qué monto y con qué privilegio, y
— la del denominado informe general, en que el síndico ha de poner en conocimiento de los acreedores y del juez toda una serie de datos relativos al concursado, en orden a la decisión que los acreedores deben tomar de apoyar o rechazar la propuesta de acuerdo preventivo que ofrezca el concursado.

A partir de la derogada ley 19.551 se estructuró un mecanismo de reconocimiento de los créditos que se denominó *proceso de verificación*. Este proceso consta de una primera y básica etapa que se abre con la presentación que quien reclame la calidad de acreedor debe hacer ante el síndico. La ley atribuye a la petición que el pretenso acreedor formula ante el síndico los efectos de una demanda judicial. Con esos datos y con alguna dosis de conceptualismo la doctrina entendió que éste era un proceso judicial especial, dentro de un proceso más general que es el concurso, y cuyas características eran ser:

— Necesario, por cuanto todos los acreedores que quisieran participar del proceso concursal debían recurrir a este proceso de verificación;
— típico, en cuanto desplazaba a los que corresponderían según la naturaleza del crédito de que fuera titular el pretensor;
— contencioso y de conocimiento pleno.

Es preciso señalar que prestigiosa doctrina criticó la calificación del pedido del acreedor como demanda (41). Y en realidad, la idea misma de que la petición ante el síndico abría un proceso contencioso y de conocimiento pleno era bastante dudosa; téngase en cuenta que en una primera etapa el acreedor presentaba sus títulos al síndi-

---

(40) RIVERA, J.C., *Instituciones de Derecho Concursal,* segunda edición actualizada, t. 1, Santa Fe, Rubienzal Culzoni, 2003, pp. 373 y ss.

(41) V. gr.: Osvaldo Maffía, quien señaló diversas razones para negarle carácter de "demanda" al pedido verificatorio. Indicó que el pedido de verificación no es una demanda porque no se presenta en el tribunal ni da origen a proceso alguno, requisitos que deben concurrir para que una pieza judicial merezca ese nombre. El trámite de verificación tiene su inicio en la sentencia de apertura, no con el pedido del acreedor que, por el contrario, presupone ese sentencia y esa apertura: existe una etapa de verificación precisamente porque una sentencia abrió el concurso. Es probable que el error de llamar "proceso" a esa etapa nos impulse a pensar en la demanda que le daría origen; pero ocurre que esa pretendida demanda a su vez sería tal porque da origen a un proceso. La otra carencia es todavía más visible, ya que el pedido del acreedor no se presenta en el Juzgado, sino que se presenta al síndico en el

co y éste —una vez ejercidas sus facultades de investigación— presentaba el informe individual, que era susceptible de impugnaciones por todos los intervinientes; pero esa impugnación no abría propiamente un incidente en el sentido con que esa expresión es usada por la ley concursal, la resolución del juez era provisoria —al efecto de la junta— y no generaba costas. Más dudosa es todavía la conceptualización como proceso contencioso de conocimiento pleno si se atiende a que, en caso de cuestionamiento del crédito, se abre una vía denominada de revisión (art. 38 de la ley 19.551; hoy art. 37 de la LCQ) que tramita por la vía del incidente concursal y constituye realmente un proceso judicial de conocimiento pleno, que termina en una sentencia susceptible de apelación.

La ley 24.522 mantiene la terminología cuestionada, pero ahonda la diferencia entre esa primera etapa que se ventila ante el síndico y concluye con el informe individual y la revisión prevista en el artículo 37, que sí es un proceso conocimiento pleno.

El juez debe dictar resolución sobre la procedencia y alcance de las solicitudes de verificación de créditos formulados al síndico, dentro de los diez días posteriores a la presentación del informe individual (42).

La resolución que produce efecto de cosa juzgada es la que se adopta de conformidad al informe del síndico, cuando éste ha aconsejado verificar lo que al acreedor pidió y no han mediado observaciones del deudor ni de otros acreedores. Del mismo modo, la resolución del artículo 36 LCQ, que declaró admisible o inadmisible un crédito o privilegio, adquiere efectos de cosa juzgada cuando no se intenta la revisión del artículo 37 dentro del plazo que éste fija, también salvo dolo.

En suma, la etapa de verificación de créditos sirve para (43):

a) Determinar el alcance del pasivo, en la forma más exacta posible, así como su exigibilidad actual.
b) Brindar legitimación a los acreedores para su participación en el concurso.
c) Establecer las relaciones de los acreedores entre sí, pues la verificación tiende no solamente a lograr que se declare el derecho del acreedor contra el deudor, sino también su oponibilidad a los demás acreedores, y, desde tal punto de vista, posibilita un control recíproco entre acreedores, habida cuen-

---

domicilio constituido *ad litem*. Más aún: ni siquiera llega ulteriormente al tribunal, ya que el síndico lo conserva en el legajo individual que debe llevar según el art. 33. La solicitud del acreedor insta el quehacer del síndico, quien practicará las compulsas del art. 33 y oportunamente presentará el informe del art. 35. Lo que llega al Juzgado es el informe, no el pedido del acreedor, el cual, insistimos, queda en poder del órgano del concurso. En conclusión, que el pedido de verificación no da inicio al trámite, no se presenta al Juzgado ni le llega ulteriormente, basta para negar a ese escrito el carácter de "demanda" en sentido técnico procesal ("Verificación de créditos", 4.ª edición actualizada y ampliada, Buenos Aires, Depalma, 1999, pp. 78 y ss.).

(42) RIVERA, J.C., ibídem, p. 404.

(43) HEREDIA, P., *Tratado exegético de Derecho concursal,* t. 1, Ciudad de Buenos Aires, Ábaco, 2000, p. 640.

ta de que la admisión de cada crédito y de su graduación tienen incidencia en las expectativas de cobro de los demás.

d) Apreciar si el procedimiento concursal debe o no proseguir, habida razón de que la inexistencia de acreedores verificados o declarados admisibles constituye causal para decretar su cesación.

e) En el concurso preventivo, establecer quiénes se encuentran habilitados para prestar la conformidad referida por el art. 45 de la LCQ.

f) Garantizar la *par conditio creditorum,* toda vez que, mediante la carga verificatoria, es factible conocer los actos que pudieron haber afectado ese principio concursal, y

g) Facilitar al órgano judicial, con competencia funcional, la satisfacción y tutela de los intereses particulares y públicos que concurren en el proceso concursal.

b) Actuación del síndico durante el proceso de verificación tempestiva.

Para poder dictaminar sobre la procedencia o no del crédito, el síndico debe realizar todas las compulsas necesarias en los libros y documentos del concursado y, en cuanto corresponda, en los del acreedor. Puede, asimismo, valerse de todos los elementos de juicio o probatorios que estime útiles y, en caso de negativa a suministrarlos, solicitar al juez de la causa las medidas pertinentes (arts. 33 y 200 de la LCQ).

c) Período de observación de créditos.

Durante los 10 días posteriores al vencimiento del plazo para pedir verificación, el deudor y los acreedores que se hubiesen presentado pueden concurrir al domicilio del síndico a efectos de revisar los legajos y formular por escrito las impugnaciones y observaciones respecto de las solicitudes formuladas por cualquiera de los acreedores (arts. 34 y 200 de la LCQ).

Las impugnaciones deben ser redactadas en dos copias y se agregan al legajo correspondiente; el síndico debe entregar al interesado constancia que acredite la recepción, indicando día y hora de la presentación; dentro de las 48 horas del vencimiento del período de observaciones, el síndico debe presentar al juzgado un juego de copias de las impugnaciones recibidas.

d) Informe individual del síndico (art. 35 y 200 de la LCQ).

Vencido el término para la formulación de observaciones, en el plazo de los 20 días subsiguientes, el síndico debe redactar y presentar al juzgado un informe sobre cada solicitud de verificación. En este informe, el síndico debe dar opinión fundada sobre la procedencia de la verificación del crédito y el privilegio. En otras palabras, el síndico debe expedirse acerca de si el acreedor debe ser tenido por tal en el concurso preventivo (aconseja se admita el crédito), o debe ser excluido de éste (el síndico entiende que dicho sujeto no es acreedor del concursado, por lo que el crédito invocado debe ser declarado inadmisible).

e) Resolución judicial: créditos declarados *verificados*, *admisibles* e *inadmisibles* (art. 36 y 200 de la LCQ). Incidente de revisión.

Dentro de los 10 días de presentado el informe individual del síndico, el juez debe decidir sobre la procedencia y alcances de las solicitudes de verificación formuladas por los acreedores. La opinión del síndico plasmada en el informe individual no es vinculante para el juez, pudiendo separarse de ella.

El juez puede dictar tres tipos de resoluciones, según que el crédito haya sido observado o no por el deudor, por otro acreedor, o por el mismo síndico, y consecuentemente con ello declarará el crédito verificado, admisible o inadmisible.

El juez declara *verificado* el crédito que no fue observado por el deudor, ni por otro acreedor, ni tuvo dictamen desfavorable del síndico; esa decisión tiene el máximo de efectos favorables para el titular del crédito, ya que: (I) habilita a decidir sobre la propuesta de acuerdo, o sea, este acreedor dice si acepta o no la propuesta que formula el deudor; (II) el crédito integra la base de cálculo de las mayorías a fin de ponderar si se aprobó o no la propuesta de acuerdo dirigida por el deudor a sus acreedores; (III) es irrecurrible (no puede ser revisada a través de un incidente de revisión por otro acreedor o por el deudor, art. 37 de la LCQ). La resolución judicial que declara "verificado" el crédito tiene autoridad de cosa juzgada material, es decir, en adelante no podrá discutirse lo que el juez resolvió a favor del acreedor. En efecto, para que sea procedente la revisión es necesario que alguien, aunque no necesariamente quien peticiona la revisión, haya observado el crédito insinuado; así por ejemplo, el deudor puede interponer recurso de revisión contra la sentencia que declara admisible el crédito aunque él no haya observado el crédito, si lo hizo otro acreedor.

El juez declara *admisible* el crédito cuando desestima las observaciones realizadas por el deudor u otro acreedor, o por el síndico en el informe individual; la declaración de *admisibilidad* habilita al acreedor a participar en la decisión sobre la propuesta de acuerdo; el crédito admisible integra la base de cálculo de las mayorías a fin de ponderar si se aprobó o no la propuesta de acuerdo dirigida por el deudor a sus acreedores; pero, a diferencia del crédito verificado, es susceptible de incidente de revisión (arts. 37 y 200 de la LCQ).

La decisión que declara *inadmisible* el crédito acoge las observaciones o el dictamen desfavorable del síndico; su titular no participa en la toma de decisión sobre la propuesta de acuerdo, y tampoco se toma en cuenta para el cálculo de las mayorías, pero puede recurrir la resolución adversa mediante incidente de revisión (arts. 37 y 200 de la LCQ).

El incidente de revisión (arts. 37 y 200 de la LCQ) se interpone ante el juez del concurso a fin de que "revea" él mismo la decisión que dictó sobre la procedencia (o no) de la incorporación del crédito del acreedor al proceso concursal; si la revisión prospera, podrá declarar admisible un crédito que había sido declarado inadmisible y viceversa.

1.4. La verificación tardía

La verificación del acreedor puede ser "tardía" (arts. 56 de la LCQ). La verificación tardía es la intentada con posterioridad al vencimiento del plazo fijado en la resolución de apertura del concurso para las verificaciones "tempestivas". A diferencia de la verificación tempestiva (que, según se explicó, se peticiona al síndico, arts. 14, inc. 3.º, 32 y 200 de la LCQ), la tardía se presenta ante el juez del concurso quien dicta una sentencia admitiendo o no el crédito en el pasivo del deudor concursado.

La verificación tardía produce los siguientes efectos: (I) Se aplican a estos créditos la propuesta de acuerdo preventivo homologada aunque los acreedores no la votaron; (II) Si fueron incorporados después de que el acuerdo comenzó a cumplirse, los acreedores no pueden reclamar de sus coacreedores lo que éstos ya hubieren percibido en virtud del concordato; (III) El juez debe fijar la forma en que se aplicarán los efectos ya producidos.

2. Proceso concursal y garantías autoliquidables

Doctrina y jurisprudencia han intentado contestar dos interrogantes:

1) ¿Es necesario que los acreedores con garantía autoejecutable verifiquen su acreencia en el concurso?

2) Dado que cuentan con una garantía de ejecución "privada", ¿cómo cobran?

Pasaremos revista a las opiniones doctrinales y a los precedentes jurisprudenciales que abordaron esa temática. Esta revisión nos permitirá comprender la mecánica del funcionamiento de las autoejecutables en el proceso concursal, en qué medida se tutela el derecho de defensa y de propiedad del cesante en sus pagos, y hasta dónde se protege igual derecho de los acreedores.

A tal efecto, analizaremos —a la luz de esa doctrina y jurisprudencia— cómo juegan los artículos 23, 32, 200 y 210 de la ley 24.522.

2.1. Opinión de la Doctrina

❖ **Osvaldo J. MAFFÍA** (44).

El prestigioso autor refiere que estamos en presencia del remate que pueden disponer directamente algunos bancos y otras instituciones autorizadas por su carta orgánica u otro régimen *ad hoc* (Banco nación, Banco Provincia de Buenos Aires, Banco Municipal de la Ciudad de Buenos Aires, etc.).

(44) *Ley de concursos comentada*, t. 1, Depalma, Buenos Aires, 2001, p. 74.

La ley especifica:

a) Acreedores con garantía real (hipoteca, prenda, *warrant*).
b) Con derecho de ejecución directa de los bienes gravados, esto es, sin necesidad de orden judicial.
c) El remate puede afectar al deudor ahora concursado y/o a los socios con responsabilidad ilimitada.
d) Dentro de los 20 días (hábiles: art. 273, inc. 2), el ejecutante "debe rendir cuentas en el concurso".
e) Si no lo hace dentro de ese plazo, "el acreedor pierde a favor del concurso el uno por ciento de su crédito por cada día de retardo".
f) El ejecutante, una vez cubiertos sus créditos, debe depositar el remanente "en el plazo que el juez fije". Lo hará en la cuenta abierta a nombre del concurso —o abrirá una en su caso— en el banco de depósitos judiciales que correspondiera.
g) Si ya hubiese comenzado la publicación de edictos anunciando la apertura del concurso (arts. 27 y 28) antes de la publicación de los avisos del remate no judicial, el acreedor debe comunicar, mediante presentación en las actuaciones concursales, "la fecha, lugar, día y hora fijados para el remate, y el bien a rematar". Asimismo, acompañará "el título de su crédito". La omisión "vicia de nulidad el remate".
h) La rendición de cuentas debe sustanciarse por incidente, con intervención del concursado y el síndico.

Se ha hecho notar, sostiene MAFFÍA, algo así como una propensión a incrementar los casos en que se admite la venta extrajudicial

❖ **Julio César RIVERA** (45).

Al tratar las *ejecuciones por remate no judicial,* RIVERA recuerda que algunos acreedores tienen derecho a rematar extrajudicialmente los bienes afectados a ciertas garantías; por ejemplo, el Banco Hipotecario Nacional, los bancos cuando actúan como acreedores en la prenda con registro, los almacenes fiscales y titulares de *warrant.* Quedan comprendidos en esta categoría los acreedores titulares de garantías autoliquidables (fideicomiso de garantía, cesión de crédito en garantía o prenda de créditos, etc.).

El artículo 23 de la LCQ impone al acreedor dos deberes:

— rendir cuentas acompañando los títulos de sus créditos y los comprobantes respectivos, dentro de los 20 días de haberse realizado el remate, y depositar el saldo, si lo hubiere, en el término que el juez fije;

---

(45) *Instituciones de Derecho Concursal,* segunda edición actualizada, t. 1, Santa Fe, Rubienzal Culzoni, 2003, pp. 373 y ss. "la cesión de créditos en garantía y el concurso preventivo del cedente", revista argentina *El Derecho* 173-448.

— si el remate es posterior al comienzo de la publicación de edictos, hacer saber en el proceso concursal la fecha, lugar, día y hora fijados para el remate, y el bien a rematar, acompañando, además, el título de su crédito.

El incumplimiento de la primera obligación se sanciona con una multa a favor del concurso del 1 por 100 del monto del crédito por cada día de retardo posterior a la intimación judicial. El incumplimiento de la segunda obligación es mucho más grave: causa la nulidad del remate.

En razón de lo dispuesto en el art. 587 del Cód. Comercio argentino, el acreedor prendario de un título de crédito de tercero puede percibir el crédito sin pedir verificación, pues estamos en presencia de una garantía autoliquidable, sin perjuicio de rendir cuentas en los términos del art. 23 de la ley 24.522.

❖ **Héctor CÁMARA** (46).

Al referirse a los créditos que escapan al proceso verificatorio, el recordado maestro cordobés trata la situación de los *créditos de pronto pago, créditos laborales* y *créditos con garantías reales.*

Específicamente con relación a estos últimos, afirma que la ley 19.551 equiparó la situación del acreedor hipotecario y la del acreedor asegurado mediante prenda con registro (47); quienes garantizaron su crédito con gravamen real escapan al trámite largo y penoso del proceso universal.

El artículo 130, después de expresar "sin perjuicio del cumplimiento oportuno de esa carga" (o sea, peticionar la verificación de créditos (48)), dispone que "los acreedores hipotecarios o prendarios pueden reclamar en cualquier tiempo mediante la realización de la cosa sobre la que recae el privilegio, previa comprobación de sus títulos en la forma indicada por el artículo 203 y fianza de acreedor de mejor derecho".

De manera que los créditos con garantía real pueden eludir la verificación de créditos de los artículos 33 y ss. en la quiebra, recurriendo al procedimiento más

---

(46) *El concurso preventivo y la quiebra,* vol. I, Buenos Aires, Depalma, 1978, pp. 577 y ss.

(47) El artículo 130 habla de acreedores prendarios o hipotecarios, pero el artículo 203 sólo alude dentro de los primeros a los "acreedores garantizados con prenda con registro". Excluye a los acreedores prendarios con desplazamiento civil (art. 3204, Código Civil argentino) y comercial (art. 580, Código Comercio argentino). También la "prenda cambiaria", según se desprende del artículo 587, pudiendo el endoso llevar la cláusula "valor en prenda", "valor en garantía" o cualquier otra que implique una caución (art. 20, decreto ley número 5965/63 de la República Argentina). Atento al carácter excepcional del concurso especial, éste quedaba reducido a los créditos hipotecarios o de prenda con registro.

(48) Al respecto afirmaba el jurista que glosamos que el texto no era muy claro, dando la impresión de que, después de promovido el concurso especial, el acreedor con garantía real debe requerir la verificación del crédito. Que ello carecía de sentido, pues si percibió el importe dejó de ser acreedor. Por tanto, debía entenderse que aludía al supuesto en que este acreedor no usó del concurso especial.

acelerado del artículo 203 de la LCQ, que deroga implícitamente el artículo 28 del decreto-ley número 15.348/46, de prenda con registro de la Argentina.

El texto referido autoriza a los acreedores garantizados con hipoteca o prenda con registro para requerir la venta a que se refiere el artículo 130, segunda parte, mediante la petición en el concurso, que se tramita por expediente separado; esto es, el concurso especial, como se intitula el dispositivo legal, ante el tribunal de ejecución colectiva. El trámite es muy simple; con vista al síndico, el magistrado decide sobre la existencia del crédito y del privilegio pretendidos y ordena la subasta de los bienes objeto de la garantía (art. 203, 2.ª parte).

Liquidados los bienes y aprobada la subasta —aunque la ley guarda silencio— se procede a distribuir el producto, con arreglo a las prioridades: gastos de justicia, gastos de conservación, impuestos, etc.

El procedimiento del artículo 203 de la LCQ debe seguirse aunque al constituir la garantía se renunció a todo trámite, no sólo por el carácter publicístico de este juicio —v. gr., art. 23—, sino también porque el artículo 1197 del Código Civil —las convenciones entre las partes obligan como la ley misma— no puede prevalecer frente al texto prohibitivo del artículo 21 del mismo Código, ya que importaría dejar sin efecto la disposición del artículo 18 de la Constitución Nacional.

El jurista cordobés se preguntó: la demanda del acreedor prendario o hipotecario de verificación de crédito en el concurso, ¿importa renunciar al beneficio del concurso especial? Contestó que la intención de renunciar no se presume, y que la interpretación de los actos que induzcan a probarla debe ser restrictiva (art. 874 del Cód. Civil argentino). Así, a los efectos de impedir la subasta en la ejecución colectiva el acreedor hipotecario o prendario promoverá concurso especial: su conducta negligente no puede obstruir aquélla.

Finalmente, CÁMARA incluía entre otros acreedores liberados de la carga procesal de verificar a los facultados para proceder a la subasta extrajudicial (art. 24 de la LCQ); es decir, los bancos oficiales o mixtos a quienes se acuerda la franquicia de disponer del remate de bienes prendados o hipotecados sin intervención judicial. Ellos son los mercados de valores, de cereales a término y ganadero, y los bancos, entidades financieras y personas que otorgan créditos con caución de títulos, acciones y obligaciones. La legitimidad de estos créditos y su monto es reconocida por el tribunal por vía de rendición de cuentas, según el artículo 24 de la LCQ, acompañando los títulos y comprobantes respectivos, dentro de 20 días de haberse realizado el remate, que se tramita por incidente, con intervención del concursado y del síndico.

❖ **Francisco JUNYENT BAS y Carlos MOLINA SANDOVAL** (49).

Para estos autores, la verificación de créditos es un proceso "necesario", ya que todos aquellos que pretendan participar del proceso concursal deben acudir a esta vía procesal. El hecho de que existan excepciones no le quitan tal carácter.

---

(49) *Ley de concursos y quiebras. Comentada,* t. 1, Ciudad de Buenos Aires, LexisNexis, Depalma, 2003, pp. 168 y ss., y pp. 196 y ss.

Sin embargo, no deben peticionar la ordinaria verificación del crédito los siguientes acreedores:

(a) Créditos de pronto pago (art. 16 de la LCQ).
(b) Prosecución de juicios de conocimiento en el concurso preventivo (art. 21, inc. 1.º de la LCQ).
(c) Créditos con garantía real con derecho a remate no judicial (art. 23 de la LCQ).
(d) Acreedores por causa de expropiación y familia (art. 21, inc. 2.º de la LCQ).
(e) Gastos de conservación y de justicia (art. 240 de la LCQ).
(f) Contratos con prestaciones pendientes (art. 20 de la LCQ).

De esta manera, ciertos acreedores están facultados por la ley argentina para ejecutar mediante remate no judicial los bienes del concursado o de los socios con responsabilidad ilimitada. Se trata de instituciones como:

1) Banco Hipotecario Nacional (art. 45, ley 22.232, ref. por ley 24.143).
2) Banco Hipotecario S.A. (art. 15, ley 24.855, según lo previsto en la ley 23.696).
3) Administración Nacional de Aduanas (arts. 1124, 419 a 428, Cód. Aduanero, ley 22.415).
4) Caja Nacional de ahorro y seguro (art. 30, ley 21.629).
5) Bancos oficiales (ley 15.283), v. gr., Banco de la Provincia de Buenos Aires.
6) Personas jurídicas mencionadas en el artículo 39, dec.-ley 15.348/46, ratif. por ley 12.962 y modif. por 6810/63, en el caso de prenda con registro.
7) Los almacenes fiscales y titulares de *warrants* (arts. 17 y 18 de la ley 9643).
8) Acreedores hipotecarios y portadores de letras hipotecarias o de sus cupones (arts. 45, 52, 57 de la ley 24.441).

Básicamente, se establece una serie de obligaciones dependiendo de dos tiempos procesales divididos por la primera publicación de edictos en el concurso (arts. 27 y 28 de la LCQ). Ellos son:

(1) Si la publicación de avisos de remates extrajudicial *fue anterior* a la publicación edictal, se aplica sólo el artículo 23, 1.er párrafo de la LCQ (y por supuesto, el art. 23, 3.er párrafo de la LCQ). El acreedor sólo rinde cuentas del remate bajo pena de perder a favor del concurso, el 1 por 100 del monto de su crédito, por cada día de retardo, si ha mediado intimación judicial anterior.
(2) Si dicha publicación de avisos extrajudiciales *fue posterior* a la publicación del artículo 27 de la LCQ, se exige, además, la comunicación de las condiciones del remate y el acompañamiento del título bajo pena de nulidad.

Finalmente, los autores explican que la rendición de cuentas consiste en presentar en el proceso concursal —no obstante el artículo 74 del Cód. de Comercio argentino—

la descripción gráfica de las operaciones efectuadas (subasta extrajudicial del bien), acompañada de las informaciones aclaratorias y necesarias y de los respectivos comprobantes.

❖ **Rodolfo ROUILLÓN** (50).

Cuando el jurista rosarino analiza el artículo 23 de la LCQ, sostiene que se refiere a los acreedores provistos con cualquier clase de garantía real que, por disposición de las respectivas leyes que regulan esos créditos o garantías, pueden ejecutar el bien gravado sin necesidad de previo juicio.

Así, por ejemplo el acreedor prendario por prenda comercial común, no registrable, conforme al artículo 585 del Código de Comercio argentino. Entre otros supuestos que, sin requerir un juicio, exigen algún tipo de actividad jurisdiccional, pueden citarse, a título de ejemplo, el artículo 39 de la ley de prenda registral, que establece la necesidad de orden judicial para obtener el secuestro, y el régimen especial de ejecución de hipotecas cuando se han emitido letras hipotecarias, previsto en el artículo 52 y ss. de la ley 24.441.

❖ **Pablo HEREDIA** (51).

HEREDIA recuerda que el artículo 32 de la LCQ refiere que "todos" los acreedores por causa o título anterior a la presentación del deudor y sus garantes están compelidos a formular su pedido de verificación.

La expresión "todos" es por demás explícita, terminante, y no permite hacer ningún distingo. Absolutamente todos deben someterse al proceso de verificación, atento el principio de la universalidad del proceso concursal.

Están comprendidos no sólo los acreedores quirografarios, sino también los privilegiados, como medio principal de garantizar el principio de la *par condicio creditorum.*

De esa determinación de la ley se deduce que, en principio, las excepciones a la carga deben ser expresas y de interpretación restrictiva.

Como situaciones especiales cabe destacar, entre otras, las siguientes:

a) Créditos con garantías reales (hipoteca o prenda).

Los créditos con garantía hipotecaria o prendaria no escapan a la carga de verificar. La presentación del pedido de verificación es presupuesto para iniciar o continuar

---

(50) *Régimen de concursos y quiebras. Ley 24.522,* 13.ª edición actualizada y ampliada, Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 2004, pp. 92 y cctes.

(51) *Tratado exegético de Derecho concursal,* t. 1, Ciudad de Buenos Aires, Ábaco, 2000, p. 640.

la ejecución respetiva, la que sólo en esas condiciones no resulta suspendida en su trámite (art. 21 L.C.Q.) (52).

b) Acreedores con garantía real y derecho a remate no judicial.

Estos acreedores, contemplados en el art. 23 de la LCQ, se encuentran excluidos de la carga de verificar. En su caso, la rendición de cuentas que ordena el art. 23 de la LCQ, acompañando los títulos del crédito y los comprobantes respectivos, implica una suerte de verificación. En el art. 23 de la LCQ, se encuentra perfilado, pues, un proceso de verificación de características propias.

c) Situación de los garantes.

Los garantes mencionados en el art. 32 son los fiadores, avalistas o terceros que hubieran prestado una garantía prendaria o hipotecaria a favor del contratante que resultó acreedor del concursado, o más genéricamente, que hubieran prestado una garantía personal o real en seguridad de una obligación del concursado. Queda comprendido, además, el caso del tercero que se obligó al pago de una cláusula penal a favor del deudor, hipótesis que se rige subsidiariamente por las normas de la fianza.

Tales garantes deben presentar su pedido de verificación del crédito aunque no hayan pagado la obligación del concursado, porque eventualmente estarán constreñidos a hacerlo.

❖ Antonio TONÓN.

Los acreedores que tienen una garantía real con derecho a remate no judicial sólo deben rendir cuentas luego de realizado el remate (acompañando los títulos de sus créditos y los comprobantes respectivos) y depositar el saldo —si lo hubiere— en el término que el juez fije. Asimismo, si el remate es posterior al comienzo de la publicación de edictos, deben hacer saber en el proceso concursal la fecha, lugar, día y hora fijado para el remate, acompañando además el título del crédito. Es decir, no tienen la carga de verificar. Si ésta es la solución, estos acreedores estarían en mejor condición que los acreedores con garantías reales, quienes, previo a promover o continuar la ejecución, deben por lo menos haber insinuado sus créditos a la sindicatura (53).

---

(52) Obviamente ésta era la opinión del autor antes de la reforma de la ley 26.086.

(53) TONÓN, A., *Concursos*, t. 1, Depalma, 1988, pp. 243-247.

❖ **Alicia PUERTA DE CHACÓN** (54).

Para esta autora, aun con garantía autoliquidable, los acreedores deben verificar; se funda en que la existencia de vicios en la tramitación extrajudicial determinaría la necesidad de ingresar a la masa los fondos percibidos con más sus accesorios legales; esta situación podría evitarse con el debido contralor de legitimidad por parte del juez en el trámite verificatorio, desde que el procedimiento de verificación es un filtro que procura impedir el *concilium fraudis* en perjuicio de los derechos de los demás acreedores.

❖ **Ricardo NISSEN** (55).

En su opinión, la conducta de un acreedor con garantía autoliquidable (como es el acreedor prendario de un título de crédito de tercero) que pretende eludir el proceso de verificación de créditos y percibir directamente acreencias, está reñida con normas de evidente orden público, pues el sometimiento de todos los acreedores al reconocimiento judicial de sus créditos constituye el modo principal para garantizar las *pars conditio creditorum,* es decir, el trato igualitario de los acreedores en iguales circunstancias.

En resumen, el acreedor puede percibir el crédito, pero con antelación debe solicitar la verificación de la acreencia (art. 32 de la ley 24.522) como paso previo a la venta de la cosa (art. 23 de la ley 24.522); asimismo, posteriormente deberá presentar a la sindicatura la liquidación de la operación y entregar el excedente si lo hubiere; de lo contrario, el acreedor se estaría apropiando de la cosa dada en prenda, derecho expresamente prohibido por la ley, sin salvedad de ninguna especie en virtud del art. 3222 del Código Civil argentino.

❖ **Miguel RUBÍN** (56).

Este autor recuerda que los acreedores prendarios no están eximidos de verificar sus créditos, en tanto forman parte de "todos los acreedores" mencionados en el art. 32 de la ley de concursos y quiebras.

Los beneficiarios de cesiones de créditos en garantía tampoco están autorizados por la ley a procurarse la satisfacción de sus acreencias por la vía del art. 23 de la ley de concursos y quiebras, vía que es de corte excepcional y, por ende, no susceptible de interpretación analógica.

---

(54) PUERTA DE CHACÓN, A., "El remate no judicial. ¿Un permiso legal para eludir el concurso?", Comentario al fallo 205, CS, 6 de mayo de 1997; "Cía. Fin. Luján Williams, S.A. C/González, Jorge S/Acc. priv. prendaria" en revista argentina *Voces Jurídicas – La Ley Gran Cuyo,* to. 4/1997/septiembre, p. 65.

(55) "Prenda de documentos y facultades del banco frente al concurso preventivo de la deudora prendaria", revista argentina *La Ley,* 1995-C-203.

(56) "El banco acreedor frente a la cuenta corriente de su deudor en concurso", Suplemento de concursos y quiebras, revista argentina *La Ley,* marzo de 2003 p. 37.

Además, y éste no es un tema menor, el deber de explicarse ante los co-acreedores concursales no se restringe a la demostración de la legitimidad de la cesión del crédito dado en garantía. La prenda, como toda garantía, es accesoria, depende de una acreencia que es, primordialmente, lo que debe justificarse. En efecto, es sabido que las garantías constituyen negocios accesorios. Por lo tanto, la verificación del crédito garantizado depende de la acreditación de la legalidad y la extensión del negocio principal al que accede. Si un crédito es nulo o inexistente, la garantía de que está dotado resulta ineficaz. Luego, para que se pueda admitir el ingreso al pasivo concursal de un crédito respaldado por prenda, además de demostrar el cumplimiento de las disposiciones de los arts. 580 y ss. del Código de Comercio, también hay que acreditar la existencia de la operación crediticia a la que sirve.

2.2. Posición de la Jurisprudencia

La jurisprudencia ha tenido oportunidad de resolver cuestiones vinculadas al proceso concursal y a las garantías autoejecutables. Particularmente, ha abordado el tema referido a la carga de verificar.

- **Autos "Dinar Líneas Aéreas S.A. s/conc. prev."** (57).

Dinar Líneas Aéreas S.A. solicitó su concurso preventivo. Antes de que se dictara la sentencia de apertura del proceso, peticionó como medida cautelar que se ordenara al Banco de la Nación Argentina —acreedor, fiduciario y beneficiario— que se abstuviera de retener los fondos provenientes de su recaudación por la venta de pasajes mediante tarjetas de créditos y en agencia de viajes, a efectivizarse mediante el *clearing* BSP. En concreto, pidió al juez concursal que *prohibiese* al "pretenso" acreedor garantizado con un fideicomiso de garantía que "autoliquide" la garantía. Invocó la *pars conditio creditorum* y la improcedencia de las vías directas y de ejecución de garantías frente a la carga establecida por el art. 32 de la LCQ. Este principio resultaría violado, dijo, si el banco acreedor autoejecutara la garantía sin haber insinuado aún su crédito en el concurso del fiduciante deudor (Dinar S.A.).

Cabe destacar que la recaudación retenida integraba el patrimonio fideicomitido de un fideicomiso de garantía constituido para garantizar el pago de un préstamo otorgado por la entidad financiera. El contrato fiduciario preveía que, en caso de mora, el Banco de la Nación Argentina quedaba —justamente— facultado a retener los fondos referenciados.

Antes de disponer la apertura o rechazo del concurso preventivo, el juez de la causa dictó una medida precautoria y ordenó al banco que, por el término de 30 días, se abstuviese de retener los fondos provenientes de su recaudación, pues mediaba suficiente peligro en la demora atendiendo a la incidencia que la recaudación tenía en el desarrollo de la actividad comercial de la deudora. Argumentó que, en virtud del

---

(57) Quiebras, Concursos y Sociedades, 2.ª Nom., Salta, 9 de agosto de 2002, "Dinar Líneas Aéreas S.A. s/conc. prev.", revista argentina *La Ley,* 2003-D-19.

principio de conservación de la empresa en crisis, la ejecución del fideicomiso y la retención de los fondos podían tener una notable incidencia en el desarrollo de la actividad atento al precario estado en que se encuentra la prestación del servicio aeronáutico.

- **Autos 37.109 "A.M.S.A. y Fideicomiso Mendoza en J:36.025 P/conc. prev. P/cuestiones conexas"** (58).

La concursada solicitó que se declarara la inaplicabilidad o inoponibilidad al concurso de una cesión de créditos en garantía. Peticionó que como medida urgente se ordenase la inmediata entrega de los fondos de terceros pertenecientes a los asociados de A.M.S.A. a la mutual cesante en sus pagos para afrontar los compromisos que motivaron dichos descuentos. Relató y argumentó:

— Que celebró con el Banco Mendoza S.A. (cuyo sucesor es el Fideicomiso Mendoza) una cesión en garantía de los créditos, derechos y acciones que tiene a percibir del Gobierno de la Provincia de Mendoza, que corresponden a retenciones que efectúa la Administración Central por intermedio de la Tesorería General de la Provincia, sobre los sueldos del personal policial perteneciente a A.M.S.A. por concepto de cuotas sociales y por el término de 84 meses. En dicho instrumento se otorgaba mandato al acreedor para gestionar el pago de los créditos cedidos.

— Que el acreedor había hecho uso y abuso del mandato conferido en la escritura de cesión, arrogándose el cobro de todos los fondos que se liquidan a su mandante en la Tesorería General de la Provincia y no sólo los oportunamente cedidos.

— Que el descuento por códigos de servicios prestados por terceros a los asociados de A.M.S.A. constituía una de las principales actividades de la Mutual, y en caso de verse bloqueados los fondos que nunca fueron cedidos, se estaría sometiendo a un perjuicio irreparable a la concursada, sus asociados y a terceros.

— Que de mantenerse dicho sistema se estaría beneficiando indebidamente a quien todavía no ha sido reconocido como acreedor, pues el art. 21 de la inc. 2, de la LCQ dispone que no podrán iniciarse o continuarse las ejecuciones hasta tanto se haya presentado el pedido de verificación respectivo. Más que una garantía adicional a las pactadas, ha devenido en una forma de pago. De consagrarse la solución propugnada por el Fideicomiso Mendoza, los procesos concursales no tendrían sentido. El acreedor que presione más o llegue primero se vería beneficiado con una cesión supuestamente *in bonis* de todos los ingresos futuros de la posterior concursada.

---

(58) 1.er Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Primera Circunscripción judicial de la Ciudad de Mendoza, 18 de febrero de 2002, a cargo del juez Héctor Fragapane, publicado en BORETTO, M., *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Buenos Aires, Ad-Hoc, 2005.

El Banco Regional de Cuyo, en su carácter de fiduciario del Fideicomiso Mendoza, se opuso a lo pretendido por la deudora; invocó que los derechos y acciones fueron trasmitidos en propiedad fiduciaria a su favor; que se trata de una garantía autoliquidable y constituye una prenda común, comercial o con desplazamiento, transmitiéndole al acreedor las facultades de cobrar extrajudicialmente los créditos cedidos y aplicar los fondos a la cancelación de deuda, conservarlos y ejecutarlos, sin perjuicio de la obligación del acreedor de rendir cuentas detallada y documentada en el concurso, conforme lo dispuesto por el art. 23 de la LCQ.

La sindicatura opinó que la cesión era sólo una forma en que la concursada debía abonar el mutuo; que de ninguna manera se constituyó una prenda común o comercial con desplazamiento —derecho real específico— sobre esos ingresos futuros, por lo que la continuidad de este medio de pago constituye un beneficio especial o privilegio frente a otros acreedores. No habiéndose contratado una prenda con desplazamiento, el Fideicomiso no tiene privilegio y, por lo tanto, está en la misma situación que otros acreedores y merece igual tratamiento en lo relativo a la cesión de créditos.

En definitiva, el Tribunal debió resolver si el acreedor podía continuar descontando a los asociados de la concursada los importes necesarios para aplicarlos al pago de la deuda mantenida con la deudora, o bien, debía restituirlos.

El Magistrado llegó a una primera conclusión: la cesión en garantía no resulta violatoria del principio de la *pars conditio creditorum* receptado por el art. 16 de la LCQ, pues la cesión de créditos (códigos de descuento) en garantía atacada por la concursada fue celebrada con anterioridad a la presentación concursal, y lo que la ley prohíbe es que con posterioridad a la presentación en concurso el deudor realice actos que modifiquen el estatus de los acreedores preconcursales.

Luego se pregunta: ¿Corresponde que el Fideicomiso Mendoza concurra a la sede concursal a verificar su crédito o puede, como manifiesta en su presentación, ejecutar extrajudicialmente la garantía a la que califica como "autoliquidable", cobrar su acreencia y presentarse a rendir cuentas en los términos del art. 23 de la LCQ?

Según el juzgado, la solución del art. 23 de la LCQ no resulta aplicable, pues el procedimiento de rendición de cuentas que regula dicha norma es de aplicación sólo para aquellos acreedores titulares de créditos con garantía real que tengan derecho a ejecutar mediante remate no judicial.

Consecuentemente, entiende que la resolución del caso debe ser que el pretenso acreedor se presente en el concurso preventivo a insinuar su acreencia, pues ello se enmarca en la obligación genérica establecida por el art. 32 de la LCQ. De no ser así, existiría un acreedor de causa o título anterior a la presentación en concurso que estaría percibiendo su crédito sin pasar siquiera por el tamiz jurisdiccional, lo que no puede admitirse a la luz de los principios concursales.

Sin embargo, como el acreedor no debe tener coartada la facultad de gestionar el cobro de su acreencia, se impone conciliar ambos aspectos.

En aras de esa conciliación, resuelve que el mismo Banco continúe haciendo las percepciones e impute las sumas resultantes en una cuenta bancaria a la orden del

Juzgado hasta el momento en que el Tribunal dicte pronunciamiento verificatorio; a ese fin, comunicó a la Tesorería General de la Provincia que en lo sucesivo deposite a la orden del Tribunal las sumas provenientes de los descuentos de los códigos, que corresponden a retenciones que efectúa la Administración Central sobre los sueldos del personal policial perteneciente a A.M.S.A. por concepto de cuotas sociales, y hasta tanto recaiga en autos pronunciamiento verificatorio en relación a la acreencia del Fideicomiso Mendoza.

- **"Foxman Fueguina S.A. s/concurso preventivo s/incidente de restitución de fondos"** (59).

El Banco Credit Lyonnais Argentina S.A. apeló la decisión por la cual se dispuso transferir, a la orden del juez del concurso, el importe percibido de ciertas facturas que le habían sido entregadas por la concursada en garantía de diversas operaciones.

La recurrente argumentó del siguiente modo:

(a) La cesión de créditos en garantía es encuadrable como prenda comercial;
(b) tal garantía la habilitó a cobrar extrajudicialmente las facturas entregadas y a aplicar los fondos a la cancelación de la deuda sin tener que verificar el crédito, que ya no existía a la fecha de abrirse el concurso y publicarse los edictos;
(c) la resolución atacada llevaría a una situación absurda y originaría un inútil dispendio jurisdiccional, dado que le impondría recurrir a la insinuación del crédito en el pasivo para, una vez admitido, volver a percibir los fondos.

La concursada y la sindicatura propiciaron la confirmación del fallo.

La Cámara de Apelaciones acogió el recurso. Recordó precedentes suyos en los que encuadró un contrato similar como prenda común sobre créditos emergentes de facturas (60) y que la cesión de un crédito —sin contraprestación por esa cesión— en garantía de otra operación, constituye en definitiva una prenda (61). Para este caso, argumentó del siguiente modo:

— Las cesiones de derechos en garantía celebradas por la concursada y el recurrente tuvieron lugar *antes* de la presentación en concurso de Foxman Fueguina S.A.
— Una parte de los cobros de las facturas cedidas se produjo con *anterioridad* a la solicitud de formulación de concurso, y el resto acaeció de modo previo a la apertura.

---

(59) Cámara Nacional Comercio, sala E, 4 de abril de 1997, revista argentina *El Derecho*, 173-445.

(60) "Tutelar Compañía Financiera S.A. c. Lido Plast S.A. y otros s. Ordinario", del 21 de octubre de 1994.

(61) "Flor de Lis S.A.", del 14 de junio de 1990.

— En las condiciones descriptas, no corresponde someter al recurrente al procedimiento de verificación de créditos previsto por el régimen concursal, pues sencillamente, a la fecha de la resolución de apertura, el crédito ya se había extinguido.

— Consecuentemente, la cesión de créditos y la posterior percepción de las sumas correspondientes no pueden considerarse actos prohibidos en los términos del artículo 17 de la ley 19.551 —por entonces vigentes—, pues las conductas allí reprochadas, además de referirse al concursado, requieren como presupuesto que éstas se verifiquen cuando el concurso se encuentra abierto *(vid.* título de la sección II: "Efectos de la apertura").

➢ **Autos número 8093, caratulados "Artes Gráficas Melfa S.A. P/Conc. Prev.** (62).

A través de una operación fiduciaria de garantía, los accionistas de la sociedad anónima concursada cedieron la totalidad de sus acciones, conformando con ellas un fideicomiso de garantía para afianzar el pago de los créditos surgidos de una cuenta comitente. Esa cuenta fue abierta por un agente de bolsa a solicitud de una sociedad anónima (comitente), con límite de saldo deudor de hasta cien mil pesos, con el fin de operar con cheques de pago diferido. En dicha cuenta se asentarían los importes de las distintas operaciones que la comitente realice, sus saldos activos y pasivos, como igualmente las remesas o pagos que efectúe, así como los restantes débitos originados en las distintas operaciones que se celebren entre las partes. El saldo resultante al momento de la ejecución por liquidación de la cuenta quedaba garantizado con un fideicomiso de acciones de propiedad de los dos socios (fiduciantes) de la sociedad anónima (comitente) en virtud del cual se habían transferido los títulos respectivos a un notario (fiduciario), constituyéndose el fideicomiso de marras a favor del agente de bolsa (agente y beneficiario). El fiduciario debía mantener en su poder el paquete accionario, reintegrándolo a los fiduciantes cuando la entidad deudora (sociedad anónima comitente) cumpliera con abonar el saldo deudor de la cuenta comitente. Caso contrario, el paquete accionario debía ser transferido automáticamente en propiedad al beneficiario (agente de bolsa y fideicomisario), en concepto de cancelación de saldo insoluto.

La sociedad comitente se presenta en concurso preventivo, y el beneficiario se presenta a verificar su acreencia en virtud del saldo deudor existente en la cuenta comitente abierta respecto de dicho ente social.

El Tribunal detectó una serie de defectos en la constitución de la figura fiduciaria en análisis y llegó a la conclusión de que no existió verdaderamente un fideicomiso de

(62) Originarios del 3.er Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Ciudad de Mendoza, Primera Circunscripción Judicial de la Provincia de Mendoza; ver nuestra obra *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005.

garantía, sino una caución de acciones en garantía de pago (63). A mayor abundamiento, afirmó que, de haber existido un fideicomiso de garantía de acciones, no se entendía la razón por la cual el beneficiario de ese negocio venía a pretender verificar su crédito por ante el proceso concursal (es decir, el de la sociedad deudora). Si dicho negocio fiduciario hubiera existido, el reclamo debió enderezarse contra el fiduciario, quien se encontraba obligado a desinteresarlo en virtud del *pactum fiduciae.*

- **Autos núm. 3323, cartulados "Lumaco S.R.L. P/concurso"** (64).

En el año 1996, el Banco Hipotecario Nacional celebró con una empresa constructora un convenio de financiación de proyecto constructivo por el cual se obligaba a otorgar un préstamo en dólares estadounidenses a efectivizar en desembolsos periódicos, conforme al avance de la obra, con destino a la construcción de un barrio de 420 viviendas a realizar en el inmueble de propiedad de la mutuaria en un plazo de obra de 60 meses. La empresa constructora se obligaba a restituir el préstamo en doce cuotas, cuyos vencimientos operaban en cinco meses, el último de ellos coincidente con la fecha prevista para la finalización de la obra. Se previó la cancelación anticipada mediante la preventa y escrituración de unidades. Además, la constructora se obligó a transferir al banco, con carácter irrevocable, el dominio fiduciario del inmueble donde se asentaría la obra y demás derechos según el contrato de fideicomiso que se obligaba a otorgar. De esta manera, se constituyó como garantía un fideicomiso sobre la totalidad de los bienes que constituían el proyecto: el inmueble, los derechos sobre el proyecto constructivo, las construcciones, equipos e instalaciones incorporados al inmueble y el dinero otorgado por el banco para ser aplicado a la obra. El banco era fiduciario y beneficiario y la empresa constructora fiduciante, beneficiaria de los bienes fideicomitidos remanentes y fideicomisaria.

---

(63) En efecto, el 3.er Juzgado de Proc. Concursales sostuvo: "Del propio texto del contrato surge que, maguer la entrega de la totalidad de las acciones al fiduciario y la respectiva anotación en el libro de registro de accionistas, se preveía en el propio acuerdo (cláusula 6.ª) que los dos accionistas no debían incrementar el capital o incorporar nuevos accionistas. ¿Cómo hacer tal cosa si las acciones las ostenta el fiduciario? Es claro que las partes signatarias del contrato desconocían las consecuencias de un fideicomiso. La transmisión fiduciaria de las acciones hubiera importado, sin cortapisas, la transmisión de la propiedad de esas acciones. La fiduciariedad de esa transmisión no empece a su efectividad como modo transmisivo del dominio. En otras palabras, si el fiduciario hubiera recibido el dominio de las acciones se hubiera quedado, en definitiva, con la empresa. Los actos posteriores de las partes son concluyentes para descartar la existencia del fideicomiso y, como dice nuestro vetusto pero vigente Código Comercial, '... la mejor explicación de la intención de las partes...' en el texto del art. 218 inc. 4.º. Es así que el matrimonio Melfa (los dos socios —fiduciantes— de la sociedad) tomó la decisión de presentar a la empresa en concurso sin que a la fecha tengamos conocimiento de algún planteo de nulidad se asamblea en los términos del art. 251 de la Ley argentina de Sociedades Comerciales. No cabe duda, de otro lado, que los Melfa continúan administrando su empresa sin injerencia alguna, hasta lo que sabemos, del fiduciario...".

(64) Originarios del 3.er Juzgado de Procesos Concursales y Registros de la 1.ª Circunscripción Judicial de la Provincia de Mendoza; ver nuestra obra *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005.

En curso de ejecución del contrato, la fiduciante solicitó su concurso preventivo. El banco acreedor solicitó la verificación de su crédito por las cuotas impagas hasta ese momento (por las cuotas posteriores a la apertura del concurso solicitó el cumplimiento en el concurso) e invocó privilegio general sobre los bienes fideicomitidos.

La concursada solicitó el rechazo del crédito; argumentó que la deuda no correspondía a su patrimonio y, por ello, el banco no era acreedor concursal.

El síndico opinó que la empresa constructora era deudora (por la responsabilidad patrimonial general y no sobre los bienes fideicomitidos), que el crédito era eventual (dado que el verdadero fin del convenio era el desenvolvimiento de la operatoria, en virtud de la cual la constructora sólo asumía la obligación de garantizar el supuesto incierto de insuficiencia de los bienes fideicomitidos. Si la operatoria se desenvolvía normalmente, el acreedor no pretendería cobrar a la constructora, pues habría ido cobrando a través de la venta de las unidades y titulización; por el contrario, si los fondos resultaran insuficientes, entonces respondería la constructora conforme al convenio) y el monto verificable el vigente al tiempo de la insinuación, sin perjuicios de los ajustes devenidos en el futuro. En cuanto a la naturaleza del crédito, lo calificó como quirografario, dado que el privilegio invocado pesaba sobre el patrimonio fideicomitido del propio banco, y no sobre el patrimonio de la concursada.

El juez receptó la posición del síndico.

- **Autos 66781, caratulados "Nazar y cía. S.A. en J.º 25.583 (32.618) Soc. militar seguros de vida Inst. Mutualista en J.º 22.097 Nazar y cía. S.A. P/conc. prev. P/rec. rev. S/inc. cas." y su acumulada núm. 66883, caratulada "Sínd. conc. Nazar y cía. en J.º 25.583 Soc. militar seguros de vida Inst. Mutualista en J.º 22.907 Nazar y cía. S.A. P/conc. prev. P/rec. rev. S/c. cas."—D-3.— caso Nazar y cía. S.A.** (65).

Entre los años 1990 y 1992 Nazar y Cía. celebró varios contratos de mutuos con la Sociedad Militar Seguros de Vida Institución Mutual (SMSVIM) con garantía prendaria sobre certificados contra la Dirección Provincial de Vialidad de la Provincia de La Rioja, los que al ser cobrados eran depositados a plazo fijo a nombre de la acreedora.

Cada convenio era celebrado como novatorio del anterior y se constituyeron sucesivas prendas sobre los certificados de depósitos. Finalmente, SMSVIM depositó en una caja de ahorro en la financiera Corprend S.A. una suma equivalente a la totalidad de los certificados a plazo fijo que tenía a su nombre y que habían sido objeto de las garantías. Poco después Corprend S.A. solicitó su liquidación y Nazar y Cía. pidió su concurso preventivo.

---

(65) Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza, del 7 de julio de 2000, ver nuestra obra *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005. Anotado por MÁRQUEZ, J.F., "El fideicomiso de garantía y el concurso del fiduciante", *Revista de Derecho Privado y Comunitario,* núm. 2003-1, Santa Fe, Rubinzal Culzoni.

SMSVIM se presentó a verificar su crédito en el concurso de Nazar y Cía. invocando privilegio prendario, en razón de existir esta garantía sobre los certificados de depósitos en plazo fijo, luego transferidos a caja de ahorro. Expresó que los fondos eran de propiedad de Nazar y Cía. y que se encontraban a su nombre en virtud de los dispuesto por el art. 587 del Código de Comercio argentino.

La concursada y la sindicatura negaron la procedencia de la verificación argumentando que SMSVIM había cobrado y percibido directamente su crédito, pues cobró los plazos fijos a su vencimiento y los colocó a su nombre en caja de ahorro.

SMSVIM también presentó su pedido de insinuación en la liquidación de Corprend S.A. invocando los arts. 580 a 588 del Código de Comercio argentino y afirmó que "el dinero depositado en la caja de ahorro en Corprend S.A. era un acto de conservación de la eficacia del crédito, que subrogaba los bienes dados en prenda". En este proceso se declaró verificado un crédito, encuadrado en el art. 49, inciso d, de la ley argentina número 21.516.

En el concurso de Nazar, en primera instancia se rechazó el pedido de verificación, por entenderse que el cobro de los plazos fijos y su depósito en caja de ahorro implicaron la extinción del crédito en contra de la deudora originaria. En segunda instancia, por el contrario, se entendió que no se había extinguido el crédito y se lo declaró verificado; la decisión se fundó en que la transferencia de los plazos fijos a caja de ahorro fue *animus pignus* y no con intención de cobro.

Deducidos recursos extraordinarios, la concursada insistió en que el depósito del dinero en caja de ahorro implicó su cobranza y la extinción del crédito y que la verificación de un crédito a favor de SMSVIM en el pasivo de la entidad financiera liquidada implicaba cosa juzgada en el concurso de la deudora.

La Corte mendocina concluyó que, al cobrar el acreedor los plazos fijos y depositarlos en caja de ahorro, con acuerdo de la deudora, las partes habían constituido un fideicomiso con fines de garantía, pues existía transferencia de titularidad a favor de SMSVIM y cierta discrecionalidad por parte del fiduciario (la mutual acreedora). Por ello, dijo, pudo presentarse también como acreedor en la liquidación de la entidad financiera.

Por razones procesales, la sentencia no se internó en el carácter del crédito —privilegiado o quirografario— aunque insinuó que si el crédito original era prendario (privilegiado) y luego, por subrogación, se dio en fideicomiso, el carácter privilegiado debía subsistir. Esta conclusión parece devenir de la asimilación entre prenda de créditos en garantía y fideicomiso de créditos en garantía que realiza la Corte, siguiendo la doctrina de RIVERA.

El comentarista del fallo afirma que el caso nos enfrenta a particulares posiciones de las partes: el deudor pretende que los créditos cedidos ya no le pertenecen y el acreedor pugna por que estén comprendidos en la masa concursal. En efecto, expresa el fallo: el acreedor afirma que no ha pretendido ni pretende autoliquidar la garantía; clama a quien lo quiera escuchar, desde las instancias inferiores, que él ha tenido a su nombre el dinero proveniente de la percepción de los créditos que el deudor tenía contra terceros, pero siempre ha reconocido que el titular de ese dinero es su deudor.

La Cámara lo ha escuchado. El deudor, en cambio, no quiere ser el titular de ese dinero; por el contrario, afirma que el acreedor autoliquidó la garantía y se cobró y que, por lo tanto, él nada debe. Su argumento fue receptado por el juez concursal y, en esta instancia extraordinaria, lo acompaña el señor procurador general. Finalmente, sostiene que la sentencia del Supremo Tribunal mendocino llega a un punto intermedio: los créditos son todavía del acreedor (por ello puede verificar en la liquidación de la entidad financiera), pero en fideicomiso (entonces, también puede verificar en el concurso del deudor).

- **Autos números 39.305, 17 de febrero de 2003, "Liquidadoras Compañía Luján Williams en J.º 33.215 Cía. Fin. Luján Williams p/liq. Judicial c/Volkswagen S.A. P/inc. Rest" y autos números 39.311, 17 de febrero de 2003, "Liquidadoras Compañía Luján Williams en J.º 33.215 Cía. Fin. Luján Williams p/liq. Judicial c/Banco Sudameris S.A. P/inc. rest."** (66).

Las liquidadoras de la Compañía Financiera cesante en sus pagos interponen incidente de restitución de los fondos y/o títulos y/o rendición de cuentas contra Volkswagen C.F.S.A. y Banco Sudameris S.A. Señalan que, conforme a la interpretación que efectúan de diversas cláusulas de los contratos de cesión de cartera de créditos prendarios suscriptos oportunamente por las autoridades estatutarias de la ex compañía financiera y los demandados, lo que existió entre las partes fue una cesión de créditos en garantía (*pro solvendo*) y no una cesión en venta (donde no era necesario verificar).

Ambos demandados se oponen al incidente de restitución. Indican que se celebraron varios contratos de cesión onerosa de créditos con garantía prendaria, que fueron instrumentados en los términos que resultan de los documentos que adjuntan y que encuadran en las previsiones del art. 1435 del Código Civil argentino, que remite a las normas para la compraventa; rechazan la aseveración de las incidentantes en cuanto a que tales cesiones lo fueron en garantía a los términos del art. 580 del Código de Comercio argentino, para concluir que no hay cesión en prenda (y por ende necesidad de insinuar privilegio alguno), sino simplemente una "venta" de la cartera de créditos, saliendo del patrimonio de la ex entidad financiera los créditos cedidos mucho antes de su liquidación "contra la previa percepción de un precio en dinero".

La sentencia verificatoria desglosó el análisis de los contratos de cesión, admitiéndose como quirografario, y sin mayores consideraciones lo atinente al crédito derivado del incumplimiento de las obligaciones de cobro y dejándose a salvo el carácter eventual del restante tramo "... a condición resolutoria consistente en la percepción de los importes —judicial o extrajudicial— de los créditos cedidos a sus respectivos deudores...".

---

(66) Originarios del Primer Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Ciudad de Mendoza; ver nuestra obra *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005.

El juez sostiene que en el planteo formulado por las incidentantes se advierte una desajustada interpretación de los contratos de cesión, apartándose de las previsiones del art. 1198 del Código Civil argentino en cuanto a la forma en que deben interpretarse los contratos, esto es, "de buena fe y de acuerdo con lo que verosímilmente las partes entendieron o debieron entender, obrando con cuidado o previsión". Y, siendo que, interpretar, precisamente, es captar el sentido de una manifestación de la voluntad, lo que supone en todos los casos un esfuerzo "... los modos como los créditos pueden transmitirse en la práctica bancaria son numerosos y variados, ya que no siempre se presentan con la forma clara y nítida que tienen los negocios típicos..."; es de la lectura de éstos de donde debe surgir la solución del conflicto planteado, antes que comenzar a "dilucidar" la aplicación de teorías de una u otra talla.

Afirma que se trata de contratos de cesión de derechos que deben evaluarse a los términos de la normativa propia de dicho cuerpo normativo, ya que, como se lee en los distintos contratos, se cedieron "créditos" por un precio que fue abonado en el acto por el cesionario. Por ello, la transmisión (formalizada en cada caso a través de endosos) de los contratos prendarios fue en "propiedad" y no en garantía, y no resultan por ello aplicables las previsiones de los arts. 580 y ss. y cctes. del Código de Comercio argentino, que regulan la "prenda de créditos" o cualquiera de las posiciones doctrinales y jurisprudenciales que, tras admitir la posibilidad en nuestro derecho de que existan "cesiones de créditos en garantía" (v. gr. negocio fiduciario), siguen las consecuencias propuestas por las incidentantes.

Desde ese punto de vista, no era menester que el acreedor incidentado insinuara privilegio alguno para mantener en su égida las propiedad de los créditos cedidos, lo que así había sido puesto de manifiesto en la resolución del art. 36 de la LCQ reconociéndose el derecho a continuar percibiendo los créditos de los deudores cedidos, lo que por cierto iría menguando la acreencia reconocida como "quirografaria" contra la ex entidad financiera en liquidación.

Así entonces, y conforme lo expuesto en cuanto a la naturaleza del acto sometido a examen, son de aplicación las normas del Código Civil argentino que regulan el contrato de cesión de derechos, por cuanto el objeto de la "cesión" es un derecho (art. 1444), como así también los efectos que para ese tipo de convenio prevé el cuerpo legislativo referido.

Por consiguiente, el Tribunal considera improcedente la acción restitutoria de diversos contratos prendarios intentada por las liquidadoras de la ex entidad financiera Luján Williams S.A. y que fueran cedidas a los términos de la normativa propia del Código Civil "en propiedad" oportunamente al acreedor incidentado, imponiéndose el rechazo sin más de la acción deducida.

➢ **Autos 6.474, caratulados "San Pablo P/conc. prev"** (67).

La concursada solicitó la restitución de los títulos de terceros que había entregado en prenda a ciertos acreedores (a través de un endoso en prenda); fundó su petición en que estos acreedores, de cobrar los títulos a los terceros libradores, estarían violando la *pars conditio creditorum.*

El Tribunal rechazó la petición, con los siguientes argumentos:

— Los bancos ostentan los títulos en calidad de acreedores pignoraticios, y por lo tanto, cuentan con la facultad que les concede el art. 21, inc. 2.º de la LCQ, o en su caso el art. 23 de la LCQ. Por lo tanto, parece excesivo ordenar la restitución de los cheques pignorados a la concursada, pues ello importaría desvirtuar la garantía del crédito y de la especialidad que *prima facie* ostenta el crédito.
— El acreedor prendario —en su carácter de endosante en garantía de títulos de tercero— puede ejercer el derecho de cobro respecto del tercero librador, no obstante lo cual, no podrá imputarlo a la deuda, sino que deberá depositar los fondos en una cuenta bancaria a la orden del Tribunal del proceso concursal, a fin de acreditar el resultado de su gestión de cobranza.
— Consecuentemente, cada banco irá depositando en las respectivas cuentas que se abran los fondos que obtenga del cobro de los cheques. Las sumas permanecerán allí a la espera del pronunciamiento verificatorio o afianzamiento ante la posible existencia de acreedores mejor derecho (art. 209 de la LCQ).

De lo resuelto por el Juzgado, inferimos que el Tribunal parece entender que el acreedor prendario cuyo asiento del privilegio era un crédito plasmado en un cheque de pago diferido de tercero debía insinuar su acreencia en el concurso del deudor endosante como paso previo a hacerse de los fondos de aquel tercero no concursado. En suma, el acreedor munido de esta garantía debe verificar su acreencia; sin embargo, si su acreencia es verificada, puede llegar a cobrar a través de los fondos depositados y no soporta las otras consecuencias del concurso.

➢ **Autos "Acosta, José L. y otros s/inc. de Verif. en: Pino Camby S.A. s/conc. Prev."** (68).

La concursada y los acreedores apelaron un pronunciamiento que había verificado el crédito.

---

(67) Originarios del Tercer Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Ciudad de Mendoza; ver nuestra obra *Concurso, fideicomiso de garantía, cesión de créditos en garantía y descuento bancario,* Ad-Hoc, Buenos Aires, 2005.

(68) Cámara Nacional de Comercio, sala E, 24 de noviembre de 2003, suplemento de concursos y quiebras, revista argentina *La Ley,* a cargo de Héctor ALEGRÍA, 12 de julio de 2004, p. 9. Con nota del jurista precitado "Fideicomiso de garantía (efecto sobre los créditos garantizados y verificación en el concurso del fiduciante)".

a) la deudora perseguía la revocación del decisorio con base en cierto contrato de fideicomiso que reputaba vigente, atribuyéndole efecto novatorio de las obligaciones que motivaron el incidente.
b) los acreedores cuestionaban la imposición de las costas del proceso.

En el contrato de fideicomiso, la concursada "Pino Camby S.A." —fiduciante— transfirió el dominio fiduciario de una cantidad de toneladas de miera de pino eliotti resinada por aquélla a Horacio Alberto Ortiz —fiduciario— en beneficio de obreros y personal de los montes de las provincias de Misiones y Corrientes indicados en cierta nómina anexa. Se contempló que los recursos disponibles provenientes de la comercialización de la miera habrían de aplicarse al pago total o parcial de los créditos laborales especificados en el contrato. No se preveía en forma expresa la novación de las obligaciones de la concursada de origen laboral, ni su extinción por efecto de la celebración del fideicomiso. Solamente se establecía que "(...) sujeto a la existencia de recursos disponibles, los beneficiarios podrán hacer valer sus derechos respecto de los créditos laborales, caso de ser exigibles, contra los bienes fideicomitidos que integran el patrimonio separado (...)".

De este modo, a través del contrato de fideicomiso, sólo se afectaba ciertos bienes de la concursada al pago de los créditos laborales, estableciéndose las condiciones de ejercicio de sus derechos contra los bienes fideicomitidos, lo que no excluía *per se* la obligación laboral del patrimonio de la deudora, ni a sus otros bienes de la garantía que representan para sus acreedores, incluidos los de esta índole.

Así las cosas, el Tribunal entendió que, aun cuando el contrato haya sido celebrado con intervención de los representantes sindicales de los obreros de la actividad comprometida y homologado por la Subsecretaría de Trabajo y Empleo de la Provincia de Misiones, no puede considerarse liberatorio de las obligaciones de la concursada.

Héctor ALEGRÍA, anotador del fallo, señaló algunas cuestiones de relevancia en materia de verificación del crédito y de su garantía por el fideicomiso. Diferenció dos aspectos del problema:

(a) La verificación del crédito.
(b) La verificación de la garantía constituida por el fideicomiso.

a) Verificación del crédito garantizado por el fideicomiso.

El prestigioso jurista sostiene que, dada la inexistencia de novación del crédito al ser garantizado por el fideicomiso, y no existiendo liberación del deudor original, el crédito debe ser verificado en el concurso del deudor (argumento del art. 32 de la LCQ).

Por lo tanto, no podría predicarse que la constitución del fideicomiso ha excluido al crédito del pasivo concursal y, tampoco, que es un abuso de derecho la verificación concursal cuando existen bienes de afectación especial fiduciaria. En primer lugar, porque la garantía puede renunciarse total o parcialmente (argumento del art. 43 de la

LCQ) o, incluso, resultar insuficientes los bienes fideicomitidos y estar expedita la acción del acreedor respecto de sus otras garantías o, en su caso, de los bienes del deudor que respalda los créditos quirografarios.

b) Verificación de la garantía.

Otra cuestión es si, habiéndose constituido un fideicomiso en garantía de un crédito, por el deudor que posteriormente cae en concurso, el acreedor debe verificar también como "privilegio" la garantía que emana del fideicomiso.

Para ALEGRÍA la verificación de la garantía (o del fideicomiso) es necesaria, pues el fideicomiso supone que, eventualmente, los bienes pueden reingresar total o parcialmente al activo del concursado a la extinción del fideicomiso por cualquiera de sus causas. Estos bienes, aun integrando un patrimonio separado, y por tanto afectado, salieron del patrimonio del concursado con vocación residual o remanente de retornar total o parcialmente al patrimonio. El fiduciario, titular de los bienes como propietario fiduciario, debe aplicarlos al fin para el cual se le han transmitido (arts. 1, 4, 6 de la ley 24.441). Además, está vinculado por un contrato con el fiduciante (arts. 2, 4 y cctes. de la ley 24.441) y, finalmente, deberá rendir cuentas de su cometido.

Además, el artículo 11, inc. 5 de la LCQ obliga al deudor a presentar una nómina de acreedores, "codeudores, fiadores o terceros obligados o responsables, o privilegios" y el artículo 32 de la LCQ requiere que, quien pretenda verificar su crédito, denuncie monto, causa y privilegios.

El resultado de la solución contraria (calificarlo de quirografario) desnaturalizaría el fideicomiso y es insostenible porque: (a) El acreedor con garantía de un fideicomiso constituido por el deudor tiene una garantía sobre bienes que integraban el patrimonio del deudor y que tienen vocación eventual de retornar a él; (b) Si el crédito fuere quirografario, podría intervenir en las decisiones del concurso en tal carácter, lo que resultaría inequitativo para los demás acreedores; (c) Por ser titular de una garantía, también sería inequitativo para él que se lo sometiera a las reglas del acuerdo o a las de distribución del concurso.

- **Autos "Club Atlético San Lorenzo de Almagro Asoc. Civil s/Conc. Prev."** (69).

Con anterioridad a la presentación en concurso preventivo, la deudora suscribió con Horacio Ameli, por sí y en representación del cuerpo técnico y médico, un convenio de refinanciación de deuda.

En esa oportunidad, el Club Atlético San Lorenzo de Almagro, representado por su presidente Fernando Miele, reconoció adeudar a los integrantes del plantel la suma de U$S 3.365.416,26 y, en consecuencia, cedió a sus acreedores los derechos y accio-

(69) Cámara Nacional de Comercio, sala C, 13 de diciembre de 2002, suplemento de concursos y quiebras, revista argentina *La Ley,* a cargo de Héctor ALEGRÍA, 12 de julio de 2004, p. 61.

nes que pudieran corresponderle por distribución de derechos de televisión de partidos a partir del mes de junio de 2002, hasta cubrir la suma de U$S 120.000 mensuales (cláusulas primera y segunda).

Según el Tribunal, los créditos que se liquidaban en la planilla que integraba el convenio como Anexo A eran de causa anterior a la presentación del concurso del deudor y, por lo tanto, pesaba sobre sus titulares la carga de verificar ante el síndico su acreencia para no vulnerar el principio de la *pars conditio creditorum*. De este modo, se evitaría el débito de los derechos de televisación correspondientes al club, lo que adquiriría relevancia en las particulares circunstancias del caso, principalmente ante la existencia de un proceso concursal en trámite, donde la adopción de la solución contraria podría afectar sensiblemente la continuidad de la actividad de la deudora, que debe ser preservada en aras del logro de una solución preventiva que satisfaga los intereses patrimoniales comprometidos y que —asimismo— respete la igualdad de los acreedores.

- **"Luconi Winogrand S.A."** (70).

La Corte Federal Argentina declaró admisible el recurso extraordinario federal (art. 14 de la ley argentina número 48) articulado contra un pronunciamiento que había fijado un plazo a la Aduana para que verificase su crédito, con el apercibimiento de disponer, en caso contrario, el inmediato depósito a la orden del Juzgado de los fondos obtenidos en la subasta administrativa de bienes importados por la deudora.

Sostuvo que esa intimación comportaba la negación de una situación de excepción a la que la Aduana tenía derecho con sustento en el Código Aduanero argentino, y que el agravio que invocaba en la ocasión no sería susceptible de reparación ulterior, dado que la carga impuesta judicialmente de verificar el crédito y la consiguiente sujeción de esa repartición a las disposiciones de la ley concursal argentina enervaba la preferencia de que se intentaba prevaler.

- **"Cía. Fin. Luján Williams, S.A. c. González, Jorge s/acc. priv. prendaria"** (71).

El juez a cargo del 12.º Juzgado Civil, Comercial y Minas de la 1.ª Circunscripción Judicial de la Provincia de Mendoza, ante quien tramitara una acción privada prendaria de conformidad con el artículo 39 de la ley argentina número 12.962, suscitó un conflicto positivo de competencia, al resistir la solicitud inhibitoria y remisión de

(70) Corte Suprema de Justicia de la Nación, 23 de febrero de 1988, fallos 311:157.

(71) Fallo 205, Corte Suprema de Justicia de la Nación argentina, 6 de mayo de 1997, "Cía. Fin. Luján Williams, S.A. c. González, Jorge s/acc. priv. prendaria", comentado por la Dra. Alicia PUERTA DE CHACÓN en revista argentina *Voces Jurídicas,* to. 4/1997/septiembre. En este precedente la Corte Federal resolvió el conflicto de competencia, declarando que el 12.º Juzgado en lo Civil, Comercial y Minas de la Primera Circunscripción Judicial de Mendoza resultaba competente para seguir entendiendo en las actuaciones.

autos requerida por el juez titular del Juzgado Civil, Comercial y de Conciliación de Huinca Renancó de Córdoba, que entendía en el concurso preventivo del deudor prendario.

El juez mendocino de primera instancia coincidió con la solución propuesta por la Sra. Agente Fiscal y consideró que el proceso denominado venta extrajudicial regulado por el artículo 39 de la ley prendaria argentina no resulta atrapado por el concurso del deudor prendario, en razón de que la obligación de verificar impuesta por el artículo 21, inc. 1.º de la LCQ sólo alcanza a los procesos en los que se ejecuta judicialmente el derecho real de garantía. Sostuvo que el artículo 21, inc. 1.º de la LCQ se refiere específicamente a "juicios", y que la pretensión que ejercita el acreedor prendario a tenor del citado artículo 39 de la ley de prenda no da lugar a un "juicio", en el sentido de un tipo de procedimiento con efectiva contienda defensiva. Consideró que la verificación no es necesaria, por cuanto el artículo 23 de la LCQ excepciona expresamente el normal proceso verificatorio, imponiendo en cambio una rendición de cuentas.

Concluye que "(...) de una interpretación sistemática de la nueva normativa no podría sostenerse que las ejecuciones por remate no judicial (como bien titula la ley) se encuentran abarcadas por el fuero de atracción del concurso, ya que si no necesitan siquiera verificar, resulta absurdo que se vieran sometidas a una limitación ampliamente superior como es el desplazamiento de su competencia hacia ese mismo concurso (...)".

- **"Nieto y Cía. SAICA p/conc. Prev."** (72).

Inmediatamente de incumplida la obligación, el titular de un *back to back credits* (Banco Galicia Uruguay S.A.) ejecutó extrajudicialmente la garantía contra el deudor principal cesante en sus pagos (Nieto y Cía. S.A.I.C.A.), no obstante que se había abierto su concurso preventivo, y contra los directores (garantes) de la firma concursada; el ejercicio extrajudicial de su derecho no fue cuestionado por el Tribunal, pese a que el banco acreedor no se presentó a verificar.

2.3. Nuestra opinión

En el escenario concursal, la cuestión es determinar si el acreedor con garantía autoliquidable puede ejecutar al concursado sin "juicio previo" o, en términos concursales, sin necesidad de "verificar". Como se ha visto, las voces de la jurisprudencia y de la doctrina varían y, generalmente, se refieren a una garantía autoliquidable de gran utilización: la prenda de crédito (73).

---

(72) Conf. autos núm. 7424, caratulados "Nieto y Cía S.A.I.C.A. p/Conc. Prev.", originarios del 3.er Juzgado de Procesos Concursales de la Ciudad de Mendoza, inédito.

(73) En el concurso preventivo es común que el deudor —al pedir la apertura de éste e invocando el art. 16 de la LCQ— solicite al Tribunal la devolución de cartulares de terceros de fecha de vencimiento posterior a la presentación en concurso y entregados al banco antes de ésta en virtud de la realización de una serie de operaciones de crédito con el ente financiero. Caso contrario —suele alegar

Las opiniones podrían ser divididas del siguiente modo:

a) Para algunos, el acreedor sí puede percibir el crédito y sólo debe rendir cuentas luego de realizado el remate, o ejecutada la garantía (arg. art. 23 de la LCQ). No tiene la carga de verificar.

b) Para otros, aun con garantía autoliquidable, los acreedores deben verificar. La actuación de quien pretende eludir el proceso de verificación de créditos y percibir directamente acreencias concursales implica una conducta reñida con normas de evidente orden público, pues el sometimiento de todos los acreedores al reconocimiento judicial de sus créditos constituye el modo principal para garantizar la *pars conditio creditorum*.

c) Para una tercera postura, en principio conciliadora de las dos anteriores, el acreedor con prenda comercial común constituida sobre títulos cambiarios de tercero puede ejercer el derecho de cobro, no obstante lo cual no podrá imputarlo automáticamente a la deuda, sino que deberá depositar los fondos en una cuenta bancaria a la orden del Tribunal del proceso concursal, a fin de acreditar el resultado de su gestión de cobranza. Asimismo, las sumas cobradas permanecerán en la cuenta a la espera del pronunciamiento verificatorio o afianzamiento ante la posible existencia de acreedores de mejor derecho conforme al art. 209 de la ley 24.522.

2.4. Opinión del suscripto: conclusión

Estamos convencidos de que la necesidad de tutelar el crédito con garantía autoliquidable no es incompatible con la protección de los demás sujetos involucrados en el proceso concursal.

Las ventajas que confieren estas garantías, la celeridad y seguridad en el cobro deben compatibilizarse con el debido control de legalidad, debiendo por ello exigirse el trámite verificatorio.

Autorizar la omisión de cumplir con la carga de verificar es inconveniente desde el punto de vista práctico, debido a que, encontrado un vicio o defecto en la constitución de la garantía, debe ordenarse restituir a la masa los fondos percibidos con más los accesorios legales; este resultado podría evitarse con el debido contralor de legitimidad por parte del *iudex* (con la colaboración del síndico y del resto de los acreedores) durante el trámite verificatorio.

---

el cesante en sus pagos—, el banquero estaría cobrando con posterioridad a la presentación en concurso una acreencia de causa anterior, en violación a la *pars conditio creditorum*. En nuestro parecer, la medida referenciada en el párrafo anterior se encuentra erróneamente planteada por el concursado, y ello en virtud de no haberse analizado debidamente la naturaleza de los negocios jurídicos en virtud de los cuales fueron entregados al ente crediticio los títulos circulatorios. Se trata de saber cuáles son los efectos que traen aparejadas tanto la presentación en concurso preventivo como la declaración de quiebra del cliente endosante —en garantía o en propiedad— de los documentos de tercero, respecto a los contratos de garantía (v. gr.: prenda, cesión fiduciaria, etc.) —celebrados con anterioridad a la presentación en concurso o declaración de falencia— en virtud de los cuales el banco ostenta la calidad de acreedor endosatario.

No podemos privar al resto de los acreedores del concurso de la posibilidad de hacer valer la inoponibilidad, la nulidad, o la extinción del crédito o de la garantía en cuestión, y el procedimiento de la verificación es, justamente, el filtro que procura impedir el *concilium fraudis* en perjuicio de los derechos del resto de los acreedores.

La insinuación del crédito es relevante porque intenta proteger no sólo al deudor —como pretende hacerlo el llamado "juicio individual"—, sino también a los acreedores, a través del control multidireccional (74) que éstos pueden ejercer. A diferencia del juicio individual, en el proceso concursal los protagonistas a quienes se procura dispensar tutela son dos: el deudor —lo mismo que ocurre en la esfera individual— y el resto de los acreedores.

Ahora bien, sin perjuicio de la necesidad de pedir la verificación de su acreencia, el acreedor con garantía autoliquidable no debe esperar al dictado de la sentencia verificatoria (art. 36 de la ley 24.522), pudiendo ejecutar la garantía extrajudicialmente en los términos de la legislación específica (arts. 587 del Código de Comercio argentino; leyes argentinas de *warrant,* de prenda con registro; de fideicomiso número 24.441); para luego rendir cuentas en los términos del artículo 23 de la LCQ.

De esta manera, el acreedor puede ejecutar la garantía aunque con la carga de solicitar la verificación de su acreencia. La resolución que se dicta en el proceso verificatorio produce efectos de autoridad de cosa juzgada material. Por ello, si la sentencia verificatoria es contraria al reconocimiento del derecho del acreedor con garantía autoejecutable, las cosas deben volverse a su estado anterior: si se está a tiempo, se evitará la liquidación del bien; si fuese tarde, habrá que recurrir a la indemnización sustitutiva (75). En cambio, si la sentencia verificatoria reconoce el derecho del acreedor, los actos cumplidos, incluso la subasta, son en principio válidos (76).

---

(74) ROUILLÓ, al comentar el artículo 34 de la LCQ, expresa que: "(...) Existe un control multidireccional propio de la concursalidad, donde no sólo se enfrentan —potencialmente— cada acreedor con su deudor, sino también cada acreedor con los demás aspirantes a la concurrencia. En estas contiendas, el síndico tiene un rol imparcial, propio de un órgano técnico auxiliar de la magistratura. De ahí que debe facilitar los legajos para su revisión por el deudor y por los solicitantes de verificación, recibir las observaciones e impugnaciones que se presenten, dar constancia de ello al interesado, presentar al Tribunal copias de éstas, y tener en cuenta las argumentaciones de los impugnantes u observantes como un dato más sumado a los fundamentos de la solicitud de verificación, a los detalles del legajo del artículo 14, inc. 5.º de la LCQ, y a la información recogida por el propio síndico, a fin de elaborar el informe del artículo 35 de la LCQ. El período de observación e impugnaciones tiene por sentido estimular el control recíproco entre concursado y co-solicitantes de verificación, procurar traer la mayor cantidad de información posible para la determinación depurada del pasivo concursal (…)" (*Régimen de concursos y quiebras. Ley 24.522*, 13.ª edición actualizada y ampliada, Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 2004, p. 97).

(75) ROUILLÓN, A.A.N., "Las ejecuciones con garantías reales y el fuero de atracción del concurso preventivo del deudor", revista argentina *La Ley,* 1998-E-107.

(76) Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza, autos número 69.691, caratulados "Palomo y Cía. S.A. en J.º 146.252/25.469 Bank Boston N.A. c/Palomo y Cía. S.A. P/Ejec. Hipotecaria s/inc. cas.", revista argentina *Jurisprudencia Argentina,* 2002-I-9.

Precisamente, para evitar perjuicios graves a la masa por parte del acreedor con garantía autoejecutable es acertada la jurisprudencia que autoriza al acreedor a ejecutar, pero no a imputar el producido al pago de la acreencia hasta tanto exista sentencia verificatoria que reconozca el derecho, salvo que preste fianza para responder en caso de haber ejecutado sin derecho (arg. art. 209 de la LCQ) (77).

Lo expuesto trae como consecuencia nuestra convicción en cuanto a que la legislación mercantil (arts. 23, 32 y cctes. de la LCQ) y la normativa específica que regula cada garantía autoliquidable deben interpretarse en consonancia con el resto de nuestro ordenamiento jurídico (arts. 17, 18 y 19 de la Constitución Nacional), de manera tal de respetar todos y cada uno de los intereses en juego en el proceso concursal.

Por tanto, la "necesidad" de *la insinuación del crédito* —como paso previo a la ejecución de la garantía autoliquidable—, aunque sin la "necesidad" *de esperar al pronunciamiento jurisdiccional verificatorio*, se impone no sólo por un argumento de jerarquía constitucional, sino también por una cuestión de seguridad jurídica y justicia, consistente en que, con el debido control de legalidad tanto del crédito como de su garantía por parte del órgano jurisdiccional, se asegura al concursado, al propio acreedor con garantía autoejecutable y al resto de los acreedores, la tutela del derecho de propiedad (en particular, de su *crédito*) y el respeto a la garantía del debido proceso legal, al ejecutarse una garantía "autoliquidable" en forma regular.

Por ello, nos parece acertado lo resuelto en autos "Dinar Líneas Aéreas S.A. s/conc. prev." (78), antes referenciado, pues atento a que el banco acreedor no había insinuado aún su crédito en el concurso del fiduciante deudor (Dinar S.A.), de tolerar que el acreedor autoejecutase privadamente la garantía, se corría el riesgo de violar el principio de la *pars conditio creditorum,* una de cuyas manifestaciones más claras es el artículo 32 de la LCQ que impone a todos —sin excepciones— la carga de verificar sus acreencias.

Asimismo, dada la extrajudicialidad de la ejecución de la garantía, nuestra posición evita abusos contra el deudor, que luego redunden en perjuicio de la empresa en cesación de pagos, vista ésta como consumidora de créditos, productora de bienes y servicios y fuente de trabajo.

Otro argumento relevante en pro de la necesidad de la verificación del acreedor con garantía autoliquidable radica, especialmente tratándose de concurso preventivo

---

(77) Conf. autos 6.474, caratulados "SAN PABLO P/CONC. PREV", originarios del 3.er Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Ciudad de Mendoza y autos núm. 37.109, caratulados "A.M.S.A. y FIDEICOMISO MZA. EN J: 36.025 P/CONC. PREV. P/CUESTIONES CONEXAS", originarios del 1.er Juzgado de Procesos Concursales y de Registro de la Ciudad de Mendoza, inéditos.

(78) Quiebras, Concursos y Sociedades, 2.ª Nom., Salta, 9 de agosto de 2002, "Dinar Líneas Aéreas S.A. s/conc. prev.", revista argentina *La Ley,* tomo 2003-D-19.

en el cual no se produce la caducidad de los plazos de las obligaciones [79], en que la insinuación de la acreencia es la manera que tiene el juez de constatar que no se está ejecutando una garantía sin haberse tornado exigible la obligación principal.

---

[79] La doctrina se encuentra dividida, pues la ley concursal, a diferencia de lo que ocurre con el quebranto (art. 128 de la LCQ), nada dice en materia de proceso prevencional. Hay quienes entienden que sí acaece la mentada caducidad (v. gr., entre muchos, GRAZIABILE, D.J., "Caducidad de los plazos en el concurso preventivo y exclusión del cómputo de las mayorías", revista argentina *Jurisprudencia Argentina,* suplemento del 18 de mayo de 2005), mientras que otros sostienen que no (v. gr., entre muchos, RIVERA, J.C., *Instituciones de derecho concursal,* t. 1, Santa fe, Rubinzal Culzoni, 1997, p. 220). Las partidarios de la tesis afirmativa indican que es real que el legislador del Código Civil no pudo haber contemplado el instituto del concurso preventivo cuando estableció —como principio— el régimen de caducidad de los plazos por la insolvencia del deudor y la formación del concurso de acreedores, pues aquel instituto no se conocía a la fecha de sanción del Código Civil argentino (1869), apareciendo en nuestro país a partir de la sanción de la ley argentina número 4156, del año 1902. Se discute si el plazo otorgado al deudor es en beneficio de éste, del acreedor o de ambos, y, mas allá de la postura que se adopte, lo cierto es que la afección que produce el concurso concierne directamente a la confianza que tuvo el acreedor al concederle dicho plazo. El deudor *in malis* concurre a la sede judicial a fin de normalizar la crisis económica que soporta, y ante el hecho de que no puede cumplir regularmente con sus obligaciones, y entendiéndose que el plazo es otorgado al deudor, bajo la condición resolutoria tácita de que su estado económico no cambie; es decir, mientras el acreedor pueda mantener inalterable su fe en la solvencia del deudor. En virtud de ello, tanto en la quiebra como en el concurso preventivo desparecen los motivos por los cuales se ha otorgado el plazo. Igualmente, en dichos procesos concursales se producen efectos tanto en el concurso preventivo como en la quiebra que hacen caer los plazos estipulados. El primero de éstos es la suspensión y el fuero de atracción que ejerce el proceso concursal respecto de las acciones individuales de contenido patrimonial, y nada significaría esperar el vencimiento de los términos de algunas obligaciones todavía no vencidas si su titular no pudiera hacer valer su derecho individualmente. Concordantemente con esto, y como segundo efecto, debemos entender que en ambos procesos concursales se produce la cristalización del pasivo a fin de viabilizar el perfecto cumplimiento de sus fines, manteniendo imperiosamente la *par condicio creditorum* y viabilizando el cobro de los créditos. Ello, a través de la verificación de créditos, etapa en la cual no quedan excluidas las obligaciones a plazo, siempre que fuesen de causa o título anterior a la presentación del concurso preventivo (GRAZIABILE, D.J., "Caducidad de los plazos en el concurso preventivo y exclusión del cómputo de las mayorías", revista argentina *Jurisprudencia Argentina,* suplemento del 18 de mayo de 2005). Para quienes se adhieren a la tesis negativa, la caducidad de los plazos no es compatible con las reglas del concurso preventivo en cuyo trámite no se suspenden las relaciones contractuales, siempre que el concursado cumpla con sus obligaciones, en cuya hipótesis el tercero no puede pretender la aplicación de la normativa del artículo 753 del Código Civil argentino, pues conforme a las normas de los artículos 15 y 16 de la LCQ, el concursado está habilitado para mantener la administración de sus negocios y las operaciones que hacen a su giro. Por lo demás, la cuestión está regida por la ley de concursos, la que no dispone que el concurso preventivo cause la extinción de todos los plazos (RIVERA, J.C., *Instituciones de derecho concursal*, t. 1, Santa fe, Rubinzal Culzoni, 1997, p. 220; JUNYENT BAS, F. y MOLINA SANDOVAL, C., *Ley de concursos y quiebras*, LexisNexis, 2003, t. 1, p. 136). En los autos "Cía. de Alimentos Fargo S.A. S/Concurso" se resolvió que en el concurso preventivo no opera la caducidad de los plazos previsto en el art. 128 de la LCQ, ya que éste es un efecto propio de la sentencia de quiebra no contemplado en el concurso preventivo. En este caso, la distinción tiene una clara justificación, dado que la quiebra no prevé —salvo en los casos específicos previstos en la ley— la continuación de la actividad, lo que implica que si no se estableciera la consecuencia mencionada, la posibilidad de cobro con vencimiento posterior a la sentencia sería ilusoria. La caducidad de los plazos es un efecto típico y propio de los procesos liquidativos (Cámara Nacional de Comercio, Sala "B", 4 de marzo de 2005, "Fargo", Doctrina Societaria y concursal, núm. 210, Errepar, mayo de 2005).

Finalmente, y sin perjuicio de la necesidad de insinuar la acreencia por parte de los acreedores con garantía autoejecutable previo a ejecutar (aunque sin esperar a la sentencia verificatoria, art. 36 de la LCQ), el deudor concursado tiene otro instrumento para evitar abusos en el cobro de la acreencia; este instrumento es la rendición de cuentas de la gestión de cobranza prevista en el artículo 23 de la LCQ, que permite conocer con certidumbre cuánto y cómo cobró el acreedor munido con garantía autoejecutable, sobre todo, cuando insinuó pero no esperó al pronunciamiento verificatorio que le reconociera con autoridad de cosa juzgada material la titularidad de su derecho y la respectiva garantía.

La mentada rendición de cuentas también es importante porque evita que el acreedor que ejecutó por "fuera" del concurso y cobró, lo haga de nuevo, aunque, esta vez, "dentro" del concurso. La hipótesis planteada no es descabellada. Pensemos, a título de ejemplo, en una prenda con registro constituida sobre un bien de un tercero o en el caso de un acreedor cesionario de un crédito cedido en garantía cuyo bien objeto del gravamen es un crédito a cobrar contra un tercero (v. gr.: el librador del pagaré endosado en garantía por el deudor concursado —endosante— a favor del endosatario —acreedor/cesionario—). Si el acreedor insinúa su crédito en el concurso del deudor concursado y además intentó la ejecución de la garantía con respecto al tercero, atento a la posible duplicidad de pago de una misma acreencia, el deudor puede emplazarlo a que informe el resultado de la gestión de cobranza respecto de aquel tercero, toda vez que tiene un incuestionable interés jurídico, cual es clarificar su situación patrimonial, evitando que el acreedor —tenedor de los cheques de terceros— cobre dos veces la misma acreencia: al cesante en sus pagos —dentro del concurso—, por un lado, y al tercero —fuera del concurso— por el otro.

Por todas las razones expuestas, entendemos que los acreedores con garantía autoejecutable deben "insinuar su acreencia" en los términos del artículo 32 de la LCQ.

VII. CONCLUSIÓN

1. Las *garantías autoliquidables* son negocios jurídicos de garantía que posibilitan al acreedor la ejecución de la garantía, en forma privada o extrajudicial, sin que ello importe una violación de la garantía constitucional del debido proceso legal (art. 18 de la Constitución Nacional).

2. Los intereses constitucionales en juego (defensa en juicio, derecho de propiedad y derecho a la conclusión de los procesos en un plazo razonable) pueden ser compatibilizados a la luz de la Carta Magna:

Por un lado, el *acreedor* no encuentra dilaciones al pretender el cobro de su crédito; esto es, *dentro* de la propia vía extrajudicial que utiliza para cobrar su acreencia, el deudor no pueda plantear cuestiones que dilaten o retarden aquel objetivo.

Por el otro, el *deudor* que prueba en forma indubitable que la ejecución que se sigue en su contra es "abusiva" o "ilícita" puede plantear y acreditar tal situación,

excepcionalmente, a través de un *juicio de conocimiento amplio iniciado por separado y con carácter previo, paralelo o posterior* a la autoliquidación de la garantía, siempre que no interrumpa la pretensión ejecutiva del acreedor.

En estos términos, el deudor puede ejercer "a tiempo" su derecho de defensa sin perjudicar la vía de cobro del crédito del acreedor, quedando, sin embargo, en manos de este último —al ver que se denuncia por "juicio separado" una situación de "abuso" o "ilicitud"— la prudente decisión de no iniciar la ejecución, detenerla y no seguirla hacia adelante, so riesgo de tener que reparar los daños y perjuicios ocasionados por su obrar antijurídico (en caso de haber ejecutado mal y sin derecho, o en forma abusiva).

En definitiva, no puede "prohibirse" que el juicio sea "previo", ni en la ejecución patrimonial, ni en la penal. Este derecho del ejecutado no puede ser derogado por el legislador, ni por las partes. Se trata de un derecho amparado por los arts. 17 y 18 de la Constitución Nacional, que tutelan el derecho de defensa en juicio de la persona y el derecho de propiedad privada.

En la esfera patrimonial, el legislador puede postergar el ejercicio del derecho de defensa del deudor. Tal parecería ser el caso de las autoejecutables. Sin embargo, por imperio de la Constitución Nacional, el deudor goza siempre de la facultad de poder instar —carga del contradictorio— de manera "previa" el juicio necesario para ser oído. Dicha facultad encuentra base normativa en los arts. 17 (inviolabilidad de la propiedad privada), 18 (inviolabilidad de la defensa en juicio de la persona y sus derechos) y 19 de la Constitución Nacional (principio de legalidad). En cambio, en la esfera penal, el juicio o el conocimiento judicial debe ser *indefectiblemente* previo a la ejecución o condena.

En conclusión, desde la óptica de los derechos patrimoniales, el conocimiento judicial "puede verse postergado" por el legislador, bajo ciertas condiciones, siempre y cuando se deje en manos del deudor la "posibilidad" o la "facultad" de iniciarlo en forma previa en casos de ejecuciones privadas abusivas o fraudulentas (circunstancias que tiene la carga de probar).

3. Las garantías autoliquidables no importan la renuncia anticipada de la garantía constitucional del debido proceso legal. Su causa fin —como elemento estructural del contrato de garantía que la constituye— es lícita y acorde con los principios constitucionales.

Esta conclusión se funda en dos aspectos liminares:

(a) El procedimiento autoliquidativo inherente a ellas es aquel al cual las partes decidieron voluntariamente someterse al contratar, al amparo de los artículos 1197 del Código Civil y 17 y 19 de la Constitución Nacional. No se trata de algo impuesto contra su voluntad (arg. arts. 502, 953 y 954 del Cód. Civil).

(b) Frente al posible conflicto de intereses entre deudor garante y acreedor garantizado y, por ende, entre el derecho de defensa en juicio del primero y el derecho de propiedad del segundo a cobrar su crédito, se vislumbra un principio de solución transaccional. El ordenamiento jurídico constitucional (art. 18) —al garantizar que "ningún habitante de la Nación puede ser penado o ejecutado en sus bienes sin juicio

previo— reconoce al garante autoliquidado el derecho de iniciar un juicio de conocimiento amplio para debatir todas aquellas cuestiones que escapan y no se pueden ventilar en la vía extrajudicial de autoliquidación, juicio que puede ser anterior, concomitante o posterior a la realización extrajudicial de sus bienes, según las posibilidades y conveniencia del propio garante.

No se trata, entonces, de desproteger los intereses del deudor, sino de dejar en sus manos la carga de la defensa de sus derechos; de tal forma, si el acreedor actuó, actúa o se prevé que actuará injusta o abusivamente, el ejecutado puede hacer valer sus derechos (incluido el resarcimiento de los daños ocasionados por el actuar antijurídico de aquél) a través de ese proceso de conocimiento que, reiteramos, no siempre será posterior a la agresión de su patrimonio. Podrá ser anterior o concomitante, según lo decida el ejecutado en función de las particularidades de cada especie de autoejecutable y, hasta de su propia conveniencia.

4. Como *regla*, el deudor no podrá impedir a través del mentado juicio de oposición (ni de mecanismos cautelares) que el acreedor lo ejecute extrajudicialmente, autoliquidando la garantía. Tal pretensión sería violatoria de la garantía constitucional que protege el *derecho de propiedad del acreedor* enraizada en el artículo 17 de la Constitución Nacional

Sin embargo, por excepción, cabe reconocer al deudor ejecutado abusivamente a través de las garantías autoliquidables la facultad constitucional para oponerse a la ejecución extrajudicial; puede hacerlo no sólo a través de una medida cautelar (v. gr.: medida de no innovar) planteada en el marco del juicio de oposición de conocimiento amplio *previo* o *concomitante* a la ejecución, sino también a través de pretensiones autónomas como la *tutela anticipada* y *las medidas autosatisfactivas*.

Así, frente a la amenaza de daño que tema sufrir ante una ejecución abusiva o ilícita, el deudor podrá utilizar la tutela inhibitoria para que el acreedor se abstenga de "ejecutar" cuando es manifiesto que carece de todo derecho o abusa de él (por ejemplo, porque el deudor pagó la deuda cuya garantía se ejecuta; o porque se declaró la nulidad de la obligación principal garantizada, etc.).

Esta especie de tutela podrá peticionarse *excepcionalmente* tanto en los casos en que el acreedor ejecutante actúa sin injerencia judicial alguna cuanto en aquellos otros en que, por mínima que sea, existe intervención jurisdiccional en la autoliquidación; aunque, en este último supuesto, el fin de la tutela inhibitoria puesta en movimiento por el deudor es suspender la orden del juez que interviene en la ejecución privada de la garantía que adolece de vicios patentes de ilegitimidad.

De este modo, aun antes de la autoliquidación extrajudicial, el deudor puede prevenir el daño cierto que puede sufrir ante posibles ejecuciones abusivas o fraudulentas cuando es patente y notorio que el obrar del acreedor es antijurídico y que la ejecución aparece como injusta (v. gr.: el deudor ya pagó y el acreedor igualmente amenaza con ejecutar aprovechando la carencia de juicio previo "dentro" de la vía autoliquidativa).

5. Si el juicio de conocimiento se inicia con "anterioridad" o "concomitantemente" está presente la *acción de oposición* que es *preventiva e inhibitoria de daño*;

conteniendo, asimismo, una pretensión declarativa y de condena. Si el juicio de conocimiento se inicia con "posterioridad", no hay propiamente *acción de oposición* —pues la garantía ya se ejecutó y el garante no puede impedirlo— de tal modo que la acción ejercida es fundamentalmente *resarcitoria del daño* injustamente sufrido por el garante autoliquidado; además, y principalmente, contiene una pretensión de condena. Efectivamente, en este juicio de conocimiento el garante persigue principalmente repetir contra el acreedor lo que pagó mal, como así también, el resarcimiento de los daños sufridos a causa de la ejecución abusiva o ilícita.

6. Desde otra óptica, si la ejecución fue llevada a cabo y ocasionó un daño injusto al deudor, imputable al obrar culposo, fraudulento o abusivo del acreedor, el deudor damnificado podrá accionar contra el acreedor con el objeto de que le repare el perjuicio sufrido por la autoliquidación de la garantía. Esta pretensión resarcitoria podrá ser planteada a través de un juicio de conocimiento iniciado por cuerda separada al juicio de oposición, o acumulándola a este último, según los diversos casos analizados.

7. En el marco del proceso concursal, y coherentes con los fundamentos dados precedentemente, entendemos que los acreedores con garantía autoejecutable deben "insinuar su acreencia" en los términos del artículo 32 de la LCQ.

JURISPRUDENCIA

NULIDAD DE LAS CLÁUSULAS ABUSIVAS EN LA CONTRATACIÓN BANCARIA

(Comentario a la Sentencia de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo, núm. 792/2009, de 16 de diciembre de 2009)

EMILIO DÍAZ RUIZ

Profesor Titular de Derecho mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

El Tribunal Supremo, en la Sentencia comentada, reexamina una serie de cláusulas contenidas en condiciones generales de contratos bancarios establecidas por diversas entidades de crédito españolas, que ya examinó a fondo la Audiencia Provincial en la sentencia recurrida. Se confirma que las cláusulas de certificación de saldo, cobertura hipotecaria de las costas procesales, compensación contractual cuando hay consentimiento real y exención de responsabilidad de los emisores de tarjetas por las incidencias del titular con terceros son válidas, pero declara que la responsabilidad en caso de extravío de las tarjetas debe acomodarse a la nueva Ley de Servicios de Pago, restringe enormemente la posibilidad de resolución por pérdida del beneficio de plazo y limita la prohibición de arrendamiento de bienes hipotecados, a la vez que hace una interpretación muy discutible de la necesidad de consentimiento del acreditado en caso de cesión de créditos.

Palabras clave: *Condiciones generales, contratos bancarios, certificación de saldo, compensación contractual, tarjeta de crédito, beneficio de plazo, cesión de créditos.*

ABSTRACT

The Supreme Court, in the commented judgment, revisits some clauses incorporated into general terms and conditions applicable to bank contracts, drafted by several Spanish financial institutions, that were already examined in depth by the Provincial Court of Appeals in the appealed judgement. The validity of the clauses relative to certification of the amount due, mortgage coverage of the legal and court fees, contractual set-off when there is sufficient consent and exemption of liability of the card issuers for the relations between the cardholder and third parties is confirmed, but the Court declares that the liability in case of loss of cards must be applied as per the new Law on Payment Services, as well as significantly restricts the possibility of early termination by reason of loss of the right to the term and to the breach of prohibition of lease of mortgaged assets, as well as renders a very arguable interpretation as to the need of consent of the borrower in case of assignment of credits.

Key words: *General terms and conditions, banking contracts, certificate of amount due, contractual set-off, credit card, right to the term, assignment of credits.*

Hace algunos años, tuve ocasión de comentar, en esta misma revista [1], la Sentencia de la Sección Decimotercera de la Audiencia Provincial de Madrid, de 11 de mayo de 2005, en apelación de otra del Juzgado de Primera Instancia núm. 44 de Madrid, resolviendo una acción colectiva que se planteó por la Organización de Consumidores y Usuarios ("OCU"), frente a diversas entidades de crédito, solicitando se declarasen nulas varias cláusulas, presentes en las condiciones generales aplicadas por dichas entidades, aunque con diferentes redacciones, en sus relaciones con sus clientes que tenían el carácter de consumidores o usuarios.

La Sentencia del Tribunal Supremo que vamos a comentar brevemente a continuación [2] resuelve los recursos de casación interpuestos tanto por la OCU como por varias de las entidades de crédito demandadas. Bien es verdad que, salvo el recurso de casación interpuesto por una de las entidades de crédito, que fue admitida a trámite, los del resto de las entidades de crédito fueron inadmitidos, y aun respecto del único recurso de casación admitido de entre los planteados por las entidades de crédito, se rechazan todos los motivos.

Ya valoramos, en su momento, la Sentencia de la Audiencia Provincial como muy bien fundamentada, y no es de extrañar por tanto que el Tribunal Supremo la haya mantenido en la mayoría de sus puntos, y aun en aquellos casos en los que no ha aceptado plenamente los razonamientos de la Audiencia Provincial, lo hace en función de nuevas normas legales, y, cuando no es así, no siempre es claro que su doctrina sea más correcta que la de la Audiencia [3].

Se transcriben a continuación las partes más relevantes de los antecedentes de hecho y de los fundamentos de derecho de la Sentencia del Tribunal Supremo que vamos a comentar:

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—El objeto del proceso versa *in genere* sobre materia relativa a la protección de consumidores y usuarios en la perspectiva de las cláusulas-tipo previstas para diversos contratos celebrados entre Bancos y Cajas de Ahorro y los clientes usuarios de sus servicios, relativos a préstamos, de ahorro, depósitos en cuenta corriente, de crédito, de tarjeta de crédito y débito; habiéndose suscitado la declaración de nulidad por el carácter abusivo en virtud del ejercicio por una Organización de Consumidores y Usuarios de una acción de carácter colectivo, de cesación, con fundamento en la normativa legal de las Leyes 7/1998, de 13 de abril, de Condiciones Generales de la Contratación —LCGC—, y 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios —LGDCU—.

Por la Organización de Consumidores y Usuarios —OCU— se interpuso demanda frente a las entidades mercantiles Banco Bil-

(1) *RDBB* núm. 101, enero-marzo 2006, pp. 185 a 222.

(2) Cuyo ponente ha sido el Excmo. Sr. D. Jesús Corbal Fernández.

(3) Un comentario de urgencia sobre esta sentencia puede verse en *Eficacia de las "acciones colectivas. A propósito de las SSTS (sic) 16. dic. 2009 sobre cláusulas abusivas en la contratación bancaria,* José Almagro Nosete, Otrosí, núm. 2/2010, pp. 30 a 32.

bao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA), Bankinter, S.A., Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (Caja Madrid) y Banco Santander Central Hispano, S.A. (BSCH) en la que solicita: 1) Se declare el carácter abusivo y la consiguiente nulidad absoluta de las diecisiete cláusulas bancarias que en concreto se impugnan. 2) Se prohíba a las demandadas el poder volver a utilizar en el futuro dichas cláusulas. 3) Se ordene la publicación del fallo de la sentencia en al menos dos diarios de circulación nacional de mayor tirada, con arreglo a lo previsto en el artículo 21 de la Ley 7/1998, Ley de Condiciones Generales de la Contratación y en el artículo 221.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000 (precepto este último adicionado por el artículo primero de la Ley 39/2002 de 28 de octubre). 4) Se acuerde dirigir mandamiento al registro de Condiciones Generales de la Contratación, para la inscripción de la sentencia (artículo 22 de la Ley 7/1998 LCGC).

La Sentencia dictada por el Juzgado de 1.ª Instancia número 44 de Madrid el 24 de septiembre de 2003, en los autos de juicio verbal número 40 de 2003, estimó parcialmente la demanda y declaró: Primero, el carácter abusivo de las cláusulas a las que se refiere el fundamento octavo de esta sentencia y por consiguiente su nulidad radical. Segundo, se prohíbe a las demandadas la utilización en el futuro de dichas cláusulas. Tercero, se condena a las demandadas a estar y pasar por la anterior declaración y a publicar a su costa, por cuartas partes, en el plazo de quince días esta sentencia en un diario de máxima circulación en la provincia de Madrid. Cuarto, se ordena la inscripción de esta sentencia en el Registro de Condiciones Generales de la Contratación, a cuyo fin líbrese mandamiento en forma al señor Registrador.

La Sentencia anterior fue aclarada por Auto de 13 de octubre de 2003 con el siguiente particular: "Se añade el apartado letra 'l)' del Fundamento de Derecho octavo el siguiente párrafo. Por iguales consideraciones se declara la nulidad de la 'Cláusula novena', pues no parece el Banco eximirse de responsabilidad por el mal funcionamiento en su sistema operativo que afecte a los cajeros automáticos o terminales de capturas, sea cualquiera la causa, cuando el usuario o cliente no tiene ninguna intervención en los mismos".

La Sentencia dictada por la Sección Decimotercera de la Audiencia Provincial de Madrid el 11 de mayo de 2005, en el Rollo número 15 de 2004, estima en parte el recurso de apelación de la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU) y también parcialmente los recursos de apelación de BBVA, S.A., Bankinter, S.A., y Caja Madrid, y desestima el del BSCH, S.A., y acuerda revocar la resolución recurrida —sentencia dictada en fecha 24 de septiembre de 2003, aclarada mediante autor de 13 de octubre siguiente, del Juzgado de 1.ª Instancia número 44 en los autos de juicio verbal civil número 40/2003 —únicamente en el sentido de declarar válidas: la segunda parte de la cláusula tercera, la cláusula undécima y la cláusula decimosexta, en los términos que igualmente exponemos en esta sentencia, manteniendo los restantes pronunciamiento de la sentencia contra la que se ha apelado y del auto aclaratorio de la misma; todo ello con expresa imposición a Banco Santander Central Hispano, S.A. de las costas causadas en esta alzada con motivo del recurso de apelación por ella interpuesto, y sin especial imposición a los demás litigantes de las costas causadas en esta alzada con ocasión de su respectivo recurso de apelación. Lo declarado en esta sentencia surtirá efectos procesales respecto de cualesquiera entidad bancaria o financiera que oferte en sus contratos alguna de las cláusulas declaradas nulas.

Contra la Sentencia de la Audiencia Provincial se interpusieron varios recursos extraordinarios por infracción procesal y de casación. El Auto de esta Sala de 4 de noviembre de 2008 acordó: 1.ª Inadmitir el recurso de casación de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid en cuanto a las infracciones basadas en interés casacional por jurisprudencia contradictoria de Audiencias Provinciales y por aplicación de norma con vigencia inferior a cinco años; 2.º Admitir el recurso de casación interpuesto por Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid en cuanto a la inracción basada en interés casacional por oposición a la jurisprudencia del Tribunal Supremo; 3.º Inadmitir el recurso de casación de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria; 4.º Inadmi-

tir los recursos extraordinario por infracción procesal y de casación de Bankinter, S.A.; y, 5.º Admitir los recursos extraordinario por infracción procesal y de casación de la Organización de Consumidores y Usuarios.

(...)

2.º RECURSO DE CASACIÓN DE LA OCU.

Cuarto.—Las alegaciones expuestas en los escritos de oposición al recurso de casación en las que se sostiene la inadmisibilidad de los motivos con base en que, o no se cita doctrina jurisprudencial, o la citada no se opone, ni contradice por sentencia recurrida en relación con las cláusulas examinadas, o no existe la jurisprudencia contradictoria de las Audiencias Provinciales, no se acoge con el carácter general formulado, sin perjuicio del examen concreto en cada caso —respectivo motivo—, de resultar procedente, porque, aparte de que ello redunda en la mayor claridad y precisión de la respuesta judicial, evitando en ocasiones la reiteración argumentativa, en cualquier caso, el requisito se ha cumplido en el plano formal, sin que se observe artificialidad, y, por lo demás, en materias como la presente la doctrina jurisprudencial genérica precisa de una respuesta específica a las singulares cuestiones planteadas.

Quinto.—En el primer motivo del recurso se impugna la cláusula que se identifica como Tercera, Dos.

A la misma se refiere el fundamento de derecho octavo de la Sentencia recurrida, que la recoge con el siguiente contenido: "2. Repercusión en el importe total de la operación: 'Constitución de Hipoteca: [...] Para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas en esta escritura, respondiendo a la devolución del capital del préstamo [...] y además [...] del pago de las costas procesales, [correspondiendo por este concepto la suma de XX] MILLONES DE PESETAS, equivalente a [...] MILLONES DE EUROS...' ".

La Sentencia recurrida fundamenta la validez de la cláusula en que no se trata de un pacto sobre costas sino de extender la garantía de la hipoteca al pago de las costas judiciales impuestas conforme a la legislación vigente y al margen de todo pacto. Cita en apoyo los arts. 1861 CC, 105 LH, 219.3.º RH e incluso 539 LEC a cuyo tenor se han de imponer al ejecutado con carácter general las costas de la ejecución, y argumenta también que "lo contrario podría conducir al absurdo de privar a la entidad acreedora de la garantía constituida sobre el bien hipotecado obligándola a acudir a otra ejecución para perseguir distintos bienes del deudor ejecutado con los graves inconvenientes que ello comportaría".

La OCU recurrente fundamenta su recurso en que la cláusula deviene desproporcionada y produce una ruptura del equilibrio entre las partes por lo que es abusiva conforme a doctrina jurisprudencial (SS. 15 de septiembre de 1999, 14 de abril de 2000, 29 de noviembre de 2000). Asimismo señala que contradice la jurisprudencia (SS. 17 de mayo de 1993, 1 de marzo de 1994, 22 de enero de 1997, 12 de mayo de 1998) sobre la improcedencia o ilegalidad de los pactos sobre costas, y afirma que no son aplicables los preceptos legales invocados por la sentencia recurrida porque: los art. 219.3 RH no impone la partida de costas, y de entenderse en otro sentido sería contrario a los arts. 51.1 y 53.3 de la CE, carecería de cobertura legal, y, en todo caso, debería ser reinterpretado conforme a la realidad actual (art. 3.1 CC) con el resultado de su inaplicación (art. 6 LOPJ); y en cuanto al art. 539 LEC no dice lo que se le atribuye en la resolución recurrida.

Por las partes recurridas en sus respectivos escritos de oposición destacan que no se trata de un pacto sobre costas sino de extender la garantía de la hipoteca al pago de las costas judiciales que impongan los Tribunales a los propios consumidores conforme a la legislación vigente y que la cláusula no exonera al predisponente de las costas, pues no dice que en todo caso las costas de un litigio serán de cargo del cliente, sino que se limita a decir que, declarado judicialmente el incumplimiento del cliente, las costas corren de cuenta de éste, y afirmar lo contrario conduciría a la absurda conclusión de privar a la entidad acreedora de la efectividad de la garantía constituida sobre el propio bien hipotecado privando de toda virtualidad la propia ejecución derivada de la hipoteca (BANKINTER);

y que no se imponen previamente al prestatario, en ningún caso, las costas de un eventual procedimiento judicial; se trata de una estipulación que solo entra en juego si previamente existe incumplimiento por parte del prestatario; y que no se pone en duda que las costas las abonará aquella parte a quien un Tribunal se las imponga (CAJA MADRID).

El motivo se desestima porque carece de fundamento.

La cláusula controvertida no contiene un pacto sobre costas, es decir, un pacto del que resulte que en todo caso de existencia de proceso —que es cuando se producen las costas procesales— las costas hayan de ser pagadas por el prestatario. Así lo entiende la sentencia recurrida, y no hay duda interpretativa, ni se planteó. Lo que sí establece el pacto es que la hipoteca cubre las costas, esto es, que la cantidad procedente de la realización del bien hipotecado se aplicará también al pago de las costas hasta la suma al respecto asegurada. Y ello no solo no es ilegal, procediendo añadir a os artículos citados en la resolución impugnada la adecuación a los preceptos de los artículos 689, 692.1, 693, párrafo final, y 694.2, párrafo segundo, LEC, y menos todavía abusivo, sino que es conforme al principio de especialidad o determinación de la hipoteca, en relación con la denominada "garantía accesoria".

Sexto.—En el motivo segundo el recurso de casación de la OCU se impugna la cláusula identificada como CUARTA.

A la misma se refiere el fundamento noveno de la Sentencia recurrida, que la recoge con el siguiente texto: "Se pacta expresamente que será prueba suficiente de la cantidad reclamada la certificación expedida por la entidad".

La pretensión de declaración de nulidad por abusiva formulada por la OCU se resume en que la cláusula contempla que, en caso de reclamación judicial, valga como prueba suficiente de la deuda la certificación liquidatoria presentada por la entidad bancaria, sin dar posibilidad al cliente de presentar prueba en contrario.

La Sentencia recurrida razona, en sentido contrario, que no se limita el derecho del usuario a valerse de cuantos medios de prueba legales tenga por conveniente para desvirtuar el contenido de la certificación y que no obsta no se informe por el Banco o Caja a los clientes del derecho que les asiste. Añade que el pacto de liquidez está admitido por el Tribunal Constitucional y por el Tribunal Supremo (SSTC 10 de febrero de 1992 y TS 7 de mayo de 2003 y 3 de febrero de 2005) y recogido en el art. 572.2 LEC, y que, respecto de la [supuesta] falta de información, no se infringen los arts. 2.1.d) y 10.1.a) de la LGDCyU. Finalmente señala que la cláusula no supone la imposición de una renuncia o limitación de los derechos del consumidor a los efectos prevenidos en el apartado 14 de la Disposición Adicional Primera de la LGDCyU, ni impone la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los términos previstos en el apartado 19 de la citada Disposición Adicional.

En el cuerpo del motivo del recurso la OCU impugna la Sentencia recurrida con base en que la cláusula no envuelve únicamente un pacto de liquidez, sino, y "he aquí el abuso" —dice—, un pacto de no oponerse a esa liquidez, unilateralmente fijado por la entidad, y más adelante añade que no informa al cliente del carácter no decisorio de esa certificación, ni por tanto de la posibilidad de defenderse de ella. En resumen, la discrepancia de la OCU no reside en el pacto de liquidez, sino que lo cuestiona "son los términos en que está redactado ese pacto de liquidez".

(...)

El motivo se desestima porque carece de consistencia, tanto más si se tiene en cuenta que no se fundamenta adecuadamente el interés casacional (art. 477.2, 3.º y 3 LEC).

El denominado "pacto de liquidez" —o "de liquidación"— es válido porque es un pacto procesal para acreditar uno de los requisitos procesales del despacho de ejecución, cual es la liquidez o determinación de la deuda, y, por consiguiente, para poder formular la reclamación judicial de la misma —SS. 30 de abril y 2 de noviembre de 2002, 7 de mayo de 2003, 21 de julio y 4 de noviembre de 2005; arts. 520.1, 550.1, 4.º, 572.2 y 573.1, 3.º LEC—. Esta es la finalidad del pacto —despacho de ejecución— y, por lo tanto, no obsta a la impugnación de la cantidad expresada en la certificación bancaria mediante la oposición correspondiente y sin alterar las normas en materia de carga de prueba. La previsión legal es clara

y excusa de cualquier otra información contractual al respecto, y así lo vienen entendiendo los Tribunales, por lo que no se infringen los arts. 2.1.d), y 10.1.a) de la LGDCyU, ni su DA 1.ª, apartado 14.ª.

Séptimo.—En el motivo tercero la OCU impugna la declaración de validez de la cláusula QUINTA de las impugnadas en la demanda.

Las cláusulas recogidas en el fundamento de derecho décimo de la sentencia recurrida son del siguiente tenor literal: "'La deuda que resulta contra los Titulares por razón de este contrato, podrá ser compensada por el Banco con cualquier otra que los Titulares pudieran tener a su favor, cualquiera que sea la forma y documentos en que esté representada, la fecha de su vencimiento, que a este efecto podrá anticipar el Banco, y el título de su derecho, incluido el de depósito. Los contratantes pactan expresamente que la compensación aquí establecida tendrá lugar con independencia de que el crédito a compensar con la deuda sea atribuible a uno, a algunos o a todos los titulares' (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria). 2. 'Las posiciones acreedoras que el Cliente mantenga con el Banco, cualquiera que sea su naturaleza, garantizan a aquellas deudoras, abarcando esta garantía a todos los titulares del contrato y a todas las posiciones de los mismos, incluso las que puedan tener mancomunada o solidariamente con terceros' (Bankinter). 3. 'Todas las cuentas y depósitos de afectivo o valores que el titular tenga o pueda tener en el Banco en las que figure como titular único o indistinto, quedan afectas al cumplimiento de las obligaciones derivadas de este contrato, pudiendo el Banco compensar y garantizar entre sí dichas cuentas y depósitos' (Santander Central Hispano)".

La sentencia recurrida razona la validez de las cláusulas partiendo de la doctrina jurisprudencial que diferencia, por un lado la titularidad indistinta de la cuenta encaminada a determinar el origen de la masa patrimonial que ha de responder de las deudas de alguno de los cotitulares frente a los demás, lo que es ajeno al tema que se debate pues afecta únicamente a la disponibilidad, que no propiedad, del saldo existente, y, por otro lado, la relación de la entidad bancaria frente a alguno de ellos. En este supuesto habría lugar a la objeción de la OCU —sigue diciendo, en síntesis, la resolución recurrida—, si la deuda correspondiese a alguno de los titulares y que no se hayan comprometido todos a responder, cuya autorización deberá ser conocida y expresamente aceptada por los usuarios, pues, en otro caso, se vulnerarían los arts. 1198 CC, 7.a) de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación y 8, en relación con la DA 1.ª LGDCyU, en la medida que implicaría un desequilibrio entre las posiciones de las partes. Y concluye el juzgador *a quo* que "no existe en nuestro ordenamiento jurídico norma alguna que impida a un tercero, debidamente informado, asumir voluntariamente la responsabilidad del cotitular deudor".

El razonamiento jurídico de la sentencia recurrida es plenamente asumible en la perspectiva de que nada obsta a que un contratante pacte expresamente con el Banco que éste pueda compensar los saldos positivos y negativos de varias cuentas, y lo mismo que varios cotitulares de una cuenta asuman que la entidad pueda compensar las deudas aunque sean atribuibles solo a algunos, siempre que haya adecuada información al respecto.

La OCU aduce que con tal apreciación se crea una situación material de indefensión, con perjuicio económico para aquellos cotitulares de la cuenta que no son deudores del Banco, pero que ven afectados los fondos de su propiedad al pago de una deuda ajena, en muchos casos sin constar su interés en ese pago, y hasta en contra de su voluntad, y añade que debería exigirse al Banco alguna gestión previa en orden a determinar la propiedad de los fondos de la cuenta, o conceder un trámite de comunicación a todos los titulares al mismo fin.

La respuesta al motivo cabe resumirla diciente, que, con independencia de que no todas las Sentencias de las Audiencias Provinciales que cita sientan una conclusión al respecto del tema en el sentido en que lo entienda la parte recurrente, en cualquier caso, no cabe negar que cualquier persona puede asumir conscientemente la posibilidad de la compensación cualquiera que sea el cotitular de la cuenta que devengue el adeudo, pues ello forma parte de su libertad contractual (art. 1255 CC), sin crearse ningún desequilibrio impor-

tante en la relación con la entidad bancaria, y sin perjuicio, claro es, del riesgo que se asume respecto de la conducta de otros cotitulares, lo que corresponde a la relación *ad intra* con ellos, que aquí no interesa. Otra cosa diferente es que quien acepta tal situación mediante el pacto expreso, sepa el alcance de los que asume, y ello se traduce en esta sede, en que lo haga con la suficiente información. Para ello, la cláusula contractual correspondiente ha de ser transparente, clara, concreta y sencilla, es decir, como señala la Sentencia de esta Sala 13 de marzo de 1999, ha de ser legible, físicamente, y comprensible, intelectualmente. Y aplicando dicha doctrina a las cláusulas expresadas anteriormente, cabe decir que reúnen los requisitos exigibles las número 1 (Banco Bilao Vizcaya Argentaria) y 2 (Bankinter), y no los reúnen la número 3 (Banco Santander Central Hispano) pues no es suficiente la mera referencia a "indistinto". Por ello, se desestima el motivo en cuanto a las dos primeras cláusulas, y se estima en cuanto a la número 3.

Octavo.—En el motivo cuarto se denuncia la declaración de validez de la cláusula SÉPTIMA de las impugnadas en la demanda.

En el fundamento de derecho duodécimo de la Sentencia recurrida se examina el contenido de esta cláusula que tiene el siguiente texto: "El Banco permanecerá ajeno a las incidencias y responsabilidades que pueden derivarse de la operación realizada entre el establecimiento y el titular de la tarjeta".

La declaración de la validez de la cláusula la fundamenta la sentencia recurrida en que la misma se refiere a las operaciones llevadas a cabo entre el titular de la tarjeta y el establecimiento en el que se pretende usar como medio de pago. Cosa diferente (que está fuera de la cláusula) sería que se eximiese a la entidad emisora de las tarjetas en los supuestos en que no se pretenden utilizar éstas por causa imputable a las referidas entidades.

Para excluir la aplicabilidad de los apartados 3.ª y 9.ª de la DA 1.ª LGDCU basta con apreciar que la operación comercial es ajena al profesional emisor de la tarjeta (que es un tercero *ex* art. 1257 CC) por lo que no cabe atribuirle responsabilidad por incumplimiento o cumplimiento defectuoso de obligaciones. Por ello, este Tribunal comparte plenamente el criterio de la resolución recurrida, la que, con buen sentido, separa la operación comercial —relación contractual entre el establecimiento y el cliente—, que es ajena al Banco, de las incidencias derivadas de la tarjeta misma, que puedan suscitarse en las relaciones entre el Banco y el establecimiento, y el predisponerte y el adherente.

Por todo ello, el motivo decae.

Noveno.—En el motivo quinto se impugna por la OCU la declaración de validez de la cláusula OCTAVA de las impugnadas en la demanda.

La Sentencia recurrida examina la materia en el fundamento décimo-tercero en el que titula la cláusula con la fórmula "Exención de toda responsabilidad de la entidad, por extravío o sustracción de la tarjeta (de crédito o de débito), o de la libreta, antes de que su titular notifique su pérdida".

Según expresa dicha resolución el tema abarca tres aspectos diferentes aunque íntimamente en conexión:

"1. Exención de responsabilidad por pérdida de tarjeta antes de la comunicación a la entidad:

"El titular será responsable sin limitación alguna del uso de la tarjeta antes de la notificación de la pérdida o sustracción...":

— "[Si ésta no se ha efectuado] de forma inmediata" (BBVA).

— "El robo, hurto, extravío, deterioro o falsificación de la tarjeta o el conocimiento del número de identificación contra su voluntad, por otras personas, el titular debe comunicarlo urgentemente en cualquiera de estos teléfonos..." (Bankinter).

— "[Si los hechos no se denuncian] antes de transcurridas veinticuatro horas de su acaecimiento" (Caja Madrid).

— "[Si la notificación al Banco no se produce] a la mayor brevedad" (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de débito).

— "[Si la notificación al Banco no se produce] de inmediato" (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de crédito).

2. Exención de responsabilidad por pérdida de libreta antes de la comunicación a la entidad.

— "En caso de sustracción o extravío de alguno de éstos [cheques, libretas, tarjetas y demás documentos de disposición entregados por el Banco], se compromete [el titular] a dar aviso al Banco con la mayor urgencia [...] Si tal aviso no se produjera, el Banco no será responsable si efectúa algún pago..." (BBVA).

— "En caso de hurto o extravío de [la libreta, el titular de ésta] se compromete/n a comunicarlo inmediatamente y por escrito [...] quedando [la entidad] relevada de toda responsabilidad si atendiera operaciones con cargo a la misma antes de recibir dicho aviso" (Caja Madrid).

— "[El titular] deberá comunicar inmediatamente al Banco cualquier extravío, robo o uso indebido de la Libreta en Cajeros por un tercero [...].

El titular será responsable de las extracciones de efectivo por Cajero Automático efectuadas por terceros en los casos de extravío, sustracción o uso indebido de la libreta por Cajero Automático, hasta la oportuna notificación (confirmada por escrito) al Banco del hecho acaecido" (Santander Central Hispano).

3. Inversión de la carga de la prueba en caso de uso fraudulento de número secreto de la tarjera:

— "... El uso del número de identificación personal por alguien distinto al titular, presupone grave negligencia por parte del mismo, salvo que se dé un caso de fuerza mayor" (Bankinter).

— "... La pérdida económica sufrida en el caso de operaciones que exijan marcaje de número secreto, será a cargo del contratante o, en su caso, del titular de la Tarjeta, salvo que se demuestre que se vio obligado a revelarlo bajo coacción" (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de débito).

— "... cuando se trate de operaciones que exijan marcaje de número secreto, será de su cargo [del titular de la tarjeta] la totalidad de la pérdida económica, salvo que se demuestre que se vio obligado a declararlo bajo coacción" (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de crédito).

(...)

La pluralidad y diversidad de cláusulas y de supuestos (relativos a tarjetas de crédito y débito y libretas, de varios contratos de distintas entidades bancarias), de cuestiones (sustracción, extravío, revelación del número secreto de las tarjetas —PIN—) y de las alegaciones acerca del carácter abusivo o no de las cláusulas, las cuales se han resumido con anterioridad, exige, para poder dar una respuesta casacional, adoptar como método el de, primero, centrar las cuestiones realmente controvertidas, lo que supone dejar al margen numerosos temas y aspectos que incidiendo en la utilización de las tarjetas y libretas no son propiamente objeto de debate, para, posteriormente, expresar las que consideramos reglas de equilibrio contractual, en cuanto evitan el desequilibrio de derechos y obligaciones en perjuicio del consumidor, que es la materia a que se refiere el proceso, y finalmente compulsar el ajuste o acomodo de las cláusulas expresadas en el comienzo del fundamento con las reglas expuestas.

Las cuestiones genéricas se pueden resumir en los siguientes puntos: a) Si es o no abusiva la cláusula que establece la responsabilidad sin limitación a cargo del usuario (titular de la tarjeta) antes de la notificación de la pérdida o sustracción (u otro evento similar que posibilite la utilización indebida) de la tarjeta o libreta; b) Cual es el tiempo en el que el titular de la tarjeta debe comunicar a la entidad bancaria el acontecimiento anterior (robo, hurto, extravío, pérdida, etc.) dado que no hay duda que a partir de la comunicación la entidad bancaria debe bloquear la posibilidad de utilización del instrumento mecánico; y, c) Siendo incuestionable que el titular de la tarjeta con banca magnética (y lo mismo sucede con el chip electrónico) debe evitar revelar el número del PIN ("adoptar todas las medidas razonables a fin de proteger los elementos de seguridad personalizado de que vaya previsto", como dice actualmente el art. 27.b de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, que transpone al Derecho español la Directiva Comunitaria 2007/64/CE, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado

interior, modificando las Directivas 97/7/CE, 2005/65/CE y 2006/48/CE y derogando la Directiva 97/5/CE), a quien le corresponde la carga de la prueba de haberse producido la revelación por fuerza mayor o coacción, y si cabe limitar la responsabilidad de las entidades bancarias a estos supuestos.

Como reglas genéricas, a los efectos que interesan al litigio, pues son otras muchas las cuestiones y perspectivas que pueden presentarse, debe sentarse que la existencia de un extravío o sustracción o similar debe comunicarse sin demora indebida desde que se conoció la desaparición. Es la fórmula utilizada en el ámbito comunitario y que actualmente recoge el art. 27.b) de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, que dispone: "el usuario de servicios de pago habilitado para utilizar un instrumento de pago deberá... en caso de extravío, sustracción o utilización no autorizada del instrumento de pago, notificarlo sin demoras indebidas al proveedor de servicios de pago o a la entidad que éste designe, en cuanto tenga conocimiento de ello". Ha de añadirse al respecto que entre las obligaciones del proveedor de servicios de pago en relación con los instrumentos de pago tiene las de "garantizar que en todo momento estén disponibles medios adecuados y gratuitos que permitan al usuario de servicios de pago efectuar la comunicación indicada en el art. 27.b) o solicitar un desbloqueo con arreglo a lo dispuesto en el art. 26.4. A este respecto, el proveedor de servicios de pago facilitará, también gratuitamente, al usuario de dichos servicios, cuando éste se lo requiera, medios tales que le permitan demostrar que ha efectuado dicha comunicación, durante los 18 meses siguientes a la misma" '[art. 28.c) Ley 16/2009], de modo que "si el proveedor de servicios no tiene disponibles medios adecuados para que pueda notificarse en todo momento el extravío o la sustracción de un instrumento de pago, según lo dispuesto en el artículo 28.1.c) el ordenante no será responsable de las consecuencias económicas que se deriven de la utilización de dicho instrumento de pago, salvo en caso de que haya actuado de manera fraudulenta" (art. 32.4 Ley 16/2009); y de "impedir cualquier utilización del instrumento de pago una vez efectuada la notificación a que se refiere el artículo 27.b" (art. 28 d, Ley 16/2009). Por consiguiente estima como fórmula adecuada de equilibrio contractual, y que permitirá, en cada caso, dar adecuada respuesta, sin perjuicio del consumidor, la de que la comunicación del extravío o sustracción debe efectuarse "sin demora indebida en cuando se tenga conocimiento de ello".

La segunda cuestión se refiere a quien debe responder, en el sentido de quien debe soportar el daño o cargar con el importe de la operación, por la utilización indebida de la tarjeta antes de la comunicación de la sustracción o extravío (debe advertirse que no se está contemplando el caso de operación de pago no autorizada o ejecutada incorrectamente ex art. 29 de la nueva Ley citada). Las cláusulas que eximen de total responsabilidad a la entidad bancaria de manera indiscriminada y sin matización o modulación alguna son abusivas, como pone de relieve la OCU, porque contradicen la buena fe objetiva con desequilibrio en el sinalagma contractual en perjuicio del consumidor. Efectivamente, son advertibles situaciones en que, si la entidad actúa con la diligencia puede apercibirse de utilizaciones indebidas de tarjetas, aun sin la comunicación, o un eventual conocimiento de la sustracción o extravío. Son harto frecuentes los casos en que la diligencia de las entidades advirtió utilizaciones indebidas, avisando incluso a los usuarios, que lo desconocían, del intento de utilización. Por ello, es desproporcionada una cláusula que se limite a la exoneración de responsabilidad, en todo caso, por el uso de la tarjeta antes de la notificación de la sustracción o extravío.

En este sentido también se orienta el derecho comunitario (alegado por Caja de Madrid en su escrito de oposición) y la nueva Ley interna de transposición de la Directiva, a la que se viene aludiendo (y cuyas disposiciones no son negociables en sede de consumidores, art. 23.1 Ley 16/20090), y en cuyo art. 32 se dispone: "1. No obstante lo dispuesto en el art. 31 [sobre responsabilidad del proveedor de servicios de pago en caso de operaciones de pago no autorizadas] el ordenando soportará, hasta un máximo de 150 euros, las pérdidas derivadas de operaciones de pago no autorizadas resultantes de la utilización de un instrumento de pago extraviado o sustraído. 2. El ordenante soportará el total de las pérdidas

que afronte como consecuencia de operaciones de pago no autorizadas que sean fruto de su actuación fraudulenta o del incumplimiento, deliberado o por negligencia grave, de una o varias de sus obligaciones con arreglo al artículo 27.3. Salvo en caso de actuación fraudulenta, el ordenante no soportará consecuencia económica alguna por la utilización, con posterioridad a la notificación a que se refiere el artículo 27.b), de un instrumento de pago extraviado o sustraído".

Finalmente, la tercera cuestión se refiere a la utilización indebida de la tarjeta por haberse obtenido el conocimiento del número secreto —PIN—. En primer lugar debe señalarse que la carga de la prueba de una fuerza mayor o coacción que dio lugar a que el titular del instrumento de pago, único que conoce y puede modificar el PIN, corresponde al que la sufrió, porque en otro caso se crea para la entidad una situación de "probatio diabolica" atribuyéndole las consecuencias de una falta de prueba de un hecho negativo, de práctica imposibilidad probatoria. No cabe invocar en otro sentido la norma del apartado IV.19 de la Disposición Adicional Primera de la LGDC y U porque el carácter abusivo de "imposición de la carga de la prueba en perjuicio del consumidor" se refiere, según la propia dicción legal, a "los casos en que debería corresponder a la otra parte contratante", lo que aquí no sucede.

Dicho lo anterior, procede, sin embargo, apreciar que no resulta proporcionado en la perspectiva del equilibrio contractual, tratar de reducir, explícita o implícitamente, la responsabilidad bancaria a los casos de revelación del número secreto del PIN por fuerza mayor o coacción. Cierto que con la utilización del chip electrónico en lugar de la tarjeta con banda magnética, y el necesario marcaje o tecleo del número secreto por el titular, cabrá reducir (en las operaciones con presencia física; otro tema lo constituyen las realizadas a distancia, como sucede con internet) las utilizaciones indebidas, pero respecto del caso que se examina no cabe desconocer la posibilidad de captaciones subrepticias, con independencia de otras manipulaciones varias a causa de las deficiencias del sistema de tarjetas, que no permite sentar una cláusula que exonere de responsabilidad; cuando es notorio que, en ciertas circunstancias, las entidades bancarias pueden advertir utilizaciones indebidas empleando la diligencia que les es exigible en armonía con su experiencia y medio técnicos. Por lo tanto, no se trata de derivar la responsabilidad a la entidad bancaria, sino de estimar abusiva una cláusula que le exonere de responsabilidad en todo caso.

Sentados los criterios anteriores, y en tarea de enjuiciar el acomodo de las diversas cláusulas, embebidas en la denominada cláusula octava, y previa advertencia que no corresponde a la Casación, ni a los Tribunales en general, redactar la cláusula procedente, sino simplemente decir de qué modo o en qué medida las estipulaciones enjuiciadas son abusivas, procede señalar: 1. que las fórmulas "de forma inmediata", "urgentemente", "de inmediato", "a la mayor brevedad", son imprecisas, inciertas y abusivas, y deben sustituirse por la de "sin demora indebida en cuanto se tenga conocimiento del hecho". La fórmula de los contratos-tipo de de Caja Madrid es también abusiva, no tanto por la expresión "antes de transcurridos veinticuatro horas" sino porque añade "de su acaecimiento", lo que puede ser abusivo en casos en que no conoció la pérdida extravío, sin existir mala fe, ni falta de diligencia.

2. La exclusión de responsabilidad en todo caso para la entidad bancaria por las utilizaciones de tarjeta o de libreta —consistentes en extracciones en efectivo u otras operaciones con cargo a la cuenta bancaria—, con anterioridad a la comunicación de la sustracción o extravío (o evento similar) es desproporcionada, y abusiva.

3. Es igualmente abusivo excluir de responsabilidad a la entidad bancaria en todo caso de uso del número de identificación personal limitando aquélla a los supuestos de fuerza mayor o coacción.

Décimo.—En el motivo sexto del recurso se impugna la cláusula que se identifica como UNDÉCIMA.

A la misma se refiere el fundamento decimosexto de la Sentencia de la Audiencia, que la recoge con el siguiente tenor literal: "(vencimiento anticipado por:) 'cuando se produzca el impago de una sola cuota del préstamo'".

La parte recurrente entiende que la cláusula se subsume en la hipótesis de cláusula abusiva de los Apartados 2, inciso segundo, 3, inciso segundo, y 17 de la Disposición Adicional Primera de la LGDCU, por falta de reciprocidad y desproporción en la sanción que se aplica (la resolución del contrato).

El motivo se desestima porque, sin necesidad de tener que analizar las diversas eventualidades jurídicas a que se refiere el recurso, sucede que la doctrina jurisprudencial más reciente ha declarado con base en el art. 1255 CC la validez de las cláusulas de vencimiento anticipado en los préstamos cuando concurra justa causa —verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial, como puede ser el incumplimiento por el prestatario de la obligación de abono de las cuotas de amortización del préstamo—. En esta línea se manifiestan las Sentencias de 7 de febrero de 2000 (aunque para el ámbito del contrato de arrendamiento financiero); 9 de marzo de 2001; 4 de julio de 2008; y 12 de diciembre de 2008.

Por lo tanto, no hay conculcación de la doctrina jurisprudencial actual, y el motivo decae.

Undécimo.—En el séptimo motivo se impugna por la OCU la declaración de validez de la cláusula que identifica con el ordinal de DUODÉCIMA.

A la misma se refiere el fundamento de derecho decimoséptimo de la sentencia recurrida, que la recoge con el siguiente tenor: "(vencimiento anticipado:) 'cuando se produzca el embargo de bienes del prestatario o resulte disminuida la solvencia por cualquier causa'".

El art. 1129 CC establece que perderá el deudor todo derecho a utilizar el plazo: 1.º. Cuando, después de contraída la obligación, resulta insolvente, salvo que garantice la deuda; 2.º. Cuando no otorgue al acreedor las garantías a que estuviere comprometido; 3.º. Cuando por actos propios hubiese disminuido aquéllas garantías después de establecidas, y cuando por caso fortuito desaparecieran, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras nuevas e igualmente seguras.

La previsión legal, de carácter objetivo y para eventualidades posteriores al contrato, sería perfectamente aplicable como cláusula de vencimiento anticipado, pero la cláusula va más allá, pues no se refiere a insolvencia, sino a que se haya "acordado un embargo o resulte disminuida la solvencia", y ello supone atribuir a la entidad financiera una facultad discrecional de resolución del contrato por vencimiento anticipado desproporcionada, tanto más que ni siquiera se prevé la posibilidad para el prestatario de constitución de nuevas garantías. Por consiguiente, no se trata de excluir que la Entidad Financiera mantenga las garantías adecuadas, sino de evitar que cualquier incidencia negativa en el patrimonio del prestatario, efectiva o eventual, pueda servir de excusa al profesional —predisponente— para ejercitar la facultad resolutoria contractual.

Por ello, la cláusula tal y como está redactada produce un manifiesto desequilibrio contractual, y resulta ilícita por abusiva.

Duodécimo.—En el motivo octavo se impugna por la OCU la declaración de validez de la cláusula DECIMOCUARTA de las impugnadas en la demanda.

Las cláusulas de que se trata se examinan en el fundamento decimonoveno de la sentencia recurrida con el siguiente tenor literal.

1. "[Mientras no esté totalmente reembolsado el préstamo, la parte prestataria queda obligada] A no celebrar, sin consentimiento del BANCO, contrato alguno de arriendo en que se anticipen rentas o se pacte una renta neta inferior al 5% del tipo de subasta (...) ni, en caso de arrendamiento de vivienda, por plazo superior al mínimo legal de cinco años" (BBVA).

2. "En caso de arrendar la finca hipotecada durante la vigencia del préstamo, el prestatario se compromete a realizarlo según el artículo 219.2 del Reglamento Hipotecario. Es decir, se deberá arrendar por renta anual, que capitalizada al 6%, cubra la responsabilidad total asegurada. De no ser así, dicho arrendamiento requerirá la autorización explícita de BANKINTER" (Bankinter).

3. "[El préstamo se considerará vencido por] Arrendamiento de la finca o fincas que se hipotecan por renta que no cubra la cuota de amortización más los gastos o impuestos que la graven y la percepción de rentas anticipadas sin expresa autorización de la Entidad prestataria" (Caja Madrid).

(...)

Para dar respuesta al motivo es preciso tener en cuenta diversas apreciaciones previas.

La primera es que el acreedor hipotecario no puede pretender del hipotecante, y menos todavía imponerle, el compromiso de no arrendar la finca hipotecada, cualquiera que sea la consecuencia que pudiera acarrear la violación de la estipulación, de la misma manera que no caben las prohibiciones de disponer convencionales en los actos a título oneroso (art. 27 LH). La cláusula que estableciese la absoluta prohibición de arrendar no solo no es inscribible sino que no es válida. El hipotecante, por lo tanto, puede arrendar libremente la finca hipotecada, siquiera los arrendamientos posteriores a la hipoteca (tema que es el que aquí interesa), aparte de la sujeción a lo dispuesto en los arts. 661, 675 y 681 LEC, quedan sometidos al principio de purga por lo que no afectan a la hipoteca —realización de la finca hipotecada—.

Sucede, sin embargo, que en el art. 13.1 de la Ley de Arrendamientos Urbanos 29/1994, de 24 de noviembre, se garantiza al arrendatario de vivienda el derecho a permanecer en la vivienda arrendada durante los primeros cinco años del contrato en el caso (entre otros) de enajenación forzosa derivada de una ejecución hipotecaria o de sentencia judicial. La consecuencia de la norma anterior es que, al no operar el principio de purga en la realización forzosa, el eventual adjudicatario o rematante tiene que soporta el arrendamiento durante un plazo. Ello, a su vez, acarrea un perjuicio para el acreedor hipotecario al reducirse los licitadores y las posturas, resultando completamente razonable imaginar que se produzca un inferior precio del remate en los casos en que no estando libre la finca los licitadores conocen el arrendamiento no purgable del inmueble que se ejecuta.

Esta minusvaloración del bien derivada del arrendamiento de vivienda diminuye generalmente la garantía de la hipoteca, de ahí que sea razonable la inclusión de cláusulas que mantengan la integridad de la garantía, sin que ello suponga que se crea un desequilibrio para el hipotecante (aquí prestatario consumidor), salvo que la garantía resulte desproporcionada conforme al apartado 18 de la DA 1.ª LGDCU —imposición de garantías desproporcionadas al riesgo asumido—.

El art. 219.2.º del Reglamento Hipotecario, redactado por D. de 17 de marzo de 1959 dispone: "El valor de la finca hipotecada, a los efectos del art. 117 de la ley, se entenderá disminuido cuando, con posterioridad a la constitución de la hipoteca, se arriende el inmueble en ocasión o circunstancias reveladores de que la finalidad primordial del arriendo es causar dicha disminución de valor. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que existe el indicado propósito, si el inmueble se arrienda por renta anual que, capitalizada al 6 por 100, no cubra la responsabilidad total asegurada. El Juez, a instancia de parte, podrá declarar vencido el crédito, decretar la administración judicial, ordenar la ampliación de la hipoteca a otros bienes del deudor o adoptar cualquier otra medida que estime procedente".

El precepto recoge una modalidad específica de la acción de devastación del art. 117 de la Ley Hipotecaria.

Las resoluciones de la DGR y N han venido admitiendo diversas cláusulas relacionadas con el tema, entre las que cabe citar las de 28 de enero de 1998 (hay otras varias en el mismo sentido) que dice "Resulta admisible que en la escritura de constitución de hipoteca se contenga alguna prevención adecuada respecto de aquellos arrendamientos ulteriores que pudieran no estar sujetos al principio de purga, y que por la renta estipulada pudieran disminuir gravemente el valor de la finca hipotecada, como pueden ser los arrendamientos estipulados sin cláusula d estabilización o, aunque la contenga, en caso de que la renta anual capitalizada al tanto por ciento que resulte de sumar al interés legal del dinero un 50 por 100 más no cubra lar responsabilidad total asegurada o el valor fijado para servir de tipo a la subasta", y 22 de marzo de 2001 que, reproduciendo doctrina de la de 22 de julio de 1996, declara que es inscribible el párrafo que se refiere a la obligación de no arrendar el inmueble por renta inferior al quince por ciento del valor fijado para subasta con el pacto de vencimiento anticipado de la deuda garantizada en el caso de incumplimiento de dicha obligación.

La aplicación de lo expuesto al caso conduce a las siguientes conclusiones:

a) Que las cláusulas que someten a limitaciones la facultad de arrendar la finca hipotecada se deben circunscribir a los arrendamientos de vivienda *ex* art. 13 LAU de 1994, por lo que, al generalizar, el art. 219 RH se halla desfasado con el marco legislativo vigente.

b) Que el pacto de vencimiento anticipado solo es operativo cuando se trata de arriendos gravosos o dañosos, entendiendo por tales los que suponen una minoración del valor de la finca en las perspectivas de la realización forzosa, bien por renta baja, o por anticipo de rentas.

c) Que no existe una regla única para baremizar la cuantía de la renta, y la posible desproporción depende de las circunstancias del caso.

En principio el 6% previsto en el art. 219 RH no puede considerarse *per se* desproporcionado a efectos de declarar abusiva la cláusula de referencia, sin que el Tribunal disponga de datos o informes técnicos para fundamentar una solución diferente.

En el caso se declaran abusivas las cláusulas porque no limitan su aplicación a los arrendamientos de vivienda excluidos del principio de purga en la ejecución forzosa (art. 13 LAU), siendo por lo demás exigible que, en su caso, las cláusulas que se redacten concreten el baremo —coeficiente— que corrija la disminución de valor que el gravamen arrendaticio puede ocasionar.

La declaración de abusividad se basa en los apartados 14 y 18, inciso primero, DA 1.ª LGDCyU, y normativa general del art. 10 bis LGDCyU en relación con doctrina jurisprudencial en la materia.

Decimotercero.—En el motivo noveno se impugna la cláusula identificada con el número DECIMOQUINTA.

La cláusula se recoge en el contrato de préstamo hipotecario de BANKINTER, y se transcribe en el fundamento de derecho vigésimo de la sentencia recurrida y en el motivo, con el siguiente tenor literal: "La parte prestataria podrá enajenar la finca hipotecada en cualquier momento, excepto si la enajenación conlleva la subrogación del presente préstamo que deberá ser autorizada expresamente por Bankinter...".

La OCU alegó que la cláusula infringe los arts. 33 CE, 348 y 1205 CC, 107 LH y apartados 2, inciso segundo, y 18 de la DA 1.ª LGDCyU.

Para la sentencia recurrida, como lo que se somete a la autorización del Banco es la novación de la obligación por sustitución del deudor, que requiere según el art. 1205 CC el consentimiento del acreedor, y no la autorización para la enajenación de la finca, la cláusula es válida, y no supone la imposición de una garantía desproporcionada con el riesgo asumido, por lo que no se conculca lo dispuesto en el apartado 18 de la DA 1.ª LGDCyU.

Para la recurrente OCU (motivo noveno) la sentencia recurrida lee otra cosa distinta de lo que dice la cláusula, que sí envuelve una prohibición de enajenar, y en cualquier caso no ofrece una lectura unívoca en cuanto a que la autorización de la entidad bancaria lo es solo sobre la subrogación permitiendo así a ésta aplicarla a su antojo cuando cree que debe parar la venta del bien.

En su escrito de oposición BANKINTER insiste, en lo sustancial, en el mismo razonamiento de la resolución recurrida.

El motivo se estima porque de la lectura de la cláusula cabría deducir para el adherente (cliente) que, una eventual negativa de la entidad bancaria a la transmisión de la deuda, conlleva que el deudor no podría enajenar la finca hipotecada, siendo como son dos cosas distintas. Cuando menos la cláusula es oscura en tal sentido y con el evidente riesgo de interpretación desproporcionada en perjuicio del usuario o consumidor, por lo que le es aplicable la doctrina de la interpretación *contra proferentem* (art. 1288 CC) y lo dispuesto en los apartados 2.ª y 18.ª DA 1.ª LGDCyU.

El argumento expuesto debe ser complementado con los razonamientos siguientes. En nuestro ordenamiento jurídico no cabe establecer, salvo cuando se trata de negocios jurídicos a título gratuito y aún así limitadas en el tiempo, prohibiciones convencionales de enajenar los bienes. Otra cosa son las obligaciones de no disponer, que no tienen transcendencia real, y solo contenido meramente obligacional, que, según las circunstancias, pueden

ser aceptadas y producir determinados efectos (obligacionales). Por otro lado, la transmisión de la deuda por el deudor (que no es en puridad "subrogación", pues esta expresión se refiere al aspecto activo de la relación jurídica obligacional o crédito, aunque también se utiliza para designar la subrogación en la carga hipotecaria —responsabilidad, que no deuda—), que constituye una modalidad de novación, requiere, para que produzca el efecto de liberar al deudor transmitente, dando lugar a la denominada asunción de deuda liberatoria, el consentimiento del acreedor (SS. entre otras, 21 de marzo, 31 de mayo y 12 de julio de 2002; 10 de junio, 23 de julio y 22 de diciembre de 2003; 8 de febrero de 2007; 13 de febrero de 2009).

De lo expuesto se deduce que no cabe condicionar a un hipotecante con una prohibición de enajenar, ni la transmisión de la finca convierte al adquirente (tercer poseedor en la terminología al uso) en deudor —prestatario—. Solo es responsable con el bien hipotecado, y, además, en la medida de la hipoteca. Y por otra parte, el deudor prestatario no puede liberarse de la deuda mediante su transmisión a un tercero —que la asume— sin el consentimiento del prestamista acreedor. Que la autorización de éste es necesaria para la sustitución del deudo en el préstamo hipotecario no ofrece duda, pero no se debe confundir con la responsabilidad, que no deuda —se insiste—, que por la hipoteca adquiere el que compra una finca hipotecada. Por otra parte, el distinto tratamiento jurídico de la cesión de crédito y de la asunción de deuda liberatoria se explica por la diferente trascendencia que pueden tener las condiciones de solvencia del *adquirens.*

La amalgama de las dos partes de la cláusula crea confusión, en detrimento de la "concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa" que se exige en la materia (art. 10.1, a LGDCyU).

Decimocuarto.—En el motivo décimo del recurso de la OCU se impugna la cláusula identificada como DECIMOSEXTA.

A la misma se refiere el fundamento de derecho vigesimoprimero de la sentencia recurrida que la recoge con el siguiente tenor literal: "En caso de cesión del préstamo por la entidad el prestatario renuncia expresamente al derecho de notificación que le asiste".

La sentencia recurrida acoge los argumentos de las entidades BBVA y CAJA MADRID en orden a estimar que la cláusula controvertida no es incardinable en el Apartado 10.ª de la DA 1.ª LGDCyU que se refiere a "la liberación de responsabilidad por cesión del contrato a tercero, sin consentimiento del deudor, si puede engendrar merma de las garantías de éste". Argumenta, en síntesis, que no se trata de cesión de contrato sino de crédito y que no hay merma de garantías del consumidor, ni siquiera en el caso de que haya transmisión de la hipoteca, además de que el art. 242 RH expresamente autoriza la renuncia del deudor, precepto que no es incompatible con la DA 1.ª LGDCU. Asimismo, hace referencia a la aplicabilidad, pese a la cláusula, de los arts. 1198, 1527 y 1887 CC, según la alegación efectuada por Caja Madrid.

Para responder a este motivo debe significarse que la cesión a que se refiere la cláusula lo es de contrato. Así resulta de la referencia a préstamo, y no a derecho de crédito derivado del préstamo, y de manera incontestable resulta en el texto de la póliza de Caja Madrid [no recogido en el fundamento de la resolución recurrida] que se refiere a transferir «todos los derechos, acciones y obligaciones dimanantes de este contrato, sin necesidad de tener que notificar la cesión o transferencia al deudor, quien renuncia al derecho que, al efecto, le concede el art. 149 de la vigente Ley Hipotecaria». A pesar del confusionismo del texto, no cabe duda que se trata de cesión del contrato, en cuanto supone la transmisión de la relación contractual en su integridad, es decir, en su totalidad unitaria, como conjunto de derechos y obligaciones (SS., entre otras, de 29 de junio y 6 de noviembre de 2006, 8 de junio de 2007, 3 de noviembre de 2008, 30 de marzo de 2009). Por consiguiente, como la cesión de contrato exige el consentimiento del cedido (SS., entre otras, 19 de septiembre de 2002, 28 de abril y 5 de noviembre de 2003, 19 de febrero de 2004, 16 de marzo de 2005, 29 de junio de 2006, 8 de junio de 2007, 3 de noviembre de 2008), no cabe una cláusula que anticipe un consentimiento para una eventual cesión, aparte de que en cualquier caso su carácter abusivo resulta incuestionable, tanto

por aplicación de la normativa especial de DA 1.ª, en el caso apartados 2.ª —reserva a favor del profesional de facultades de modificación unilateral del contrato sin motivos válidos especificados en el mismo—, 10 (liberación de responsabilidad por cesión de contrato a tercero, sin consentimiento del deudor, si puede engendrar merma de las garantías de éste), y 14 —imposición de renuncias o limitación de los derechos del consumidor—, como de la normativa general de los arts. 10.1.c) y 10 bis, 1, párrafo primero, de la LGDCU.

Sostiene la resolución impugnada que la cláusula genérica que transcribe recoge una cesión de crédito, y no unas cesión de contrato, y acoge la tesis de la parte recurrida de que la cláusula no se opone a la aplicabilidad de los artículos 1198, 1527 y 1887 CC.

Si así fuere, la cláusula [que transcribe la resolución recurrida] no tendría explicación porque la transmisibilidad del crédito (admitida en los arts. 1112, 1528 y 1878 CC y 149 LH) no requiere, a diferencia de la cesión de contrato, el consentimiento del deudor cedido (SS. 1 de octubre de 2001, 15 de julio de 2002, 26 de marzo y 13 de julio de 2004, 13 de julio de 2007, 3 de noviembre de 2009). Lo que resulta, sin oscuridad, de la cláusula y que explica su consignación, sin necesidad de tener que recurrir a una interpretación "contraproferentem" (art. 1288 CC), es que por el adherente se renuncia a la notificación, es decir, a que pueda oponer la falta de conocimiento, en orden a los efectos de los arts. 1527 (liberación por pago al cedente) y 1198 (extinción total o parcial de la deuda por compensación) del Código Civil. Ello supone una renuncia o limitación de los derechos del consumidor que se recoge como cláusula o estipulación abusiva en el apartado 14 de la DA 1.ª LGDCU. La jurisprudencia de esta Sala resalta que el negocio jurídico de cesión no puede causar perjuicio al deudor cedido (S. 1 de octubre de 2001); el deudor no puede sufrir ninguna merma o limitación de sus derechos, acciones y facultades contractuales (S. 15 de julio de 2002). La renuncia anticipada a la notificación, en tanto que priva de las posibilidades jurídicas anteriores da la misma (conocimiento), merma los derechos y facultades del deudor cedido, y muy concretamente el apartado 11 de la DA 1.ª LGDCU que considera abusiva "la privación o restricción al consumidor de las facultades de compensación de créditos". La limitación al principio de autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 CC se justifica por la imposición, es decir, cláusula no negociada individualmente.

La misma doctrina es aplicable a la cesión del crédito hipotecario. El art. 149 LD admite que puede cederse, siempre que se haga en escritura pública y se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro. La falta de notificación no afecta a la validez, pero conforme al art. 151 LD si se omite dar conocimiento al deudor de la cesión (en los casos en que deba hacerse) será el cedente responsable de los perjuicios que pueda sufrir el cesionario por consecuencia de esta falta. Es cierto que el art. 242 RH admite que el deudor renuncie a que se le dé conocimiento del contrato de cesión del crédito hipotecario, pero dicho precepto no prevalece sobre la normativa especial en sede de contratos sujetos a la LGDCU que sanciona como abusivas "Todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente que en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato. En todo caso se considerarán abusivas los supuestos de estipulaciones que se relacionan en el disposición adicional de la presente ley" (art. 10 bis en la redacción vigente al tiempo del planteamiento del proceso).

Decimoquinto.—De lo razonado en los fundamentos anteriores se deduce que procede estimar, en los términos que se expresan en los respectivos fundamentos, los motivos del recurso de casación de la OCU siguientes: el tercero, relativo a la cláusula quinta, en lo que atañe a la estipulación del Banco Santander Central Hispano (fundamento de derecho séptimo); el quinto, relativo a la cláusula octava, (fundamento de derecho noveno); el séptimo, relativo a la cláusula decimocuarta (fundamento de derecho duodécimo); el noveno, relativo a la cláusula decimoquinta de los contratos de Bankinter (fundamento de derecho decimotercero); y, décimo, en relación con las estipulaciones de los contratos de Caja Madrid

y BBVA identificadas como cláusulas decimosexta (fundamento de derecho decimocuarto).

Como consecuencia se amplían las declaraciones de abusividad y nulidad y demás efectos previstos para las restantes cláusulas anuladas, en los términos expresados, como se dijo, de esta resolución.

Respecto de las costas no se hace especial pronunciamiento, por no darse razones para alterar lo acordado en la sentencia recurrida, ni proceder condena en cuanto al recurso de casación, dada su estimación, y de conformidad con lo establecido en el art. 398.2 LEC.

Decimoctavo.—En el motivo que designamos primero a efectos de individualización se alude a la cláusula de reparto de responsabilidad en los supuestos de pago de cheques manipulados y falsificados.

(...)

Para dar respuesta al motivo debe partirse de la regulación del cheque falso o falsificado en el art. 156 de la Ley Cambiaria y del Cheque, Ley 19/1985, de 16 de julio, en el que se establece que "el daño que resulte del pago de un cheque falso o falsificado será imputado al librado, a no ser que el librador haya sido negligente en la custodia del talonario de cheques, o hubiere procedido con culpa". El precepto establece una regla general de atribución de responsabilidad para la entidad que paga el cheque falso o falsificado (nuestro ordenamiento a diferencia de otros sistemas identifica el tratamiento del cheque en que se imita la firma del titular de la cuenta con el de aquel en el que se altera el contenido), que equivale a una objetivación de la responsabilidad, en el sentido de que no se exige negligencia por parte de la librada, por lo que opera aquella responsabilidad aunque haya actuado con diligencia (SS., entre otras, 17 de mayo de 2000, 22 de septiembre de 2005, 29 de marzo de 2007). La responsabilidad es sin embargo "cuasi-objetiva", porque admite la excepción de que haya habido culpa en el librador, si el resultado se hubiera podido evitar de haber observado el librador la diligencia exigible, y sin perjuicio de que pueda operar en su caso la concurrencia de "culpas" con el efecto de moderación en la indemnización *ex* art. 1103 CC (Sentencias 18 de julio de 1994, 9 de marzo de 1995, 29 de marzo de 2007). La carga de la prueba de la falta de diligencia del librador incumbe a la entidad librada, sin que quepa desplazarla de forma directa o indirecta al librado, y así se establece expresamente en lo que aquí interesa en la DA 1.ª, 10 LGDCU —que recoge en la lista de las abusivas la cláusula que imponga la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los casos en que debería corresponder a la otra parte contratante—.

La decisión de la Audiencia sobre la cláusula más antigua de Caja Madrid es correcta porque, con independencia de la fórmula genérica de la obligación de custodia del talonario por parte del titular de la cuenta corriente, los textos restantes no contienen la claridad y precisión requeridas, e inciden en las deficiencias señaladas por la resolución recurrida, no ajustándose al sistema de responsabilidad expuesto, conforme al art. 156 LCCh y doctrina jurisprudencial dictada en su aplicación, en perjuicio del usuario del servicio.

Y por lo que respecta a la nueva cláusula, sobre la que la resolución requerida se remite a las mismas razones que la anterior, asimismo sucede en lo que atañe a su párrafo segundo que tampoco cabe estimar que la cláusula de ajuste con precisión al art. 156 LCCh, y no conculque la LGDCU (art. 10 bis, y DA 1.ª, 21), pues, —además del rigor de la comunicación inmediata, por escrito y, en su caso, con copia de la denuncia presentada, pues no debe obviarse la posibilidad de otra comunicación fehaciente—, la comunicación no excluye la posible responsabilidad de la entidad bancaria, en su caso compartida.

Por todo ello, se desestima el motivo.

Decimonoveno.—En el que se pasa a identificar como motivo segundo, Caja Madrid denuncia las declaraciones de abusividad respecto de las cláusulas por fallo en cajeros y aparatos de disposición con tarjetas (5.ª) y por fallos en canales alternativos (8.ª), si bien dice que por esta cláusula no ha sido demandada por lo que el pronunciamiento judicial sobre la misma no le debe obligar, y asimismo se alude a la declaración de abusividad de la cláusula 12.3.ª, señalando que lo que se excluye del contrato es la responsabilidad por daños, no por el importe de la operación.

La sentencia recurrida examina las condiciones generales 10.5.º y 12.3.º de los contratos-tipo de Caja Madrid en el fundamento de derecho decimocuarto, en el que recoge la cláusula que identifica como NOVENA con la rúbrica "Exención de responsabilidad de la entidad, por fallos en sus aparatos en la realización de operaciones con tarjetas (de crédito o de débito)".

El motivo del recurso se desestima porque no desvirtúa las razones que como *ratio decidendi* determinaron la apreciación del carácter abusivo, que fueron: en cuanto a la cláusula del apartado 5.º de la condición general 10 —que impone al titular de la tarjeta la obligación de "aceptar como importe real y exacto de cada operación, el que fuere registrado por impresión mecánica y/o grabación magnética, importe del que la Caja facilitará el oportuno comprobante"—, porque priva al titular de la tarjeta de la posibilidad de oponerse al resultado de la impresión mecánica, apreciación que no resulta contrarrestada por la mera afirmación de la recurrente de que se establece una presunción de veracidad del contenido de un documento, pero que no impide ni prohíbe que las partes puedan rebatirlo mediante aquellos otros medios de prueba que estimen idóneos y oportunos; lo que, por lo demás, supone hacer recaer el peso de la prueba —*onus probandi*— prácticamente en su totalidad sobre el usuario; y en cuanto a la cláusula del apartado 3.º de la condición general 12, porque la razón determinante de la decisión judicial impugnada fue la utilización de la referencia ambigua a "cualquier otro conocimiento por la que el titular pudiera haber tenido conocimiento de la avería de la máquina" y el hecho de que su apreciación corresponda unilateralmente a la propia Caja, lo que no ha sido objetado adecuadamente en el recurso.

Por lo que respecta a la prueba de la autenticación y ejecución de las operaciones de pago es de interés resaltar que la recientísima Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago establece en el art. 30: "1. Cuando un usuario de servicios de pago niegue haber autorizado una operación de pago ya ejecutada o alegue que ésta se ejecutó de manera incorrecta, corresponderá a su proveedor de servicios de pago demostrar que la operación de pago fue autenticada, registrada con exactitud y contabilizada, y que no se vio afectada por un fallo técnico o cualquier otra deficiencia. 2. A los efectos de lo establecido en el apartado anterior, el registro por el proveedor de servicios de la utilización del instrumento de pago no bastará, necesariamente, para demostrar que la operación de pago fue autorizada por el ordenante, ni que éste actuó de manera fraudulenta o incumplió deliberadamente o por negligencia grave una o varias de sus obligaciones con arreglo al artículo 27".

Finalmente, debe añadirse en cuanto a la alusión a los fallos informáticos en canales alternativos, que no se ha impugnado la apreciación de la resolución recurrida recogida en el fundamento de derecho vigésimo tercero, por lo demás solo posible mediante el recurso extraordinario por infracción procesal, ni se han dado argumentos acerca de la hipotética incorrección de lo decidido por el Tribunal de instancia al respecto.

Vigésimo.—En el motivo que individualizamos como tercero se denuncia la declaración de abusividad de la cláusula de resolución anticipada del préstamo por incumplimiento de prestaciones accesorias (5.ª) de la que se dice que no vulnera lo dispuesto en el art. 1255 CC, que consagra el principio de autonomía de la voluntad, ni es contraria al art. 10 bis LGDCU pues no genera desequilibrio importante en los derechos y obligaciones que cada parte asume, entendidos dichos derechos y obligaciones desde la perspectiva de que la facultad de resolver se prevé a favor de ambas partes.

La resolución recurrida razona con acierto en el sentido de que, además de que de la cláusula se deduce que únicamente se encuentra orientada al incumplimiento del consumidor, la misma resulta desproporcionada por atribuir carácter resolutorio a cualquier incumplimiento, pues solo cabe cuando se trata del incumplimiento de una obligación de especial relevancia y en ningún caso accesoria, tendiendo que examinarse cada caso en particular para determinar la relevancia de la obligación incumplida.

La argumentación de la resolución recurrida resulta conforme con la doctrina jurisprudencial más reciente —SS. 9 de marzo de 2001, 4 de julio y 12 de diciembre de 2008—,

que solo admite la validez de las cláusulas de vencimiento anticipado cuando concurra justa causa, consistente en verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial, pero no cuando se trata de obligaciones accesorias, o incumplimientos irrelevantes.

Además, de entender de otro modo la cláusula, prácticamente se dejaría la resolución del contrato a la discrecionalidad de la Entidad Financiera, con manifiesto desequilibrio para el prestatario, usuario del servicio.

Vigesimoprimero.—En el motivo que a efectos de identificación numeramos como cuarto se pretende por Caja Madrid que se declare la validez de la cláusula de resolución anticipada del préstamo por imposibilidad de inscribir la garantía hipotecaria en el Registro (6.ª). Se argumenta que: no constituye vulneración de lo dispuesto en el art. 1255 CC; no sólo la efectiva constitución de la garantía constituye un elemento esencial de configuración de la voluntad del prestamista, sino que la correcta inscripción registral del derecho real de hipoteca beneficia tanto al prestamista como al prestatario, ya que éste será el primer interesado en que el Registro refleje el estado de propiedad, cargas y derechos que pueden recaer sobre el inmueble de su propiedad; y no solo no existe perjuicio para el consumidor, sino que es la entidad la que asume el riesgo de desembolsar sin plenas garantías, y si se produce el supuesto de no inscripción de la hipoteca, queda la entidad abocada para la recuperación de lo ya entregado, sin posibilidad de poder acudir a un proceso ejecutivo sumario, a un procedimiento declarativo de menor eficacia y rapidez que aquél.

La Sentencia recurrida examina la cláusula en el fundamento decimoctavo donde recoge la estipulación que identifica como DECIMOTERCERA con el siguiente tenor literal: "(Vencimiento anticipado:) 'Cuando se deniegue la inscripción de la escritura en el registro de la propiedad por cualquier causa'". A continuación examina la cláusula en relación con Bankinter y estima que es abusiva en cuanto causa un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato, porque la causa de la no inscripción pudo y debió haberla comprobado la entidad antes de la concesión del préstamo lo que impide que se penalice a la otra parte contratante imponiéndole la cláusula controvertida. Finalmente analiza la cláusula en relación con Caja Madrid, y se remite a lo anteriormente razonado, añadiendo que al tiempo de la celebración del contrato en el que se incluye la cláusula, son las entidades prestamistas las que asumen el riesgo de hacer el desembolso que el préstamo conlleva confiando en la posterior inscripción de la hipoteca que garantice su restitución.

El motivo se desestima porque la cláusula no distingue a quien sea imputable la imposible constitución de la hipoteca. Es cierto que la hipoteca como garantía de la devolución del préstamo puede se condicionante de la concesión de éste, pero no cabe hacer recaer exclusivamente sobre el prestatario la circunstancia de que la hipoteca prevista no se pueda constituir. Como señala la parte recurrida, el problema de la cláusula es que "recoge la facultad del banco de resolver el préstamo si no pudiera registrarse el documento de hipoteca por cualquier motivo, incluso los ajenos al cliente", y que o tiene en cuenta que es "suya [de la Entidad Financiera] la carga o diligencia de hacer las comprobaciones pertinentes en el Registro antes de suscribirlo" [el préstamo]. En definitiva "lo que se deduce de la cláusula es que la prestamista no responde en ningún caso, ni siquiera cuando el error deriva de la actuación de sus agentes", y esto es ciertamente desproporcionado, y, por ende, abusivo.

[...]

FALLAMOS

Primero.—Que desestimamos el recurso extraordinario por infracción procesal interpuesto por la representación procesal de la ORGANIZACIÓN DE CONSUMIDORES Y USUARIOS —OCU— contra la Sentencia dictada por la Sección 13.ª de la Audiencia Provincial de Madrid el 11 de mayo de 2005 de las costas causadas en el mismo.

Segundo.—Que estimamos parcialmente el recurso de casación interpuesto por la representación procesal de la ORGANIZACIÓN DE CONSUMIDORES Y USUARIOS —OCU— respecto de las cláusulas que se

examinan en los fundamentos de derecho de esta resolución ordinales séptimo, noveno, undécimo, duodécimo y decimotercero, y ampliamos la declaración de abusividad y consiguiente nulidad, y demás efectos procesales, a las estipulaciones contractuales en los mismos referidas y en los términos en ellos expresados, en cuyo ámbito casamos la Sentencia dictada por la Sección Decimotercera de la Audiencia Provincial de Madrid el 11 de mayo de 2005, en el Rollo número 15 de 2004, la cual confirmamos en todo lo restante sin hacer especial pronunciamiento en las costas causadas en este recurso de casación.

Tercero.—Desestimamos el recurso de casación formulado por la representación procesal de la CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID —CAJA MADRID— contra la sentencia dictada por la Sección 13.ª de la Audiencia Provincial de Madrid el 11 de mayo de 2005, en el Rollo número 15 de 2004, y condenamos a la parte recurrente al pago de las costas causadas en el mismo.

SUMARIO

I. IMPORTE GARANTIZADO POR LA HIPOTECA EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A LOS CONSUMIDORES.

II. LA CERTIFICACIÓN EXPEDIDA POR LA ENTIDAD DE CRÉDITO COMO PRUEBA SUFICIENTE DE LA CANTIDAD RECLAMADA.

III. COMPENSACIÓN.

IV. TARJETAS DE CRÉDITO.

V. RESPONSABILIDAD EN CASO DE EXTRAVÍO O SUSTRACCIÓN DE LA TARJETA DE CRÉDITO O DÉBITO O DE LA LIBRETA.

VI. RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO.

VII. PROHIBICIÓN DE ARRENDAMIENTO.

VIII. PROHIBICIÓN DE VENTA.

IX. CESIÓN DE CRÉDITOS.

X. RESOLUCIÓN ANTICIPADA POR INCUMPLIMIENTO DE PRESTACIONES ACCESORIAS Y POR IMPOSIBILIDAD DE INSCRIBIR LA GARANTÍA HIPOTECARIA EN EL REGISTRO.

Como ya adelantábamos, la Sentencia del Tribunal Supremo, en lo sustancial, confirma la de la Audiencia Provincial, aunque en algún punto casa su interpretación, y en otros se extiende analizando por qué debe mantenerse, fundamentalmente a la vista de las alegaciones de los recurrentes.

Examinaremos a continuación todas las cláusulas cuya validez se debatía y la conclusión a la que llega el Tribunal Supremo. Las referencias que se hicieron en el

comentario jurisprudencial a la Sentencia de la Audiencia Provincial [4] pueden darse aquí por reproducidas.

I. IMPORTE GARANTIZADO POR LA HIPOTECA EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A LOS CONSUMIDORES

La OCU impugnó la validez del pacto por virtud del cual la entidad de crédito venía a establecer en sus condiciones generales que, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del préstamo hipotecario, no sólo se respondería de la devolución del capital, intereses y comisiones, sino también "del pago de las costas procesales". La Audiencia había sostenido la validez de este pacto, por cuanto no se trataba de uno sobre costas procesales, cuya imposición quedaría a la discreción de los tribunales, aplicando el principio del vencimiento, en su caso, sino sólo de que, condenado en costas el prestatario o acreditado, el importe de esta condena quedase también cubierto por la garantía hipotecaria.

La OCU había alegado que era una cláusula desproporcionada y en la que las partes no tenían una posición equilibrada, sin que tuviera cobertura legal o reglamentaria; por contra, las entidades de crédito, recogiendo la argumentación que había aceptado en su momento la Audiencia Provincial, reiteraban que se estaba ante una simple determinación de la cobertura hipotecaria, que incluiría las costas judiciales si los tribunales se las impusieran a los consumidores. El Tribunal Supremo confirma la opinión de la Audiencia Provincial, declarando que la cláusula en cuestión no contiene un pacto sobre costas, sino que simplemente el bien hipotecario también responderá del pago de las costas, en caso de que el consumidor resultase condenado, lo que no es abusivo, sino, según el Tribunal Supremo, "conforme al principio de especialidad de determinación de la hipoteca".

No se puede sino estar plenamente de acuerdo tanto con la interpretación que en su día mantuvo la Audiencia Provincial como con la ratificación de dicha opinión que ahora hace el Tribunal Supremo.

II. LA CERTIFICACIÓN EXPEDIDA POR LA ENTIDAD DE CRÉDITO COMO PRUEBA SUFICIENTE DE LA CANTIDAD RECLAMADA

De nuevo, el Tribunal Supremo confirma la decisión de la Audiencia en este punto, con la apoyatura legal (artículo 572.2 de la LEC y las Sentencias del Tribunal Constitucional de 10 de febrero de 1992 y del Tribunal Supremo del 7 de mayo de 2003 y 3 de febrero de 2005) que ya había considerado aquélla. La OCU había introducido un matiz en el recurso, indicando que el problema del abuso no se encontraba en la existencia de un pacto de liquidez que permitiera iniciar procedimientos ejecutivos,

---

[4] Véase nota 1. La bibliografía citada en dicho comentario sigue siendo de utilidad para el de esta Sentencia del Tribunal Supremo.

sino en el pacto de no oponerse a esa liquidez. Sin embargo, el Tribunal Supremo desestima esta argumentación, incluso matizada, sobre la que se planteó en el recurso de apelación, por cuanto se trata, dice, de un mero pacto procesal para acreditar uno de los requisitos imprescindibles para despachar ejecución, sin que esto pueda obstar para que la cantidad certificada como líquida pueda luego impugnarse en el propio procedimiento, y sin que ello pueda interpretarse como una alteración de las reglas sobre carga de la prueba.

III. COMPENSACIÓN

Se vuelve a plantear por la OCU el carácter abusivo de la facultad de compensar las cantidades debidas por la entidad de crédito al prestatario con cualquier otra, incluso las reflejadas en las cuentas con co-titularidad, que sean debidas al prestatario o acreditado por la entidad. La Audiencia Provincial había aceptado la validez de esta cláusula, con algún matiz respecto de las cuentas de titularidad compartida, en las que sólo aceptaba la compensación cuando el cotitular lo aprobara expresamente. El Tribunal Supremo asume los razonamientos de la Audiencia Provincial, en el sentido de que el pacto es plenamente válido cuando, efectivamente, los cotitulares consientan de forma clara, añadiendo únicamente que la cláusula contractual de compensación "ha de ser transparente, clara, concreta y sencilla", es decir, "ha de ser legible, físicamente, y comprensible, intelectualmente". En base a esta argumentación, declara válidas dos de las cláusulas de compensación discutidas y, sin embargo, por la falta de estos requisitos, anula la cláusula modelo de una de las entidades de crédito recurridas. Pero, lo que es importante en cuanto a la doctrina sentada es que las cláusulas de compensación no son abusivas per se.

IV. TARJETAS DE CRÉDITO

Se impugnaba la validez de una cláusula en la que se establecía que la entidad de crédito sería ajena a las incidencias y responsabilidades que pudieran derivarse de la operación realizada entre el establecimiento y el titular de la tarjeta. En este punto, el Tribunal también comparte el criterio de la Audiencia Provincial en el sentido de establecer que no puede llegarse a otra conclusión, puesto que la relación entre la entidad emisora de la tarjeta de crédito y el cliente es ajena a la que éste pueda tener con el comerciante o prestador de servicios respecto del que se utilice la tarjeta para hacer cualquier pago.

V. RESPONSABILIDAD EN CASO DE EXTRAVÍO O SUSTRACCIÓN DE LA TARJETA DE CRÉDITO O DÉBITO O DE LA LIBRETA

En este punto, examinado en el Fundamento de Derecho Noveno, el más extenso de toda la sentencia, el Tribunal Supremo sí se aparta de la conclusión a la que habían llegado tanto el Juzgado de Primera Instancia como la Audiencia Provincial. Se había

examinado por éstos la cuestión de la exención de responsabilidad de la entidad de crédito en caso de extravío o sustracción de la tarjeta o libreta antes de notificar su pérdida, incluso invirtiendo la carga de la prueba en caso de uso fraudulento del número secreto. Sin embargo, ahora el Tribunal Supremo, si bien hace uso para llegar a su conclusión de lo dispuesto en la Directiva 2007/64/CE, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior y de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago que traspuso aquélla, ambas normas posteriores a la Sentencia de la Audiencia Provincial, matiza, y en algún sentido revoca, lo que la Audiencia Provincial vino a establecer.

El Tribunal Supremo desglosa la cuestión en tres diferentes, que analiza de forma separada: en primer lugar, si el usuario o titular de la tarjeta debe responder de los daños y perjuicios que surjan en caso de pérdida y sustracción antes de que haya notificado esta situación a la entidad emisora; segundo, cuál es el plazo de tiempo para comunicar esta circunstancia, y, tercero, a quién corresponde la carga de la prueba de haberse producido la revelación por fuerza mayor o coacción del número pin (*personal identification number*).

Respecto de la primera de las tres cuestiones, el Tribunal Supremo responde que debe hacerse "sin demora indebida", tal como establece ahora el artículo 27.b) de la Ley 16/2009, por lo que se obligaría al usuario a que, en cuanto tuviese conocimiento del extravío o sustracción, lo comunicara a la entidad emisora "sin demora indebida". Sin embargo, el Tribunal Supremo no aclara cuándo habrá demora indebida o no, de tal manera que habrá que analizar caso a caso si la ha habido, y ello va a generar, sin duda, una inseguridad importante. Como consecuencia de esta interpretación, entiende que todas las cláusulas en las que se obliga a hacer una notificación urgentemente, a la mayor brevedad, de forma inmediata o similares, "son imprecisas, inciertas y abusivas", si bien no vemos la diferencia o mayor claridad de la fórmula que el Tribunal propone sobre las utilizadas por las entidades demandadas, salvo la de añadir "en cuanto se tenga conocimiento del hecho", pero parece que, siempre que el usuario conozca que se ha perdido o le ha sido sustraída la tarjeta, si no lo comunica de inmediato, cuando esto le sea posible, sin duda habrá demora indebida. En este sentido, la decisión del Tribunal Supremo no aclara, ni para los consumidores ni para las entidades de crédito, gran cosa la cuestión.

En cuanto al segundo punto, también interpreta el Tribunal Supremo que las cláusulas de exención total de responsabilidad de la entidad bancaria de manera indiscriminada son abusivas, por cuanto la entidad emisora normalmente tendrá medios para advertir las utilizaciones indebidas, y se remiten a los principios del artículo 23.1 de la Ley 16/2009. En este aspecto, sin duda la Sentencia del Tribunal Supremo juega con la ventaja de esta nueva norma legal, que aclara este punto suficientemente, si se considera lo que establece ahora el artículo 32 de esta Ley, que limita los daños y perjuicios a soportar por el titular de la tarjeta a un máximo de 150 euros, salvo que los perjuicios sean fruto "de su actuación fraudulenta, o del incumplimiento, deliberado por negligencia grave" de sus obligaciones, muy especialmente en este caso, el de notificar la pérdida o sustracción sin demoras indebidas.

Mantiene, sin embargo, el Tribunal Supremo las reflexiones de la Audiencia sobre la carga de la prueba respecto de la fuerza mayor o coacción en el uso de un instrumento de pago a su titular, pues es el único que puede saber que ha existido, y lo contrario sería someter a la entidad emisora de la tarjeta a una prueba diabólica, como es la de probar un hecho negativo, y ello es así porque, según el Tribunal Supremo, no se está invirtiendo la carga de la prueba, sino que, siguiendo los principios generales, quien alega debe probar, y en este sentido la existencia de coacción o fuerza mayor que haya sufrido el consumidor debe ser probada por él mismo. No obstante, vuelve a matizar en el sentido de establecer que, comoquiera que caben captaciones subrepticias del número pin, y otras manipulaciones derivadas de las propias deficiencias del sistema de tarjetas, una exoneración absoluta de responsabilidad de la entidad de crédito, y la imposición también en todos los casos de la carga de la prueba al consumidor, pueden ser abusivas, cuando existan medios técnicos y la propia experiencia de las entidades de crédito les pueda permitir detectar los usos fraudulentos. Por tanto, habrá que estar en cada caso a las circunstancias concurrentes para determinar a quién corresponde probar y quién debe soportar los perjuicios causados, a la vista de la diligencia utilizada por cada una de las partes y a las circunstancias relativas a la utilización del medio de pago.

Salvo, como se ha comentado, respecto de la interpretación acerca de la notificación sin demoras indebidas, en las que las conclusiones del Tribunal Supremo poco aportan, y son meramente semánticas, en los otros dos puntos, a la vista de la nueva legislación sobre servicios de pago, debe concluirse el acierto interpretativo de esta Sentencia.

VI. RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO

Se vuelve a impugnar en casación por la OCU la cláusula que permite a la entidad de crédito resolver el contrato de préstamo en los supuestos en los que se produzca embargo de bienes del prestatario o resulte disminuida su solvencia por cualquier causa. En este punto, la Audiencia había mantenido la validez de la cláusula, por asimilarla a un supuesto de pérdida de beneficio de plazo del artículo 1129 del Código Civil. Sin embargo, el Tribunal Supremo viene a establecer ahora que, si bien lo dispuesto en el referido precepto legal podría ser de aplicación y plenamente válido en los contratos de préstamo con los consumidores, en los casos que nos ocupan, comoquiera que no estamos ante una situación de insolvencia, sino simplemente a que pueda acordarse un embargo o resulte disminuida la solvencia, sin ni siquiera permitir al prestatario constituir nuevas garantías, debe asimilarse a una facultad discrecional de resolución de la entidad financiera, por lo que en términos absolutos esta cláusula sería nula. Sin embargo, viene a admitir que la entidad financiera podría exigir las garantías adecuadas, y en caso de que éstas desaparecieran o perdieran valor, por aplicación del 1129 del Código Civil y siempre permitiendo aportar nuevas garantías, podría, si ello no se hace así por el consumidor, resolver el contrato (debe interpretarse así, aunque la Sala no lo dice tan explícitamente). No creo que aquí la Sala haya estado totalmente acertada. La entidad de crédito no podrá resolver si no se produce un embargo o una disminución de solvencia, por lo que no existirá discrecionalidad. Si

hay embargo, se está produciendo un indicio claro de insolvencia; si la disminución alegada es otra, siempre podrá impugnarse ante los tribunales, pues el consumidor siempre podrá acudir a ellos a fin de que declaren que no se ha producido esta disminución (igual que cuando se alegue resolución por impago cuando el pago sí se ha hecho, por ejemplo). Adopta aquí el Tribunal Supremo una interpretación extremadamente rigorista de lo dispuesto en el art. 1129 del CC, que además no sería sólo aplicable cuando exista un consumidor como contraparte, sino en todo caso, olvidando, quizá, que las condiciones resolutorias, aun potestativas, no se rigen por lo que dispone el art. 1129 del CC, que sería de aplicación aun sin pacto, ya que es una previsión legal de general aplicación, que no requiere ser pactada, sino por lo que disponen los artículos precedentes, y muy especialmente el artículo 1125, último párrafo (que remitirá a las obligaciones condicionales, y en lo que nos afecta, a los artículos 1113, segundo párrafo, 1114, 1115 —que sólo hace nula la condición si depende de la voluntad del acreedor— y 1121, primer párrafo, todos del CC) y 1127 del CC (que permitiría fijar el término de la obligación a plazo en favor del acreedor). En fin, parece que el razonamiento de la Audiencia es más defendible que el del Tribunal Supremo en este aspecto.

VII. PROHIBICIÓN DE ARRENDAMIENTO

Una cláusula habitual en los préstamos bancarios con garantía hipotecaria es la prohibición de que, sin consentimiento de la entidad de crédito, puedan arrendarse los bienes hipotecados cuando se anticipen rentas o se pacte una renta neta inferior a determinados porcentajes del tipo de subasta o, incluso, cuando se trata de arrendamientos de viviendas, por plazo superior al mínimo legal de cinco años, o cuando las rentas del arrendamiento pactadas no sean suficientes para cubrir la amortización, gastos e impuestos necesarios para pagar las cuotas hipotecarias.

El Juzgado de 1.ª Instancia y la Audiencia Provincial habían declarado la validez de estas cláusulas. Ahora el Tribunal Supremo, sin embargo, declara nulas estas previsiones, aunque con alguna matización.

Declara el Tribunal Supremo que el acreedor hipotecario no puede impedir el arrendamiento de la finca hipotecada, por lo que el hipotecante podrá arrendar libremente la finca, al menos siempre que los arrendamientos posteriores a la constitución de la hipoteca puedan purgarse, es decir, ser cancelados en caso de ejecución hipotecaria y adjudicación a un tercero de la finca hipotecada (o a la propia entidad de crédito siguiendo el procedimiento hipotecario al efecto). Cuando no pueda producirse la purga del arrendamiento en caso de ejecución hipotecaria, dice el Tribunal Supremo, sí que sería lícito, para evitar adjudicaciones a precio de remate inferior al de la deuda garantizada, la inclusión de cláusulas que mantengan la hipoteca como una garantía íntegra, sin que ello pueda entenderse como un desequilibrio para el hipotecante.

Hace luego el Tribunal Supremo un análisis tanto de la normativa hipotecaria (especialmente del artículo 219, 2.º, del Reglamento Hipotecario y del 117 de la Ley Hipotecaria) como de las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado sobre el particular. Tras todo ello, concluye que estas cláusulas que sujetan a limitaciones la facultad de arrendar sólo son válidas en caso de arrendamientos de

vivienda; declarando, de alguna manera, que el artículo 219 del Reglamento Hipotecario no puede aplicarse ya. Hay que hacer dos matizaciones a esta precisión del Tribunal Supremo: por un lado, que tratándose de arrendamientos de local de negocios, el prestatario no sería nunca consumidor o usuario, ya que se tratará de una explotación empresarial, cual es el arrendamiento de un bien distinto al de vivienda, que se presume siempre empresarial (así, por ejemplo, se considera en la normativa del IVA) y que debe además presumirse que lo será por cuanto el arrendador no sería el último destinatario del bien, sino que lo utilizaría como medio para obtener ingresos económicos, lo que debería excluir su calificación como consumidor o usuario. Tratándose de una actuación precisamente en la que se invoca la Ley General de Defensa de Consumidores y usuarios, esta decisión del Tribunal Supremo debe entenderse que es un mero *orbiter dictum* en lo que se refiere a locales de negocio; en segundo lugar, mientras un reglamento no se derogue formalmente, salvo que se considere contrario a lo dispuesto en alguna ley formal, o a la Constitución como norma suprema, deberá entenderse plenamente en vigor, y por tanto, esa declaración de que está desfasada su aplicación en el marco legislativo vigente no se entiende muy bien (en este sentido, no siendo la norma reglamentaria contraria a ninguna ley formal, deberá aplicarse lo que se establece en los artículos 2.2 y 3.1 de la CC, y no entenderla derogada, limitándose a interpretarla, en lo que pueda ser interpretable porque no sea suficientemente clara o permita diversas soluciones en su aplicación práctica). En este sentido, pues, no se puede sino estar en desacuerdo con la interpretación que hace sobre este punto el Tribunal Supremo. Además, parece ignorar la realidad que las sentencias de desahucio no se dictan en un plazo breve desde que ocurrieron los hechos, ni luego se ejecutan tampoco inmediatamente. En el caso de los arrendamientos (como en todos los demás), desde que se adjudicara el local de negocio a la propia entidad de crédito en pago del préstamo incumplido, o a un tercero, y hasta que la entidad de crédito o ese tercero pudieran efectivamente ocupar el local, sin duda transcurriría bastante tiempo, con posible pérdida del valor de la finca hipotecada, y, en todo caso, dilación en la disposición del bien y consecuente cobro tardío de la deuda. En este sentido, las cláusulas que tiendan a la protección del valor de la hipoteca no pueden rechazarse, *a priori,* como abusivas, sino que habría que considerarlas caso a caso.

Un segundo requisito que establece la Sentencia comentada para la validez de las cláusulas limitativas, en los propios términos de la Sentencia, sólo cuando se trate de arrendamientos de viviendas, es que el pacto de vencimiento anticipado sólo será operativo cuando se trate de arrendamientos que puedan perjudicar el valor de la finca en caso de ejecución forzosa, ya sea por tratarse de rentas bajas o por anticipos de rentas, si bien, dice, no puede establecerse *a priori* cuál es una renta baja, rechazando que pueda servir específicamente como modelo el 6 por 100 previsto en el artículo 219 del RH, que podrá o no ser abusivo dependiendo de las circunstancias que concurran en cada caso, debiendo entenderse que son las de mercado (pues para justificar su posición, la Sala declara que carece de datos o informes técnicos que permitan determinar si este 6 por 100 es o no abusivo). El razonamiento para rechazar la aplicación del RH en este punto es también cuestionable, por las razones antedichas.

VIII. PROHIBICIÓN DE VENTA

También el Juzgado y la Audiencia habían sostenido la validez de la cláusula en la que se prohibía al prestatario enajenar la finca si ello conllevaba la subrogación del contrato de préstamo, y salvo autorización de la entidad de crédito. La Audiencia justificaba esta decisión en que el pacto no suponía una prohibición de enajenar, sino de subrogar en el préstamo hipotecario sin consentimiento de acreedor, lo que quedaría amparado por lo dispuesto en el artículo 1205 del Código Civil. No lo ve así el Tribunal Supremo. Dice la Sala que podría entenderse de la cláusula que la negativa de la entidad bancaria a la transmisión de la deuda conllevaría que el deudor no podría enajenar la finca hipotecada, y como no caben prohibiciones convencionales de enajenar bienes, y esta cláusula es oscura, por cuanto, dice el Tribunal Supremo, parece confundir la responsabilidad hipotecaria con la deuda, siendo así que el adquirente de la finca hipotecada adquiere la responsabilidad hipotecaria pero no la deuda, se produce una oscuridad en la interpretación de la cláusula, lo que sería contrario a la concreción, claridad y sencillez en su redacción, que son obligatorias conforme a la normativa protectora de consumidores y usuarios.

Aunque no tiene especial trascendencia, porque, efectivamente, la venta del inmueble hipotecado no va a suponer nunca la subrogación en la deuda hipotecaria, sino sólo en la responsabilidad, como en este punto acertadamente señala el Tribunal Supremo, es lo cierto que el abuso en la cláusula no se ve. Lo que ocurre es que será una cláusula nunca aplicable, por cuanto, sin consentimiento del acreedor, no cabrá la subrogación en la deuda como tal, esta vez sí, por aplicación de lo dispuesto en el artículo 1205 del CC. Lo que está prohibiendo la cláusula bancaria es precisamente esto, subrogación en la deuda, no en la responsabilidad hipotecaria; es verdad que la cláusula en sí misma es, posiblemente, innecesaria, porque no cabría legalmente la subrogación sin consentimiento del acreedor, pero en nuestra opinión no nula.

IX. CESIÓN DE CRÉDITOS

Se examina una cláusula en la que se establecía, literalmente, que "en caso de cesión del préstamo por la entidad, el prestatario renuncia expresamente al derecho de notificación que le asiste". La cláusula había sido declarada nula por el Juzgado de Primera Instancia, la Audiencia revocó esta declaración, entendiendo que estamos ante una cesión de créditos, y por tanto, que podía perfectamente cederse sin consentimiento ni siquiera conocimiento del deudor, al amparo de lo dispuesto sobre venta de créditos y cesión de créditos en los Códigos de comercio y civil, pero ahora el Tribunal Supremo entiende que no estamos ante una cesión de crédito, sino ante una auténtica cesión de contrato y, además, la renuncia a la notificación podría suponer la pérdida de los efectos liberatorio del art. 1527 del CC y compensatorio del art. 1198 del mismo cuerpo legal, lo que supondría una renuncia o limitación de los derechos del consumidor, que debe entenderse abusiva.

En este sentido, además, el Tribunal Supremo entiende que la renuncia a la notificación que prevé el artículo 242 del Reglamento Hipotecario no puede prevalecer sobre lo dispuesto en la Normativa de protección de consumidores y usuarios.

Es decir, el Tribunal Supremo considera que no sólo no cabe renunciar a la notificación previa en caso de cesión de contrato, ni al consentimiento del usuario del crédito (aunque, la verdad es que en los contratos de préstamo hipotecario con consumidores, entregado el dinero por la entidad de crédito, poca o ninguna obligación frente al usuario le queda, por lo que la cesión del contrato en este caso no difiere en gran medida de una cesión de crédito), pero es que incluso en los casos de cesión de créditos, en la medida en que podía interpretarse que la renuncia a la notificación previa supone renunciar a oponer la falta de conocimiento en la liberación por pago al cedente o la extinción total o parcial de la deuda por compensación, también supone un abuso por merma de los derechos, acciones y facultades contractuales que tienen los consumidores. Sin duda, la argumentación del Tribunal Supremo a este respecto está bien traída; pero, como ya hacíamos notar en el comentario de la Sentencia de la Audiencia Provincial, si bien es cierto que el Reglamento Hipotecario tiene menor rango y no puede prevalecer frente a la legislación de defensa de consumidores y usuarios, no es menos cierto que la Ley del Mercado Hipotecario, que fundamenta la titulización de créditos y préstamos hipotecarios, tiene el mismo rango que aquélla, y que una declaración absoluta del Tribunal Supremo, en los términos en que se hace, sin duda perjudicará el mercado hipotecario, y en consecuencia la financiación de las entidades de crédito. Los costes de financiación de las entidades de crédito se repercuten necesariamente en su clientela, por cuanto las entidades de crédito no son sino empresarios que, en el ejercicio de su actividad, persiguen la obtención de un beneficio; los aumentos de costes que puedan sufrir por disminución de sus fuentes de financiación los repercutirán en el precio de los servicios que presten, es decir, en el importe de los intereses que cobren por los préstamos y créditos; así, la imposibilidad de acudir a los mercados financieros por medio de titulizaciones, necesaria y automáticamente repercutirá en una financiación más cara para sus clientes, incluidos los consumidores o usuarios [5].

---

[5] Al hilo de esta sentencia, un comentario muy crítico sobre la situación actual de protección de los intereses de los consumidores en la práctica, por razón de lo que, según el autor, suponen privilegios indebidos en favor de las entidades de crédito, y la falta de interés de los consumidores en proteger sus propios derechos, por falta de cultura contractual, puede verse en "Cláusulas abusivas en la contratación en masa", Juan PÉREZ HEREZA, Notario, marzo-abril 2010, pp. 30 a 34. En este mismo sentido, e indicando que la mayoría de las disposiciones de los Códigos civil y de comercio, y en general del derecho de contratos, serían nulas por ser en general dispositivas y otorgar derechos a alguna de las partes, que no pueden renunciarse si una de ellas es un consumidor o usuario, véase "Libertad contractual, condiciones generales y control de legalidad", José María MIQUEL, Notario, marzo-abril 2010, pp. 39 a 44. Sobre las anteriores posiciones doctrinales, cabe decir que, a veces, el exceso de protección jurídica, como el de medicación a los enfermos, es contraproducente, porque puede provocar que dejen de prestarse servicios, por no ser rentables para los empresarios, o que éstos se encarezcan enormemente. Como en todo, un equilibrio razonable es mucho más efectivo y produce mejores resultados.

X. RESOLUCIÓN ANTICIPADA POR INCUMPLIMIENTO DE PRESTACIONES ACCESORIAS Y POR IMPOSIBILIDAD DE INSCRIBIR LA GARANTÍA HIPOTECARIA EN EL REGISTRO

Estas dos cláusulas, que habían sido declaradas nulas por la Audiencia Provincial, son defendidas en casación por una de las entidades de crédito, en el único recurso que fue admitido a trámite. Se estima el recurso, y se declaran ambas nulas por los mismos motivos que ya utilizó la Audiencia Provincial para justificar su resolución, y que son plenamente compatibles. En resumen, pues, se trata de una Sentencia sin duda muy relevante, pues las cláusulas que declara nulas lo serán respecto de todos los contratos de todas las entidades de crédito que contengan previsiones similares, y también es una sentencia muy meditada en cuanto a sus razonamientos, para lo que es claro que ayudó que la Sentencia recurrida también lo fuera, y respecto de cuyas conclusiones podemos estar, en general, de acuerdo, si bien con alguna precisión, que ya se ha indicado en cada caso, que nos hace dudar de que las soluciones alcanzadas, cuando se casa la Sentencia de la Audiencia Provincial, sean siempre las más correctas.

Noticias

1. HACIA LA CONEXIÓN DE LOS REGISTROS MERCANTILES EUROPEOS

En su reunión del pasado día 25 de mayo de 2010, el Consejo de la Unión Europea adoptó unas conclusiones interesantes en lo que podríamos denominar la armonización del "Sistema Registral Mercantil Europeo". El fundamento principal de esas conclusiones se encuentra en la Directiva 2009/101/CE, de 16 de septiembre de 2009 (*vid.* DOUE L número 258, de 1 de octubre de 2009, pp. 11 y ss.), que supuso la derogación de la Primera Directiva de Sociedades del año 1968. La Directiva 2009/101/CE, pretendía *codificar* los cambios que se habían producido a lo largo de más de 40 años.

El Consejo tuvo en cuenta los cambios que dentro del Ordenamiento comunitario se han producido en estos últimos años, tanto en relación con fusiones transfronterizas como con figuras societarias europeas como las agrupaciones de interés económico, la sociedad europea y la sociedad cooperativa europea, tomando en consideración la necesidad de avanzar en lo que es una premisa evidente para la construcción del mercado interior: Que en el conjunto de ese mercado las garantías que ofrece la publicidad registral mercantil sean homogéneas. Se pretende establecer una red de Registros Mercantiles que permitan obtener a cualquier interesado, sea un ciudadano, un empresario o autoridades públicas, la misma información que puede obtenerse de cualquiera de los Registros Mercantiles nacionales. Por lo tanto estamos ante una integración del conjunto de Registros Mercantiles de los 27 Estados miembros.

En esa labor las conclusiones del Consejo se vieron precedidas por el Libro Verde que sobre la interconexión de los Registros Mercantiles elaboró en noviembre de 2009 la Comisión Europea y que fue objeto de un proceso de consulta. Sobre la base de sus principios, el Consejo invita a la Comisión Europea a adoptar pasos orientados a proponer las disposiciones que hagan realidad esa posible interconexión de los Registros y, por lo tanto, un acceso a toda la información contenida en ellos.

Se señala como una posibilidad a largo plazo la conexión de esa futura red europea de Registros Mercantiles con la red electrónica que introdujo la Directiva de transparencia (Directiva 2004/109/CE), para que la información electrónica que las sociedades cotizadas están obligadas a facilitar también esté disponible a través de la futura red de Registros europeos.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

2. DESARROLLO REGLAMENTARIO DEL RÉGIMEN DE LOS SERVICIOS DE PAGO Y DE LAS ENTIDADES DE PAGO: EL REAL DECRETO 712/2010 Y LA ORDEN EHA/1608/2010

1. Régimen legal de los servicios y entidades de pago

La Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago incorporó parcialmente a nuestro Ordenamiento los mandatos armonizadores de la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE. Dentro de aquel régimen legal pueden distinguirse dos grandes bloques: por una parte, la regulación de los servicios de pago, estableciendo su ámbito de aplicación (Título I) y el régimen de transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, de resolución y modificación del contrato marco que rija tales servicios (Título III) y el elenco de derechos y obligaciones en relación con la prestación y utilización de servicios de pago (Título IV). Por otra parte, el establecimiento del estatuto jurídico de las entidades de pago que son una de las categorías de proveedores de servicios de pago, junto a las entidades de crédito, las entidades de dinero electrónico, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, S.A. y —en cuanto no actúen en su condición de autoridades públicas— el Banco de España, la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales.

Recientemente, dicho régimen legal ha tenido un desarrollo reglamentario que afecta a los dos aspectos señalados a través del Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago (BOE número 131 del sábado 29 de mayo de 2010) y de la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago. Damos noticia a continuación sobre ambas normas reglamentarias.

2. Estatuto jurídico de las entidades de pago

2.1. Regulación y noción: el régimen de estas entidades está contenido en el Título II (arts. 6 a 16) de la Ley 16/2009, desarrollado por el Real Decreto 712/2010, y su noción es la de aquellas personas jurídicas a las que se haya otorgado autorización para prestar y ejecutar todos o alguno de los servicios de pago tipificados en el art. 1.2 de la Ley 16/2009 [arts. 2.4, 4.1.c) y 6.1].

2.2. Condiciones de acceso a la actividad de las entidades de pago:

a) Autorización, registro y uso de denominación: la prestación, con carácter profesional, de los servicios de pago tipificados legalmente está reservada a los proveedores de servicios de pago antes mencionados, entre los que se encuentran las entidades de pago. Por consiguiente, este principio de reserva de actividad exige que las entidades de pago sean autorizadas por el MEH, previo Informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capi-

tales e Infracciones Monetarias. La solicitud de autorización se denegará por falta de organización administrativa y contable o de procedimientos de control interno, por falta de idoneidad de sus accionistas o administradores o por incumplimiento de los requisitos legal y reglamentariamente exigibles (art. 6 de la Ley 16/2009 y arts. 1 y 3 del Real Decreto 712/2010). Y la autorización se revocará por falta de uso en un plazo de 12 meses, por interrupción de actividades por un período superior a 6 meses, por incumplimiento de las condiciones de autorización, etc. (art. 7 de la Ley 16/2009). La concesión de la autorización conlleva la inscripción de la entidad en el Registro especial de entidades de pago del Banco de España (art. 1.3 del Real Decreto 712/2010), donde se crearán un registro de altos cargos de dichas entidades y otro de personas responsables de la gestión de sucursales y redes de agentes de entidades de pago extranjeras (art. 4 del Real Decreto 712/2010). Asimismo, la denominación de entidad de pago y de su abreviatura E.P. queda reservada a las entidades autorizadas (art. 8 del Real Decreto 712/2010).

b) Requisitos constitutivos: las entidades de pago deberán mantener en todo momento el capital mínimo exigible y un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio (art. 8 de la Ley 16/2009 y arts. 18 a 21 del Real Decreto 712/2010), establecer una buena organización administrativa y contable y procedimientos de control interno adecuados y contar con accionistas y administradores idóneos (art. 6.3 de la Ley 16/2009, *a sensu contrario*, y art. 2 del Real Decreto 712/2010).

c) Modificaciones estatutarias, ampliación de actividades y fusión de entidades de pago: la modificación de los estatutos sociales y la ampliación de actividades de las entidades de pago requerirá de autorización por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y registro en el Banco de España. La fusión de entidades de pago deberá ser autorizada por el MEH (arts. 5, 6 y 7 del Real Decreto 712/2010).

d) Entidades de pago híbridas y separadas: son entidades de pago híbridas aquellas que, además de prestar los servicios de pago tipificados legalmente, desarrollan otras actividades económicas distintas. Estarán sometidas a un régimen especial y deberán constituir una entidad separada para la actividad de servicios de pago, en caso de que el Banco de España se lo exija, por apreciar riesgos para la solidez financiera o la supervisión en caso contrario (art. 9 de la Ley 16/2009 y arts. 23 y 24 del Real Decreto 712/2010).

2.3. Condiciones de ejercicio de la actividad de las entidades de pago:

a) Actividades permitidas: junto a la prestación de los servicios de pago legalmente tipificados, las entidades de pago podrán prestar servicios operativos y auxiliares de los anteriores, gestionar sistemas de pago y realizar otras actividades económicas distintas, si bien únicamente podrán mantener cuentas de pago cuyo uso exclusivo se limite a operaciones de pago y sujetas a determinadas limitaciones operativas (art. 9 de la Ley 16/2009 y art. 22 del Real Decreto 712/2010). Asimismo, establecerán medidas de salvaguarda de los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago o de otro proveedor de servicios de pago para la ejecución de las operaciones de pago (art. 10 de la Ley 16/2009 y art. 17 del Real Decreto 712/2010).

b) Requisitos operativos: las entidades de pago podrán establecer una red de agentes o delegar la prestación de funciones operativas relacionadas con los servicios de pago en los términos reglamentariamente previstos (art. 12 de la Ley 16/2009 y arts. 13 a 16 del Real Decreto 712/2010). Asimismo, deberán mantener los registros legal y reglamentariamente exigibles y acomodar su contabilidad a las normas y modelos que establezca el MEH o, con su habilitación específica, el Banco de España (arts. 13 y 14 de la Ley 16/2009).

c) Actividad transfronteriza: las entidades de pago comunitarias podrán establecer sucursales o prestar servicios en España del mismo modo en que las entidades de pago españolas podrán operar en un Estado comunitario. Asimismo, las entidades de pago extracomunitarias podrán establecer sucursales en España y las entidades de pago españolas podrán establecer sucursales, prestar servicios y crear entidades de pago o adquirir participaciones significativas o tomar el control de una entidad de pago en un Estado extracomunitario, sujetándose a los requisitos legales y reglamentarios (art. 11 de la Ley 16/2009 y arts. 9 a 12 del Real Decreto 712/2010).

d) Supervisión por el Banco de España: el control e inspección de las entidades de pago y de cualquier oficina, centro o agente de éstas dentro o fuera de España se realizará por el Banco de España, debiendo éste colaborar con las autoridades supervisoras de otros Estados (arts. 15 y 16 de la Ley 16/2009 y arts. 27 a 29 del Real Decreto 712/2010).

3. Transparencia de los servicios de pago

El Título III de la Ley 16/2009 (arts. 17 a 22) regula la "transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, resolución y modificación del contrato marco".

La Orden EHA/1608/2010 desarrolla reglamentariamente aquel régimen de transparencia estableciendo la información acerca de los gastos adicionales o de las reducciones que apliquen los beneficiarios de los servicios de pago por su utilización (art. 4) y de los requisitos de información para instrumentos de pago de escasa cuantía (art. 5) y distinguiendo claramente las informaciones generales previas y las específicas que el proveedor de servicios de pago tiene que dar al ordenante y al beneficiario de la operaciones de pago según se trate de operaciones de pago singulares (Capítulo II, arts. 6 a 10) u operaciones de pago sujetas a un contrato marco (Capítulo III, arts. 11 a 18). Por último, se ocupa de coordinar esta normativa con la prevista en el art. 8 de la Ley 22/2007 y de establecer un régimen transitorio de los contratos marco.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. EL REAL DECRETO 749/2010, DE 7 DE JUNIO, Y SUS MODIFICACIONES AL REAL DECRETO 1309/2005, DE 4 DE NOVIEMBRE, DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Con fecha de 8 de junio de 2010 se ha procedido a publicar en el Boletín Oficial del Estado número 139, el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio. Mediante este Real Decreto se han introducido una serie de modificaciones que vienen a afectar a tres reglamentos del ámbito impositivo. Estos son: el Reglamento de Impuesto sobre la Renta de No Residentes, aprobado por el Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio; el Reglamento de Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, y el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo.

Además de lo anterior, el citado Real Decreto ha procedido a modificar el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. La razón de ser de esta actuación parte de la incidencia negativa que la crisis financiera actual está teniendo en los activos que forman parte del patrimonio de un gran número de instituciones de inversión colectiva, bien porque éstos han pasado a ser ilíquidos, bien porque, en las condiciones actuales de los mercados, son difíciles de valorar. Por estos motivos se hace necesario introducir mejoras que permitan una mayor flexibilidad en la actuación de estas figuras de inversión que no menoscaben la protección del inversor.

A tal efecto, pues, las alternativas que desde el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, se viene a establecer para hacer frente a tales pretensiones se asientan en la modificación del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y ello desde las siguientes intenciones y con los sucesivos alcances y consideraciones:

1.º Dado que se hace necesario introducir una alternativa a la liquidación definitiva de una institución de inversión colectiva y al hecho de que la situación excepcional en la que se encuentren parte de sus activos, en combinación con las obligaciones que les impone la normativa en cuanto a suscripciones y reembolsos, den como resultado el cierre de dicha institución de inversión colectiva, desde el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, se procede con la incorporación de un nuevo artículo (artículo 45 bis del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) a la creación de instituciones de inversión colectiva o compartimentos de propósito especial —conocidos a nivel internacional como *side pockets*— en los que se alojarán los activos afectados por la situación excepcional que dificulta su valoración y hace disminuir su liquidez.

De esta forma, la institución de inversión colectiva o compartimento original se podrá seguir gestionando con normalidad, mientras que la institución de inversión colectiva o compartimento de propósito especial queda sometido a un régimen especial de valoración, liquidez, suscripciones y reembolsos, que permitan una liquidación ordenada de sus activos.

2.º Se establecen en el régimen de disolución y liquidación de los fondos de inversión desde la nueva redacción dada al art. 33.3 y la incorporación de un nuevo apartado 5 al art. 63 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, las siguientes novedades:

En lo concerniente a los créditos a satisfacer, al establecerse que serán estimados como saldos acreedores del fondo a los reembolsos pendientes de pago solicitados por los partícipes cuyo valor liquidativo aplicable venga referido a una fecha anterior a la publicación del acuerdo de disolución.

En lo relativo a las facultades del liquidador, dado que, antes de la elaboración de los estados financieros, se viene a incorporar la competencia del liquidador de poder repartir el efectivo obtenido en la enajenación de los valores y activos del fondo en concepto de liquidaciones a cuenta, de forma proporcional entre todos los partícipes del fondo, siempre que hayan sido satisfechos todos los acreedores o consignado el importe de sus créditos vencidos.

En lo referente a las especialidades del período de liquidación de los fondos de inversión inmobiliaria, al establecerse que en la información pública periódica deberá incluirse una referencia detallada sobre el proceso de venta de la cartera de inversiones inmobiliarias de la institución de inversión colectiva, que el depositario del fondo deberá verificar la actuación de la sociedad gestora de institución de inversión colectiva en el proceso de liquidación, así como que, una vez iniciado éste, la comisión de gestión que puede percibir la sociedad gestora de institución de inversión colectiva como remuneración de sus servicios a dicho fondo no podrá superar el 1,5 por 100 del patrimonio del fondo durante el primer año, el 1 por 100 durante el segundo año, y el 0,5 por 100 a partir del tercer año.

3.º Se permite operar con *Exchange-traded funds,* más conocidos como ETF, en forma de sociedades de inversión de capital variable.

4.º Se flexibiliza el régimen de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, al incluirse entre los activos en los que pueden materializar sus inversiones, en las de una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que la adquisición de aquélla sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de ésta, en inversiones en entidades de arrendamiento de viviendas referidas en el capítulo III del título VII del texto refundido de la Ley del impuesto de sociedades aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, en las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que los inmuebles sean objeto de arrendamiento, en inversiones en sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario, así como en las inversiones en otras instituciones de inversión colectiva inmobiliarias siempre que en el reglamento del fondo o los estatutos de la sociedad cuyas participaciones o acciones se prevea adquirir no autoricen a invertir más de un 10 por 100 del activo de la institución en participaciones o acciones de otras instituciones de inversión colectiva.

5.º Se flexibilizan determinados límites a las inversiones que tienen que cumplir las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con objetivos de rentabilidad garantizados, al establecerse modificaciones en las cuestiones relativas a la diversificación del riesgo (art. 38.4 y 6 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), a los requisitos a cumplir relativos a la inversión en instrumentos financieros derivados (art. 39.3 y 4 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), en las

disposiciones especiales que rigen para las instituciones de inversión colectiva de inversión libre [art. 43.a), b) y n) del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre], así como en lo relativo a las normas de instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre [art. 44.1.a) Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre].

6.º Se mejora el régimen de transparencia de las comisiones a percibir por las sociedades gestoras de institución de inversión colectiva, dado que desde la nueva redacción conferida al art. 5 en sus apartados 1, 3 y 10, y con la incorporación de otro nuevo, se viene a establecer la necesidad de que el folleto informativo en el que se tenga que recoger la forma de cálculo de las citadas comisiones también deberá contemplar, en el caso de que la sociedad gestora de institución de inversión colectiva se reserve la posibilidad, el acuerdo de devolución a los partícipes de la comisión cobrada, además de la eventualidad de que los fondos de inversión puedan soportar comisiones de intermediación que incorporen la prestación del servicio de análisis financiero sobre inversiones, siempre que figure en el folleto informativo del fondo y cumplan con unos requisitos de control.

7.º Se acerca el régimen de delegación de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva al de las empresas de servicios de inversión recogido en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, y ello desde las exigencias contempladas desde la nueva redacción dada al art. 68 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y relativas a las condiciones que deben cumplirse para la delegación de funciones, así como para el adecuado procedimiento de control de la actividad.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

4. TRATAMIENTO CONCURSAL DE LOS CRÉDITOS DERIVADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS: CONCLUSIONES DE LOS JUECES DE LO MERCANTIL DE BARCELONA

A raíz de un Seminario de Jueces de lo Mercantil de Barcelona celebrado el 21 de enero y 1 de febrero de 2010, estos últimos publicaron unas conclusiones relativas al tratamiento que debe darse en un procedimiento concursal a los créditos derivados de instrumentos financieros como consecuencia de un acuerdo de compensación contractual.

En la primera parte del documento, se resume la regulación existente en lo que respecta a los acuerdos de compensación contractual, haciendo hincapié en lo dispuesto para este tipo de acuerdos en el Real Decreto Ley 5/2005, de reformas urgentes para

el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública (el "**RDL 5/2005**"), en particular en relación con la prohibición de compensación prevista en el artículo 58 de la Ley 22/2003, Concursal (la "**LC**"), en donde se aplicaría lo específicamente establecido en el artículo 16 del RDL 5/2005. En este sentido, se describen los distintos apartados y párrafos de dicho artículo 16 (en particular, el párrafo segundo del apartado primero, introducido por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago), para, en resumen, concluir que la declaración de concurso no produce de forma automática el vencimiento anticipado de este tipo de acuerdos.

Más adelante, y en el contexto de lo establecido en el mencionado artículo 16 del RDL 5/2005, se analizan los distintos efectos que produciría el vencimiento anticipado de estas operaciones, tanto si es por causa de un incumplimiento anterior a la declaración del concurso, como si se produce como consecuencia de éste o por incumplimiento posterior a dicha declaración:

— si el vencimiento anticipado se produce con anterioridad o por incumplimiento del concursado anterior a la declaración de concurso, se señala que el saldo neto resultante (si es positivo para la entidad financiera) se deberá clasificar como un crédito concursal;

— en el supuesto de que el vencimiento anticipado sea como consecuencia de la declaración del concurso, el referido saldo neto deberá también incorporarse como crédito concursal;

— en caso de vencimiento anticipado por incumplimiento posterior a la declaración de concurso, el saldo neto se satisfará con cargo a la masa;

— por último, se apunta la posibilidad de que se produzca el vencimiento anticipado a instancias del concursado o, en su caso, la administración concursal, si así lo exige en interés del concurso, al entenderse que la remisión que hace el artículo 16 del RDL 5/2005 tan sólo al primer párrafo del artículo 61.2 no implica que no sea de aplicación lo previsto en el segundo párrafo de dicho artículo (que es el que prevé esta posibilidad).

Hay poco que comentar sobre lo descrito hasta el momento, que, en definitiva, viene a confirmar que será de aplicación lo dispuesto en los artículos 61 y 62 de la LC para este tipo de acuerdos, de conformidad con lo previsto en el artículo 16 del RDL 5/2005.

No obstante, al final de las conclusiones se entra a examinar de manera diferenciada, mereciendo un *tratamiento especial*, los *swaps* [1] sobre tipos de interés. En este sentido, en el documento se señala que, en el marco de un procedimiento concursal,

---

[1] Se utilizará este término anglosajón, de uso generalizado en la práctica, para evitar confusiones, al usarse diferentes términos (a veces, de forma equívoca) en nuestro idioma.

debe en primer lugar analizarse por la administración concursal si existe una vinculación entre este tipo de *swaps* y una operación "de pasivo" suscrita por el concursado; si el *swap* no se considerara "vinculado", se aplicarían en ese caso las reglas generales descritas en las conclusiones; sin embargo, si por el contrario la operación se entendiera "vinculada" con otra de pasivo, entonces, "*en virtud de lo establecido*" en el artículo 59 de la LC, debería extinguirse el *swap* y la Administración Concursal debería calificar el crédito como concursal y subordinado, por tratarse de *intereses*.

De entrada, llama la atención la publicación de estas "conclusiones" llevada a cabo por los jueces de lo Mercantil de Barcelona, que nos lleva a preguntarnos por su validez jurídica y, en particular, sobre su posible carácter vinculante. Se indica en las referidas conclusiones que tienen como objeto "homogeneizar la práctica sobre el reconocimiento y la clasificación concursal" de los citados créditos. Parece dudoso que dichas conclusiones puedan tener algún tipo de efecto jurídico, en particular tomando en consideración el principio de independencia de los jueces previsto en el artículo 117 de la Constitución Española, quedando sometida dicha independencia únicamente "al imperio de la Ley". No obstante, no pretende la presente noticia extenderse sobre esta cuestión, sino sobre los aspectos jurídicos de fondo que se plantean, cuya trascendencia merecen un detallado análisis.

A este respecto, en primer lugar llama singularmente la atención el otorgamiento del carácter de "vinculado" a determinados *swaps* de tipos de interés en relación con operaciones de pasivo, como si fueran meros contratos accesorios a una obligación principal. Semejante conclusión resulta ciertamente relevante, dado que afectaría a muchas de las operaciones de financiación firmadas en los últimos años, donde es habitual que se suscriba un *swap* de tipos de interés como cobertura ante posibles subidas del tipo de interés de dicho contrato (normalmente referenciado a EURIBOR). Parece cuando menos sorprendente que pueda calificarse a este tipo de *swaps* como "vinculados" y, en consecuencia, asignarles un carácter accesorio a otro principal del que supuestamente dependen. Cabe apuntar que, si realmente existiera dicha accesoriedad, entonces no sería posible que el contrato "accesorio" —en este caso, el *swap*— pudiera sobrevivir en el supuesto de resolución del contrato "principal" —el contrato de crédito—; pues bien, nada impide que eso efectivamente ocurra [(2)], precisamente porque jurídicamente se trata de un contrato absolutamente independiente y autónomo

---

(2) A este respecto, se podría alegar en contrario que en muchas operaciones de financiación se establece como causa de resolución del *swap* la resolución del contrato de crédito "principal"; entiendo que dichas cláusulas de *cross-default*, tan habituales en operaciones de financiación, no pueden determinar el carácter "principal" y "accesorio" de estos contratos (cabría preguntarse por qué el crédito debe considerarse como el contrato principal y no al contrario, puesto que normalmente la resolución del *swap* también suele ser causa de resolución del contrato de crédito). Asimismo, como se indica posteriormente, la entidad de cobertura y el acreedor de los contratos supuestamente vinculados no tienen por qué ser el mismo.

de cualquier otro. A este respecto, la doctrina ya se ha expresado claramente en este sentido (3).

Asimismo, parece que en el documento de conclusiones se estarían confundiendo las consecuencias puramente económicas con las esencialmente jurídicas; es indudable que por medio de un *swap* de tipos de interés suscrito en el marco de una financiación, un deudor puede beneficiarse y, consecuentemente, soportar un menor coste financiero (restando a los intereses a pagar las cantidades a cobrar como consecuencia del *swap*). Pero lo anterior no debe llevar a confundir la independencia desde el punto de vista jurídico de cada contrato y, en especial, de los diferentes pagos a realizar en virtud de aquéllos, que permanecen en todo caso invariables; las cantidades a pagar en concepto de intereses en virtud del citado contrato de crédito seguirán siendo las mismas, sin perjuicio de lo que el deudor pueda tener derecho a percibir con arreglo al *swap*. Además, nada impide que la entidad de cobertura y la acreedora no sean la misma entidad, lo que, siguiendo el criterio de las conclusiones, podría implicar paradójicamente, a modo de ejemplo, lo siguiente: una entidad de contrapartida A que hubiera contratado un *swap* de tipos de interés con una entidad B que, a su vez, lo hubiera suscrito como cobertura de una operación de financiación con otra entidad financiera C, en caso de concurso de la entidad B podría "vincularse" el *swap* con la financiación y, en consecuencia, podría calificarse el crédito de A como subordinado, por el mero de hecho de haberse contratado el *swap* como cobertura de la financiación entre B y C; en cambio, la entidad C tendría un crédito ordinario (o, en su caso, privilegiado) por la parte del principal y otro subordinado por la parte de los intereses. No parece que así sea como deba interpretarse el artículo 59 de la LC.

Al hilo de lo indicado en el párrafo anterior, cabe analizar otra de las afirmaciones incluida en las conclusiones: la relativa a que las cantidades debidas en el marco de un *swap* de tipos de interés "vinculado" a otra "operación de pasivo" deban considerarse intereses. No parece haber dudas, tanto doctrinal como jurisprudencialmente, sobre lo que debe entenderse como intereses: el rendimiento que se obtiene como consecuencia del préstamo de una cantidad, generalmente denominada principal. En este contexto, cabe preguntarse, en primer lugar, cómo puede haber intereses en el marco de un *swap* si no hay principal prestado entre las partes (4). Y tampoco resulta válido el argumento de considerar los pagos en virtud de estos *swaps* como intereses, por el mero hecho de

(3) Así, DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., "Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés *(interest rate swaps-IRS)* no son intereses", en diario *La Ley,* núm. 2127/2010, p. 9, y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., "Los contratos de derivados de tipo de interés en el concurso", *Expansión,* 24 de abril de 2010, p. 50.

(4) Si bien es cierto que, para el cálculo de las cantidades a pagar por cada una de las partes, se toma como referencia un importe que funcionaría como "principal" a los efectos de dicho cálculo; dicha cantidad, denominada importe "nocional", nunca es prestada y, como ya se ha indicado, tan sólo se utiliza para el referido cálculo.

que el cálculo de las cantidades a pagar se determine igual que éstos (5), dado que la naturaleza jurídica de los pagos en virtud de estos contratos en ningún caso puede venir determinada por la forma de calcular dichos pagos (6). Si no hay importe principal prestado, resulta, por tanto, obvio que no puede haber intereses, entendidos éstos como rendimiento del citado principal. Por tanto, no puede más que negarse la condición de intereses a los pagos debidos en virtud de un *swap* de tipos de interés. Es más, no puede entenderse de otra manera cuando, en función de lo suscrito en el *swap*, existe la posibilidad de que sea el concursado el que tenga un crédito contra la entidad de contrapartida.

Por último, también merece una mención el razonamiento incluido en el documento según el cual, el considerar como "intereses" a las cantidades debidas con arreglo a un *swap* de tipos de interés "vinculado" debe tener como consecuencia la extinción de dicho *swap* en virtud de lo dispuesto en el artículo 59 de la LC. Según este criterio, cabría extraer las siguientes conclusiones: que la "suspensión de los intereses" a que se refiere el artículo 59 de la LC debería interpretarse como de extinción de este tipo de contratos de *swap*, y que, ligado a esto último, todo lo relativo en el RDL 5/2005 sobre este tipo de contratos no debe aplicarse a los *swaps* de tipos de interés "vinculados". Aquí ya no se trata de que el criterio de los jueces (que, además, ni siquiera incluye un pormenorizado análisis para llegar a semejante conclusión) pueda parecer más o menos razonable; es que su interpretación es directamente contraria a lo previsto en el artículo 16 del RDL 5/2005, que establece que la declaración del vencimiento anticipado "de las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con este no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa", y que establece normas específicas en caso de mantenimiento del acuerdo con posterioridad a la declaración de concurso. En ningún caso se incluye en la norma excepción alguna para los *swaps* de tipos de interés, con lo que no vemos base jurídica alguna que permita justificar que este tipo de *swaps* debe extin-

---

(5) Semejante criterio se sigue en la Sentencia dictada el 28 de septiembre por el Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona (precisamente dictada por uno de los jueces que suscribe las conclusiones objeto de análisis), en la que se afirma que "[...] chocamos con un problema respecto de la naturaleza de los pagos, ya que no son estrictamente hablando intereses. El importe nominal, sobre el que se aplican los tipos pactados, no responde a una transmisión de capital, por lo que los pagos no son técnicamente a intereses, entendido éstos como la retribución o producto de un capital. Ahora bien, no cabe la menor duda que todos los cálculos se hacen como si de intereses se trataran sobre un capital ficticio (nominal), pero lo que creo que deben de tener el mismo tratamiento concursal como si se tratara de intereses en sentido estricto, solución que es la que creo que debo de seguir al ser más acorde con las reglas generales del concurso".

(6) Al respecto de este criterio, señalan acertadamente DÍAZ RUIZ, E., y RUIZ BACHS, S., "Los pagos...", "[...] el razonamiento de que los importes adeudados deben considerarse intereses porque se calculan como se haría con aquéllos, se califica por sí mismo. Vendría a ser tan absurdo como calificar la indemnización pagada por un seguro de daños como precio de compraventa del bien destruido o a la pagada en un seguro de crédito como pago de un préstamo impagado, por cuanto la aseguradora paga la misma cantidad que no pagó el deudor, sólo porque se calcula sobre la misma base o tiene un importe parecido".

guirse como consecuencia de la declaración de concurso. Por otro lado, semejante interpretación del artículo 59 de la LC, de aplicación, según las conclusiones, para resolver los *swaps* de tipos de interés, resulta verdaderamente curiosa, especialmente cuando en dicho artículo no hay previsión alguna sobre resolución de contratos y, precisamente, a continuación del citado artículo, nos encontramos con el Capítulo III del Título III de la LC, denominado "De los efectos sobre los contratos" y, en particular, los artículos 61 y 62, a los que precisamente se cita en las conclusiones.

En resumen, (i) los *swaps* de tipos de interés son contratos autónomos y los pagos que, en su caso, surjan entre las partes (que, no olvidemos, pueden significar tanto una deuda como un crédito para el concursado) son absolutamente independientes y autónomos con respecto a los que puedan existir en cualquier operación de pasivo del concursado (tenga o no ésta alguna supuesta "vinculación"), en particular en lo relativo al pago de intereses de dicha operación; (ii) los pagos que se produzcan en virtud de estos contratos no pueden considerarse intereses, porque no resultan del rendimiento de un principal prestado, sino que se realizan en base a la cantidad resultante de compensar lo debido entre las partes, y (iii) no es posible extinguir un *swap* en base al artículo 59 de la LC, además de por todo lo anterior, porque resulta directamente contrario a lo establecido en la propia LC (art. 61) y al RDL 5/2005 (art. 16).

Por último, conviene hacer mención también al posible (y preocupante) efecto que en la práctica estas conclusiones pueden tener sobre la contratación de este tipo de productos, tan extendidos en nuestro mercado desde hace muchos años. No puede descartarse que, a la luz de lo tan brevemente desarrollado en las conclusiones sobre esta materia (ni siquiera establece unos criterios en virtud de los cuales se pueda determinar cuándo un *swap* debe entenderse "vinculado" a una operación de pasivo), la consecuencia sea la de que las entidades financieras se muestren reacias a ofrecer este tipo de productos a sus clientes españoles, ante el riesgo de que las posibles cantidades debidas por el concursado a las entidades de contrapartida pudieran ser calificadas como un crédito subordinado. En este sentido, resulta más necesaria que nunca una reflexión sobre este asunto y, quizá, un análisis más detallado de una cuestión tan relevante.

Alberto Sainz de los Terreros Hernáez

5. COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE "BANK RESOLUTION FUNDS"

El problema que plantean las recientes crisis bancarias es el de la proporcionalidad de las ayudas recibidas, que parten casi siempre de los Tesoros Públicos correspondientes. Por decirlo de alguna manera mucho más expresiva, empieza a existir una

extendida preocupación por el hecho de que han tenido que ser los contribuyentes los que han soportado los problemas derivados de crisis en la gestión y en la supervisión de entidades de crédito. La solución a la crisis ha tenido un enorme coste.

En la cumbre que celebró el G-20 en la ciudad de Pittsburgh en septiembre del año 2009 se aprobó la búsqueda de soluciones que aseguren que en el futuro las pérdidas de los bancos no van a ser reparadas por el dinero de los contribuyentes. Para ello la Comisión Europea está trabajando con vistas a poner en pie dos caminos complementarios que enuncia en el documento que hizo público el pasado 26 de mayo de 2010, con vistas a los próximos pasos que se darán en las reuniones de este mes de junio. Esas dos vías son, en primer lugar, la actuación orientada a limitar al máximo posible las posibilidades de crisis bancarias, por medio sobre todo de la supervisión y de un mejor gobierno de las entidades de crédito. La segunda vía pasa por contar con medidas suficientes para facilitar una resolución oportuna tan pronto como se ponga de manifiesto una crisis.

En este segundo sentido están diseñándose los llamados fondos de resolución o fondos de actuación inmediata que deben servir para hacer frente a las crisis que provoquen tanto los bancos como las entidades de inversión. Los principios de organización y funcionamiento de estos fondos aparecen enunciados en un interesante documento que señala que será el próximo Consejo de Ministros donde se tendrá que avanzar con respecto a sus propuestas [al respecto *vid.* "COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE EUROPEAN CENTRAL BANK — Bank Resolution Funds", Bruselas 26 de mayo de 2010, COM(2010) 254 final].

Juan Sánchez-Calero Guilarte

6. DESARROLLO REGLAMENTARIO DE LAS NORMAS DE PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA EN LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN: LA ORDEN EHA/1665/2010, SOBRE TARIFAS Y CONTRATOS-TIPO Y LA ORDEN EHA/1717/2010, SOBRE PUBLICIDAD

1. Las normas de protección de la clientela en los servicios de inversión

Las entidades que prestan servicios de inversión en el mercado de instrumentos financieros están sujetas a dos conjuntos de normas de actuación frente al mercado y los inversores: un primer conjunto de normas de conducta que previenen el abuso de mercado y que están contenidas en el Capítulo II, arts. 80 a 83 quáter del Título VII, de

la LMV, desarrollado por Real Decreto 1333/2005 [ver nuestra noticia "Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005" en esta *RDBB* número 101 (2006), Madrid, pp. 229 a 232]. Algunas de estas normas obligan no sólo a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito, sino también a las instituciones de inversión colectiva, los emisores, los analistas y, en general, a cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores (art. 80.1 de la LMV). Un segundo conjunto de normas que persiguen proteger a la clientela de las entidades que prestan servicios de inversión. Estas normas están contenidas, básicamente, en el Capítulo I, arts. 78 a 79 sexies del Título VII, de la LMV, que se refiere a las "normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión"; aunque también algunas de ellas se encuentran dispersas dentro del Título V de la LMV, que regula las empresas de servicios de inversión (por ejemplo, según veremos, los arts. 63 y 70 de la LMV) [sobre el régimen anterior a la reforma de la LMV por la Ley 47/2007, ver nuestro artículo "Las normas de protección de la clientela en el Mercado de Valores" en esta *RDBB* número 63 (1996), Madrid, pp. 561 a 607].

2. Tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles y contratos tipo: la Orden EHA/1665/2010, sobre tarifas y contratos-tipo

2.1. Tarifas

El art. 71 del Real Decreto 217/2008 [ver nuestra noticia "Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008" en esta *RDBB* número 110 (2008), Madrid, pp. 260 a 267] establece que "las entidades que presten servicios de inversión establecerán libremente sus tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles en relación con las actividades enumeradas en el artículo 63 de la Ley 24/1988, de 28 de julio", dispone que dichas tarifas deberán incluirse en un folleto y habilita al MEH para el desarrollo reglamentario pertinente.

Al amparo de la anterior habilitación, el MEH ha dictado la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo (BOE número 152, del miércoles 23 de junio de 2010) que, en sus arts. 2, 3 y 4, desarrolla la regulación de las tarifas en los siguientes aspectos:

a) El folleto informativo de tarifas que deberá estar redactado de forma clara, concreta y fácilmente comprensible por la clientela y tener un contenido mínimo que se refiere a las actividades, operaciones y servicios por los que se tarifa, las comisiones y gastos para cada comisión o servicio, la forma de determinar dichas comisiones y gastos por las operaciones de carácter singular, la referencia cruzada de los distintos epígrafes del folleto cuando una operación pueda dar lugar a la aplicación de comisiones o gastos incluidos en más de un epígrafe y la mención expresa a la eventual

intervención de varias entidades. Además, se habilita a la CNMV para el desarrollo de estos aspectos (art. 2).

b) La aplicación del folleto de tarifas por parte de las entidades que quedará condicionada a la previa remisión de éste a la CNMV y la publicidad consiguiente. Asimismo, se prohíbe a las entidades cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los fijados en sus tarifas o por operaciones innecesarias (art. 3).

c) El control del folleto informativo de tarifas por parte de la CNMV (art. 4).

2.2. Contratos-tipo

El art. 79 ter de la LMV regula el registro de contratos entre las entidades que presten servicios de inversión y sus clientes. En particular, el art. 32 del Real Decreto 217/2008 dispone que dicho registro deberá mantenerse mientras dure la relación con el cliente.

Por su parte, el art. 76 del Real Decreto 217/2008 establece que "el Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos en los que la existencia de contratos-tipo o contratos reguladores de las actividades u operaciones de que se trate, será obligatoria para las entidades que presten servicios de inversión a clientes minoristas. Asimismo, el Ministro de Economía y Hacienda determinará el contenido mínimo de tales contratos, y, en su caso, su régimen de publicidad y los demás aspectos que se consideren relevantes".

En uso de la anterior habilitación, el MEH ha desarrollado, en los arts. 5, 6, 7 y 8, los siguientes aspectos de los contratos-tipo, que se definen como los contratos de adhesión que las entidades ofrezcan a sus clientes minoristas para la prestación de, al menos, los servicios que se señalan en la propia Orden (art. 5.1):

a) Su utilización, que será necesaria para prestar los servicios siguientes: gestión de carteras, custodia y administración de instrumentos financieros y aquellos otros servicios o supuestos en los que, por estimar conveniente su normalización, la CNMV determine la necesidad de un contrato-tipo; añadiendo que, si para la prestación del servicio de inversión, custodia y administración de instrumentos financieros fuera necesaria la apertura de una cuenta de valores en la entidad, esta operación deberá incluirse dentro del contrato-tipo de custodia y administración de instrumentos financieros. Las entidades deberán integrar los contratos-tipo en los registros previstos en el art. 32 del Real Decreto 217/2008 (art. 5).

b) Su contenido, que deberá orientarse por el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (Real Decreto Legislativo 1/2007) y por las normas de conducta del Título VII de la LMV. A tal efecto, se habilita a la CNMV para desarrollar el contenido obligatorio de los contratos-tipo en las siguientes cuestiones: a) La salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos; b) La utilización de los instrumentos financieros de los clientes; c) El depósito de fondos de los clientes; d) Mención al fondo de garantía; e) Mención al régimen de incentivos; f) Mención a la evaluación de la idoneidad o conveniencia del cliente del capítulo III

del Título IV del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero; g) La puesta a disposición de valores y fondos de los clientes (art. 6).

c) Las especialidades relativas a los contratos-tipo para la prestación del servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión (art. 7).

d) El control de los contratos-tipo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, estableciendo que la CNMV podrá requerir a las entidades que presten servicios de inversión la rectificación o cese de aquellos contratos-tipo que no se ajusten a lo previsto reglamentariamente, advirtiendo de que dicha medida se adoptará sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera haber incurrido la entidad con arreglo al régimen sancionador establecido en la Ley del Mercado de Valores (art. 8).

e) Además, como factor común, se establece el régimen de publicidad de las tarifas y de los contratos-tipo tanto en la web de la CNMV como de las propias entidades (art. 9).

Por último, se derogan las Órdenes Ministeriales de 25 de octubre de 1995 y de 7 de octubre de 1999, y se habilita específicamente a la CNMV para aprobar los modelos normalizados de contratos-tipo y establecer el modelo de folleto informativo de tarifas.

3. Publicidad de servicios y productos de inversión: la Orden EHA/1717/2010

El régimen de la publicidad de los servicios y productos de inversión y su control está disperso en las siguientes normas legales y reglamentarias:

a) El art. 70 ter de la LMV establece, entre los requisitos de organización interna exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión, el de disponer de técnicas eficaces de valoración de los riesgos para la entidad, entre los que se encuentran los riesgos específicos de carácter legal y de reputación, en los que pueden incurrir a través de su actividad publicitaria.

b) El art. 79 bis de la LMV, en su apartado 2, establece que "toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa" añadiendo que "las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales". Por su parte, el art. 60 del Real Decreto 217/2008 detalla las "condiciones que debe cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa".

c) El art. 28 del Real Decreto 1310/2005 establece que la publicidad relativa a la admisión a negociación de instrumentos financieros en un mercado secundario oficial de valores podrá ser difundida al público por cualquier parte interesada, como, entre otros, la persona que solicite la admisión o los intermediarios financieros que participen en la colocación o en el aseguramiento de los valores, añadiendo que dicha publicidad podrá difundirse a través de cualquier medio de comunicación y en cualquier momento, incluso antes de la aprobación del folleto informativo, y que deberá ser claramente reconocible como tal; sin que la información contenida en un anuncio sea inexacta o engañosa.

d) Por último, tanto el art. 94 de la LMV como el art. 18.4 de la LIIC contienen habilitaciones de desarrollo reglamentario a favor del MEH respecto de las actividades publicitarias dirigidas a promover la suscripción o adquisición de instrumentos financieros y, en particular, de participaciones o acciones de IIC.

Ahora, este conjunto de referencias regulatorias dispersas se unifica a través de la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión (BOE número 157, del martes 29 de junio de 2010), que se ocupa de los siguientes aspectos:

i. Su ámbito de aplicación, que se extiende a la actividad publicitaria referida a: a) instrumentos financieros, incluidos en el ámbito del artículo 2 de la LMV; b) cualesquiera otros productos financieros sometidos a la supervisión de la CNMV; c) servicios de inversión y auxiliares y actividades accesorias y reservadas prestados en el ámbito de los anteriores instrumentos financieros, según queden definidos por la normativa vigente en cada momento, y, d) la actividad de gestión de instituciones de inversión colectiva, de entidades de capital riesgo y de fondos de titulización (art. 3.1).

ii. La definición de la actividad publicitaria de servicios y productos de inversión como "toda forma de comunicación dirigida al público en general con el fin de promover, directamente o a través de terceros, la contratación de un determinado servicio o actividad de inversión, o bien la suscripción o adquisición de instrumentos financieros incluidos en el ámbito de aplicación de esta Orden, así como aquellas comunicaciones que realice cualquier parte interesada en el curso de una oferta pública de adquisición de valores con el objeto de influir en el resultado de la misma, siempre que no se trate de comunicaciones ya contempladas en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio (RCL 2007, 1469), sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". Esta definición se precisa por inclusión y exclusión (art. 2), de tal manera que:

— Por inclusión, se dice que, en el caso de la suscripción o adquisición de valores emitidos por IIC, entidades de capital riesgo o fondos de titulización, tal comunicación se considerará publicidad aunque, por cualquier circunstancia, en ese momento no sea posible la suscripción o adquisición inmediata de dichos valores, y que se considerarán actividades publicitarias sujetas a la Orden aquellas comunicaciones destinadas a llamar la atención del público sobre las actividades de gestión o comercialización de IIC, de entidades de capital riesgo o de fondos de titulización que lleve a cabo una entidad, aunque la comunicación no se refiera de forma individualizada a una institución concreta. Asimismo, se añade que se considerará actividad publicitaria la comunicación definida anteriormente, con independencia del medio utilizado para su difusión: prensa, radio, televisión, correo electrónico, Internet u otros medios telemáticos, carteles interiores o exteriores, vallas, octavillas, circulares y cartas que formen parte de una campaña de difusión, llamadas telefónicas, visitas a domicilio o cualquier otro sistema de divulgación.

— Por exclusión, no se consideran actividades publicitarias: a) las campañas publicitarias corporativas, entendiendo por tales las que contienen exclusivamente

información genérica sobre una entidad o su objeto social que estén destinadas a darse a conocer al público, siempre que no se encuentren relacionadas con una oferta pública de valores o instrumentos financieros ni supongan una apelación a la adquisición de éstos en mercados secundarios; b) documentación o informaciones que se proporcionen en las presentaciones a analistas o inversores institucionales, realizadas por representantes de entidades, emisores o los aseguradores durante el período de colocación, con el propósito de conocer el interés de los inversores institucionales de una oferta, y, c) publicaciones periódicas que emitan los analistas sobre los instrumentos o servicios financieros incluyendo, entre otras publicaciones, informes de análisis y recomendaciones de inversión.

iii. Los criterios generales que debe seguir la publicidad de los servicios y productos de inversión (art. 4.1 y 4.2).

iv. La política de comunicación comercial que deben establecer las entidades que presten servicios de inversión dentro de los requisitos de organización interna que les resultan exigibles conforme al art. 70 ter de la LMV (art. 4.3).

v. El control de la publicidad por la CNMV (art. 6).

Alberto Javier Tapia Hermida

7. ESTADO ACTUAL DEL PROCESO DE REFORMA DE LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN BURSÁTIL EN ESPAÑA

En línea con el compromiso asumido por la CNMV, de informar periódicamente sobre el estado del proyecto de reforma del sistema español de compensación y liquidación iniciado con el documento puesto a consulta pública entre el 12 de febrero y el 15 de marzo de 2010, el órgano rector del mercado de valores, ha venido a comunicar desde entonces, hasta el período transcurrido a 30 de junio de 2010, el resumen de los trabajos realizados.

En ellos, en primer término, se pone de manifiesto la labor efectuada en las cuestiones relacionadas con los aspectos funcionales e institucionales de la Cámara de Contrapartida Central (en adelante, CCP) y, de esta forma, en el análisis de los mecanismos de resolución de incidencias, en el área de los flujos de información entre los mercados, infraestructuras y sus participantes, así como en los cambios necesarios a efectuar en los modelos de liquidación.

Así pues, se han elaborado trabajos dirigidos a identificar algunos elementos básicos de los mecanismos de resolución de incidencias, a revisar los mecanismos de resolución que utilizan las principales infraestructuras de postcontratación europeas,

incluyendo la anulación de operaciones y los mecanismos de prestación sustitutoria de aplicación en los casos de anulación de operaciones, y se han discutido los criterios que se siguen para identificar las contrapartidas de las operaciones que presentan incidencias en la entrega a tiempo de los activos, distinguiendo los fallos en la entrega de valores y en el pago de efectivo y los plazos de resolución final de las operaciones incumplidas. Además, se ha prestado atención al caso particular de incumplimientos en las entregas de carácter transitorio y se han analizado las necesidades de coordinación entre la CCP, y el Depositario Central de Valores (en adelante, CSD), para evitar duplicaciones en las actuaciones encaminadas a resolver incidencias.

Igualmente, en referencia a las discusiones surgidas sobre los flujos de información del sistema de compensación y liquidación sobre la base en las relaciones de envío o recepción de información que se establecen entre los diferentes participantes en el sistema, se han tratado de establecer los pros y los contras de diferentes alternativas, así como cuándo es el momento temporal más adecuado para el envío o recepción de la información.

Por último, en materia de posibles cambios en el modelo de liquidación, los trabajos realizados han discutido las posibilidades de una mayor convergencia entre los dos sistemas actuales de liquidación para renta fija y renta variable, de cara a su equiparación, se han identificado las ventajas y los inconvenientes de acortar la duración actual de tres días del ciclo de liquidación multilateral bursátil y se han explorado algunas alternativas para ampliar la oferta actual de duración de los ciclos y las modalidades de liquidación. Se ha contemplado la posibilidad de liquidación de operaciones en tiempo real, y se han analizado costes en términos de gestión de la liquidez asociados a la implantación de un ciclo de liquidación nocturno.

Además, de lo anterior, también, y en segundo término pues, se han efectuado trabajos en materia de registro dirigidos a elaborar una propuesta de trabajo, así como en materia de firmeza, donde se ha producido un significativo avance.

Efectivamente, estos últimos progresos, que parten del estudio comparativo de la firmeza en los sistemas de compensación y liquidación de algunos de los países europeos más significativos (Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido), muestran que, una vez que las transacciones procedentes de las operaciones bursátiles (o no bursátiles) se reciban y acepten por la CCP, quedará ésta obligada por un doble mandato: el de novar, convirtiéndose en contrapartida frente a comprador y vendedor, y el mandato de realizar las operaciones tendentes a facilitar la liquidación de las operaciones (compensación y transmisión de órdenes de transferencia de valores y efectivo). La novación debería producirse, por razones de eficiencia y seguridad del mercado, en un momento temporal lo más cercano a la negociación bursátil (prácticamente en tiempo real). Una vez que tuviera lugar la aceptación de órdenes y novación debería producirse, simultáneamente, en la CCP, la firmeza de las órdenes para, de esta manera, proteger al sistema de la posible insolvencia de un participante y facilitar el proceso de compensación en la CCP, de acuerdo con sus normas. Además, con objeto de llevar a cabo la liquidación de las operaciones, una vez compensadas, se prevé que la CCP, deberá enviar las correspondientes órdenes de transferencia de propiedad de valores y efectivo al CSD, para lo que deberá ser entidad participante de éste.

Igualmente, los grupos de trabajo también han previsto soluciones para dos riesgos:

Un primer riesgo, derivado de que, entre la novación que opera en la CCP, y la liquidación en el CSD, concurse una entidad participante, en cuyo caso se prevé que para minimizar tal riesgo el plazo que ha de mediar entre la novación de las operaciones hasta su liquidación tendrá que ser lo más corto posible.

Y un segundo riesgo, surgido de la problemática derivada de que los sistemas interoperables fijen momentos de firmeza distintos. Así pues, con objeto de que las órdenes de transferencia de valores y efectivo entre dos sistemas interoperables no se vean sometidos al riesgo legal derivado de que una misma transacción tenga firmeza en un sistema antes que en otro, se hace preciso que en los acuerdos que establezcan los sistemas para regular sus relaciones se prevea y regule esta cuestión. A tal efecto, se permite contemplar solución a esta circunstancia desde la observancia de la Directiva 98/26/CE en el año 2009, al venirse con ella a indicar que los acuerdos entre sistemas interoperables pueden establecer momentos específicos de firmeza para órdenes a tratar en estos sistemas, distintos de los establecidos para otro tipo de órdenes.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

8. PUBLICADA LA REFORMA DE LA LEY DE AUDITORÍA Y DE ASPECTOS IMPORTANTES DE LA LSA Y LA LMV

Con fecha 1 de julio de 2010, se publicó en el BOE la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifican la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC), la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria. Una Ley que ha concitado especial atención por su importante finalidad principal. Ésta es, como expresa su título, la obligada incorporación a nuestro Ordenamiento de la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2006, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo y se deroga la Directiva 84/253/CEE del Consejo.

Como sucedió con la promulgación de la LAC en 1988, el cumplimiento del Derecho comunitario es el principal factor de determinación del régimen legal de la auditoría de cuentas y de quienes deben llevarla a cabo. Estamos, de nuevo, ante una disciplina relevante por su incidencia sobre uno de los aspectos esenciales de la actividad empresarial —la verificación de las cuentas anuales— sobre el que se han produ-

cido a lo largo de los últimos años importantes acontecimientos. Esto explica que a la trasposición de la Directiva se acompañen otras innovaciones legislativas, ya que, como explica la Exposición de Motivos de la nueva Ley (*vid.* su apartado II):

> "se aprovecha la reforma para modificar ciertos aspectos de la regulación contenida en dicha Ley que deben adaptarse a los cambios acaecidos en la legislación mercantil, y para incorporar las mejoras de carácter técnico aconsejadas por la experiencia y la práctica desarrollada desde su entrada en vigor. La reforma que se aborda sigue teniendo presente la consideración de servicio público que presta la actividad de auditoría de cuentas, dada su relevancia pública, por los efectos que despliega frente a la entidad auditada y los terceros que se relacionan o pueden relacionarse con ésta".

El resultado de la nueva Ley es, por supuesto, una profunda reforma de la LAC en todos sus aspectos. Las novedades afectan a los pilares fundamentales de la actividad del auditor y de su estatuto. Aspectos como la independencia o la responsabilidad civil, largamente debatidos, merecen una respuesta innovadora, que no estará exenta de debate (como lo ha estado hasta ahora, en España y en el ámbito internacional). La reforma de nuestro Ordenamiento no ha perdido de vista los distintos debates internacionales sobre el papel de los auditores. Es conocido que a éstos se les hizo responsables en buena medida de algunas crisis ya lejanas, y que ahora la crisis financiera ha llevado a revisar también el papel del auditor en las entidades de crédito, dentro de lo que es una reforma global. La Unión Europea y algunos Gobiernos europeos están impulsando reflexiones relevantes en esta materia.

La nueva Ley incluye algunos cambios *adicionales*, que no son menores:

1. Foro electrónico de accionistas:

> "En la página web de la sociedad se habilitará un Foro Electrónico de Accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las Juntas generales. En el Foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria".

2. Asociaciones de accionistas:

> "Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir Asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. Las Asociaciones de accionistas deberán inscribirse en un Registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reglamentariamente se desarrollará el régimen jurídico de las Asociaciones de Accionistas que comprenderá, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento, los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada".

3. Nuevo régimen del Comité de Auditoría (modificando parcialmente la disposición adicional decimoctava de la LMV):

"2. Los miembros del Comité de Auditoría serán al menos en su mayoría consejeros no ejecutivos del Consejo de Administración o, en el caso de órgano equivalente al anterior, miembros del mismo que no posean funciones directivas o ejecutivas en la entidad, ni mantengan relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre. Serán nombrados, en todo caso, por el Consejo de Administración u órgano equivalente, de acuerdo con la naturaleza jurídica de la entidad. Al menos uno de los miembros del comité de auditoría será independiente y será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o en ambas.

(...)

4. El número de miembros, las competencias y las normas de funcionamiento de dicho Comité se fijará estatutariamente o, en su caso, por las normas que rijan la entidad, y deberá favorecer la independencia de su funcionamiento. Entre sus competencias estarán, como mínimo, las siguientes:

1.ª Informar a la Junta General, Asamblea General u órgano equivalente de la entidad de acuerdo con su naturaleza jurídica sobre las cuestiones que se planteen en su seno en materia de su competencia.

2.ª Supervisar la eficacia del control interno de la sociedad, la auditoría interna, en su caso, y los sistemas de gestión de riesgos, así como discutir con los auditores de cuentas o sociedades de auditoría las debilidades significativas del sistema de control interno detectadas en el desarrollo de la auditoría.

3.ª Supervisar el proceso de elaboración y presentación de la información financiera regulada.

4.ª Proponer al órgano de administración para su sometimiento a la Junta General de Accionistas u órganos equivalentes de la entidad, de acuerdo con su naturaleza jurídica, al que corresponda, el nombramiento de los auditores de cuentas o sociedades de auditoría, de acuerdo con la normativa aplicable a la entidad.

5.ª Establecer las oportunas relaciones con los auditores de cuentas o sociedades de auditoría para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos, para su examen por el Comité, y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas de auditoría. En todo caso, deberán recibir anualmente de los auditores de cuentas o sociedades de auditoría la confirmación escrita de su independencia frente a la entidad o entidades vinculadas a ésta directa o indirectamente, así como la información de los servicios adicionales de cualquier clase prestados a estas entidades por los citados auditores o sociedades, o por las personas o entidades vinculados a éstos de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.

6.ª Emitir anualmente, con carácter previo a la emisión del informe de auditoría de cuentas, un informe en el que se expresará una opinión sobre la independencia de los auditores de cuentas o sociedades de auditoría. Este informe deberá pronun-

ciarse, en todo caso, sobre la prestación de los servicios adicionales a que hace referencia el apartado anterior".

La reforma del art. 105.2 de la LSA, suprimiendo las limitaciones estatutarias al derecho de voto en sociedades cotizadas, entrará en vigor a partir de junio de 2011.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

9. UN BREVE COMENTARIO A LA RECIENTE SENTENCIA DE 26 DE FEBRERO DE 2010 DE LA *DELAWARE COURT OF CHANCERY* EN EL ASUNTO *SELECTICA, INC.* VS. *VERSARA ENTERPRISES, INC.*: A VUELTAS CON LA NUEVA GENERACIÓN DE POISON PILLS

1. Planteamiento

Abordamos, en las presentes líneas, una somera aproximación al reciente pronunciamiento de la *Delaware Court of Chancery* en el asunto *Selectica, Inc. vs. Versara Enterprises, Inc.,* del pasado 26 de febrero de 2010 (1), que admite la legalidad de una *poison pill* (píldora envenenada) vinculada a la protección de *Net Operating Losses* o NOL (bases imponibles negativas tributarias) como activo de la sociedad *target* con un umbral de activación de la medida defensiva del 4,99 por 100 del capital de dicha sociedad, ante el riesgo de pérdida de eficacia de las NOL por existencia de un cambio de control societario. Esta nueva manifestación de píldora envenenada se concibe como una protección diseñada específicamente para la tutela de un concreto activo social, las NOL, y no como defensa frente a un opante hostil.

La importancia del referido pronunciamiento reside no sólo en la adaptación de los tradicionales criterios de admisibilidad de las *poison pills* bajo el Derecho de Delaware a estas nuevas manifestaciones de píldoras envenenadas o *modern poison pills*, sino también, y muy especialmente, en el establecimiento de un relativamente amplio margen de actuación para los administradores de una sociedad objeto de una OPA hostil o amenazados por cualquier otro riesgo debidamente identificado que, actuando de buena fe, independientemente e informados y asesorados por expertos externos a la sociedad, protejan el interés social. Dicho amplio margen de actuación se concreta en la posibilidad de adoptar nuevas medidas de defensa, como la *NOL poison pill,* con un umbral de activación de ésta inferior al 5 por 100 del capital social de la sociedad amenazada con la pérdida de dichos activos, que serán, en todo caso, analizadas, a la luz de las concretas circunstancias concurrentes en cada caso.

(1) Decisión número 4241-VCN, 2010 WL 703062 (Del. Ch. Feb. 26, 2010).

El pronunciamiento que nos detiene suministra una valiosa información para los administradores de una sociedad *target* a la hora de establecer *poison pills* que puedan ser admitidas bajo el Derecho de Delaware.

2. Antecedentes del pronunciamiento

2.1. Las *NOL poison pills* como manifestación moderna de píldoras envenenadas

Como es sabido, las *poison pills* o píldoras envenenadas tradicionales son derechos de adquisición de acciones a un precio muy inferior al del mercado, es decir, al valor real que corresponde a cada acción, y se activan cuando se presenta una OPA que el Consejo de Administración de la sociedad *target* haya calificado como hostil (2). El referido derecho, sin embargo, no se atribuye al oferente hostil, quien, normalmente, al tiempo de lanzar la OPA es titular de una participación en el capital de la *sociedad target*, de tal forma que el efecto que se produce es la dilución de la participación del opante hostil en la sociedad, en beneficio de los demás accionistas, en el caso de que éstos ejerzan los derechos de suscripción que incorporan sus acciones. Desde un punto de vista formal, las *poison pills* se articulan como dividendos en especie, *warrants*, que atribuyen el derecho a comprar acciones (3).

Por su parte las *NOL* o *382 poison pills*, como manifestación moderna de dichas píldoras, son planes de derechos de adquisición de acciones articulados por sociedades con el fin de proteger las NOL (bases imponibles tributarias negativas), sumas que pueden ser utilizadas con el fin de reducir el importe de las cuotas tributarias a ingresar de ejercicios futuros que concluyan con beneficios. En este sentido, la eficacia de las NOL, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 382 del *Internal Revenue Code,* puede verse limitada en los supuestos de cambios de control en la compañía que impliquen a accionistas titulares de una participación del 5 por 100 o superior en el capital social de la sociedad de que se trate. Pues bien, en estas limitaciones a la eficacia de las NOL se encuentra el origen de las conocidas como *NOL o 382 poison pills* que pretenden proteger este activo societario reduciendo el *threeshold* o barrera o límite de activación de la píldora envenenada al 5 por 100 del capital social (4).

---

(2) ALFARO ÁGUILA-REAL, J., define la poison pill tradicional como "un derecho de adquisición de acciones a un precio muy inferior a su valor real, que está durmiendo junto a la acción y que se activa y puede enajenarse de forma independiente respecto de la acción cuando se presenta una OPA declarada hostil por el Consejo de Administración" en "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil", en Noticias de la Unión Europea, 285 (2008), p. 7.

(3) En relación con el funcionamiento y articulación jurídica de las *poison pills vid*. SUBRAMANIAN, G., en "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses", *Yale Law Journal*, vol. 113, número 3 (December 2003), citado y referido en su definición de *píldoras envenenadas* por ALFARO ÁGUILA-REAL, J., en "El debate sobre...", *op. cit*., p. 7.

(4) De conformidad con lo dispuesto por la base de datos *FactSet SHARKREPELLENT* (<www.factset.com>), 41 sociedades habían incluido planes de derechos de adquisición de acciones vinculados a la protección de NOL en el año 2009, 12 más que en el año 2008.

2.2. La concreta situación fáctica en el asunto *Selectica, Inc. vs. Versata Enterprises, Inc.*

Al tiempo de los hechos que sirven de base fáctica al pronunciamiento que nos detiene *Selectica Inc*. (Selectica) era una empresa de prestación y distribución de servicios de software que disponía de una cuantía acumulada de más de 160 millones de dólares en concepto de NOL, según informes provenientes de expertos independientes.

Por su parte*, Versata Enterprises*, Inc. (Versata) era una empresa competidora de la anterior, con una historia de litigios, disputas y frustrados intentos de adquisición de Selectica, que la habían conducido a hacer adquisiciones en el mercado del capital de Selectica.

Al tiempo de adquirir Versata el 5 por 100 del capital social de Selectica, el Consejo de Administración de esta última encargó a expertos independientes el análisis de los riesgos existentes de limitación a la eficacia de sus NOL acumuladas. El resultado de dichos estudios reveló la existencia de un peligro cierto de perjuicio de los NOL acumulados al amparo de los dispuesto en el artículo 382 del *Internal Revenue Code* ante el eventual riesgo de un cambio de control en Selectica propiciado por las actuaciones de Versata. Como consecuencia de ello, el Consejo de Administración de Selectica redujo el umbral de activación de la *poison pill* del 15 por 100 de al 4.99 por 100 de titularidad de capital social. Junto a lo anterior, Selectica constituyó un comité independiente con el fin de revisar la píldora venenosa periódicamente, incluido su umbral de activación, y determinar en cada momento la subsistencia del carácter garante del interés de los accionistas de la referida medida defensiva.

Traspasado el umbral del 4,99 por 100 de titularidad del capital social de Selectica por Versata, el Consejo de Administración de Selectica dispuso de un plazo de 10 días para eximir de la aplicación de la píldora, pese al traspaso del umbral a Versata, si, examinadas sus actuaciones, se concluía que las adquisiciones de acciones de esta última no ponían en peligro las NOL de Selectica. De este modo se analizó el riesgo de que, merced a las actuaciones de Versata, se llegara a producir un cambio de control en el accionariado de Selectica, y con el objeto de impedir este acontecimiento determinante de la limitación de uso de las NOL se propuso un *standstill agreement* (pacto de no competencia) a Versata, rechazado por ésta. El Consejo de Administración de Versata apreció la existencia de un riesgo cierto de cambio de control y se procedió a hacer efectiva la píldora, a través de un sistema de canje de acciones (*exchange feature*), tras descartar la posibilidad más agresiva para Versata de adquisición de nuevas acciones, previo desembolso líquido de su precio por los accionistas con derecho a ello (*flip-in feature*), diluyendo, de este modo, el capital social titularidad de Versata de un 6,7 por 100 a un 3,3 por 100 del total. Tras ello, el Consejo de Administración de Selectica reactivó la NOL *poison pill*, por medio de la emisión de nuevos derechos de adquisición de acciones, con el objeto de mantener protegido dicho activo social.

A la vista de los anteriores hechos Selectiva promovió una acción declarativa ante la *Delaware Court of Chancery* con el fin de obtener la confirmación judicial de la validez de la *poison pill* y de la correcta actuación del Consejo de Administración en

la utilización de la referida píldora frente a Versata. Por su parte, Versata solicitó la declaración de nulidad de la píldora y la existencia de una infracción de los deberes de fidelidad y diligencia por parte del Consejo de Administración de Selectica. La Sentencia de la *Delaware Court of Chancery*, de contenido favorable a Selectica y su Consejo de Administración, se dictó, finalmente, el pasado 26 de febrero de 2010. Veamos, a continuación, de forma somera algunos de los aspectos más relevantes de dicho pronunciamiento.

3. Principales novedades derivadas del pronunciamiento de la *Delaware Court of Chancery* en el asunto *Selectica, Inc.* vs. *Versara Enterprises, Inc.*

Con el fin de delimitar el objeto del pronunciamiento de la *Delaware Court of Chancery* en el asunto *Selectica, Inc. vs. Versara Enterprises, Inc.* conviene subrayar, en primer término, que la legalidad de la tradicional *poison pill* no es cuestionada en dicho pronunciamiento, que parte de recordar que la conformidad a Derecho de las píldoras ha sido confirmada por la Corte Suprema de Delaware. Admitido dicho punto de partida, el pronunciamiento que nos detiene se centra en el análisis de la legalidad de la actuación del Consejo de Administración de Selectica consistente en la adopción y ejercicio de la píldora con los contornos antes descritos, con el fin de proteger los NOL de dicha mercantil, así como en la naturaleza de activos tutelables de dichas NOL por medio de estas medidas defensivas.

En otras palabras, lo que en el pronunciamiento Selectica debate no es tanto la admisibilidad en abstracto de las *poison pills*, ni la revisión de los criterios de admisibilidad ya establecidos para éstas, sino su concreta aplicación a manifestaciones modernas de aquellas medidas defensivas, así como la existencia, en su caso, de unos parámetros de actuación a los que la actuación de los administradores sociales pueda ajustarse con el fin de gozar de ciertas garantías de corrección jurídica de su actuación en esta materia.

La *Delaware Court of Chancery* adopta como criterio de partida de su razonamiento la consideración de que las NOL, pese a estar condicionadas al hecho incierto de la existencia de beneficios en ejercicios futuros de la sociedad con los que ser compensadas, son un activo social merecedor de protección y, en consecuencia, susceptibles de tutela por los administradores sociales, debidamente asesorados por expertos independientes ajenos a la sociedad y guiados por un criterio de razonabilidad.

La Corte, partiendo de los criterios de admisibilidad de las *poison pills* establecidos en la Sentencia *Unlocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.* [5], esto es, el juicio de razonabilidad y proporcionalidad de la medida defensiva y su carácter no exclusivo o coercitivo, considera ajustada a derecho la concreta actuación de los administradores de Selectica, quienes intervinieron en defensa de un activo social de protección suficientemente justificada, de forma razonable y proporcionada, y guiados e informados, en todo momento, por asesores externos.

---

[5] Decisión número 493 A.2d 956 (Del. Ch. 1985).

En definitiva, la Corte consideró que la respuesta de los administradores de Selectica consistente en la combinación de un plan de derechos de adquisición de acciones vinculado a las NOL, la adopción del canje de acciones y la reactivación de dicho plan una vez efectuado el canje, era una medida, a la vista de los antecedentes registrados, proporcionada, razonable y ajustada al riesgo consistente en que un competidor con largo historial de enfrentamientos, Versata, pudiera coaccionar a Selectica haciendo uso de su participación en el capital social de ésta para perjudicar la eficacia de las NOL con el único propósito de obtener de Selectica el consentimiento para determinadas propuestas de negocio.

Junto con la constatación de la flexibilidad del Derecho de Delaware a la hora de ajustarse y adaptarse a la nueva generación de *poison pills*, el valor del pronunciamiento Selectica, reside, a nuestro parecer, en el establecimiento de una serie de parámetros de actuación práctica cuya satisfacción permite afirmar la conformidad a Derecho de Delaware de las actuaciones de los administradores sociales consistentes en la adopción y empleo de *poison pills*. En particular las siguientes:

(i) La adopción de las medidas defensivas por una mayoría de miembros del Consejo de Administración que gocen de la naturaleza de independientes y que actúen de buena fe refuerza la legalidad de la adopción y empleo de la *poison pill*.

(ii) El pronunciamiento Selectica subraya la importancia del apoyo del Consejo de Administración en la opinión de expertos independientes a la hora de valorar la entidad de la amenaza y la razonabilidad de las actuaciones frente a ésta.

(iii) Los administradores deben delimitar y comprender la concreta amenaza frente a la cual se adoptan las concretas medidas defensivas. En el pronunciamiento Selectica, la especialidad de la amenaza deriva de afectar ésta al futuro empleo de un activo social incierto como las NOL, frente a la tradicionalmente cubierta por las *poison pills* clásicas consistente en el lanzamiento de una OPA hostil frente a la sociedad.

(iv) La medida defensiva debe ser elaborada a medida del riesgo que se pretende salvar, bajo los criterios de razonabilidad y proporcionalidad de ésta.

(v) Acreditación de buena fe y proporcionalidad en la actuación de los administradores. En el pronunciamiento Selectica la Corte valoró positivamente la ejecución del plan de adquisición de acciones vía canje, frente a otras opciones más agresivas para Versata, y los esfuerzos de Selectica en obtener de Versata la firma de un acuerdo o pacto de no competencia.

4. A modo de conclusión

Como hemos expuesto, el pronunciamiento de la *Delaware Court of Chancery* en el asunto Selectica no aporta novedades desde el punto de vista abstracto en relación con la admisión de las *poison pills* como medidas defensivas y con los elementos de

que éstas han de gozar para poder predicar su admisibilidad bajo Derecho de Delaware. Desde ese concreto prisma puede afirmarse, entonces, que nada nuevo aporta el referido pronunciamiento.

Sin embargo, Selectica supone, por un lado, la constatación de la flexibilidad del Derecho de Delaware para adaptarse a las nuevas generaciones de píldoras diseñadas como medidas defensivas concretas y específicas, destinadas a enjugar riesgos distintos del tradicional de OPA hostil, como es el caso de las *382* o *NOL poison pills*. Por otro lado, Selectica delimita unos parámetros concretos de actuación, cuya aplicación a cada caso concreto, y en función de los hechos concurrentes, puede conceder a los administradores sociales cierta seguridad a la hora de adoptar y ejecutar medidas defensivas que se entiendan conformes a Derecho de Delaware.

En concreto, dicha actuación guiada por la buena fe debe implicar la adopción de unas medidas defensivas proporcionadas y razonables a la vista de la concreta amenaza existente frente a un interés social. Lo anterior obliga a tener un detallado conocimiento de dicha amenaza y una respuesta proporcionada frente a ésta, todo ello con la cobertura proporcionada por el asesoramiento de expertos externos e independientes.

Ahora bien, lo anterior no supone, a nuestro juicio, un reconocimiento abstracto, generalizado y apriorístico de la legalidad de toda *NOL poison pill* o cualquier otra manifestación moderna de dichas píldoras, sino que un análisis concreto de las circunstancias concretas concurrentes en cada caso, a la luz de los criterios antes expuestos, se impone.

Luis Cazorla González-Serrano

10. PUBLICADA LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL

El pasado 2 de julio de 2010, el Consejo de Ministros aprobó el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), que ha aparecido publicado en el BOE del día siguiente, 3 de julio de 2010.

El hecho de que estemos ante un texto refundido no debe llevar a minimizar la trascendencia de la innovación que supone haber reconducido a un mismo texto normativo el tratamiento de las principales formas societarias mercantiles. Desde la construcción esencialmente doctrinal del concepto de las sociedades de capital como aquella en que este elemento de organización, de garantía patrimonial, de determinación de responsabilidad mínima y de atribución de derechos de los socios y accionistas se convirtió en el punto central de toda la organización societaria, hemos llegado a la asunción de ese mismo concepto por el legislador. Un concepto que lo primero que hará es provocar la duda de cuáles son las sociedades de capital: la sociedad anónima, la sociedad limitada y la sociedad en comandita por acciones (art. 1.1 de la LSC).

Para entender lo que anima la construcción de este texto legal es necesario leer la Exposición de Motivos para saber cuáles han sido los criterios que ha seguido el Gobierno a la hora de refundir las Leyes que deroga. Se dice que hay algunos aspectos de la legislación en vigor que el Gobierno no podía superar, dados los límites que conlleva un mandato de esta naturaleza. A pesar de ello, algunos preceptos pueden animar la duda de si estamos ante algo más que una mera refundición, pues expresan una genuina opción normativa.

La Ley distingue entre lo que son partes generales, que deben aplicarse por igual a todas las sociedades de capital, y aquellas partes especiales que van a tener que ser proyectadas exclusivamente sobre uno u otro tipo de sociedad. Es relevante que se haya incorporado al texto refundido la disciplina de las sociedades cotizadas que hasta ahora se encontraba asentada en la Ley del Mercado de Valores (*vid.* Título XIV, arts. 495 y ss. de la LSC).

Para entender la trascendencia de la LSC quizás sea conveniente llamar la atención sobre el alcance de la disposición derogatoria única: estamos ante una norma que deroga la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, el Título Décimo de la Ley del Mercado de Valores y la Sección que el Código de Comercio dedicaba a la sociedad en comandita por acciones.

No deja de llamar la atención la declaración con la que se abre el último apartado de la exposición de motivos, en donde se señala que el texto refundido ha nacido con una clara voluntad de provisionalidad. En este caso la provisionalidad que el propio texto refundido se adjudica tiene que ver con la voluntad de que la armonización de nuestro Derecho de sociedades avance aún más y reconduzca a una suerte de norma general o Código toda la disciplina de nuestras sociedades mercantiles. Ante ese intento ambicioso que ya se ha visto frustrado en épocas no muy lejanas se anuncian otras disposiciones u otros proyectos que permitan ver la LSC como una norma provisional, puesto que va a requerir reformas que aumenten su alcance sobre materias tan complejas como la ampliación de los deberes de los administradores, las normas en materia de grupo de sociedades o la regulación de las sociedades cotizadas.

La disposición final segunda de la LSC encomienda al Ministerio de Justicia una pronta modificación de las referencias que el Reglamento del Registro Mercantil hace a los artículos de la legislación aplicable a las sociedades de capital. Las actuales menciones a la LSA o a la LSRL, por ejemplo, habrán de ser reemplazadas por la indicación de las correspondientes disposiciones de la LSC.

Por lo que se refiere a la entrada en vigor de la LSC, existe una previsión general y otra particular. Esta última es la ya conocida en materia de la prohibición de incluir en los estatutos de las sociedades cotizadas límites al número máximo de votos de un mismo accionista. El art. 515 de la LSC establece la nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto y no entrará en vigor hasta el próximo 1 de julio de 2011. Con esa única excepción, la LSC entra en vigor el 1 de septiembre de 2010.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

11. CREACIÓN DEL GRUPO DE USUARIOS DE SERVICIOS FINANCIEROS

La Comisión publicó en fecha reciente su Decisión de 20 de julio de 2010, por la que se crea un Grupo de los Usuarios de Servicios Financieros (DOUE de 21 de julio de 2010, C, número 199, pp. 12 y ss.).

Este Grupo continúa con la labor que algunos grupos similares desarrollaron en los años precedentes en relación con la actuación de la Comisión en el terreno de la tutela de los consumidores en materia de servicios financieros. La Decisión establece en definitiva, la creación de este Grupo, al que se le atribuyen unas funciones consistentes en asesorar a la Comisión en la preparación de actos legislativos que afecten a los usuarios de servicios financieros, proporcionar una visión sobre los aspectos prácticos de la aplicación de esas medidas legislativas, y también intentar determinar cuáles son los problemas fundamentales en el ámbito de los servicios financieros que afectan a los usuarios.

Junto a esas funciones, el Grupo desarrollará una función que podríamos calificar como institucional, actuando como una suerte de órgano representativo de los consumidores ante la Comisión y otros grupos de expertos que operan en el mismo ámbito. El art. 3 de la Decisión establece cuál será la composición de este Grupo, del que lo más destacado es que tendrán mayoría los representantes de los intereses de los consumidores y de los inversores minoristas (11 de los 20 miembros con los que contará el Grupo).

Isabel Fernández Torres

12. INICIATIVAS SOBRE POSICIONES CORTAS

El pasado 27 de mayo de 2010, se publicó el Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV en relación con el régimen de comunicación de las posiciones cortas. Para entenderlo ha de recordarse que, a pesar de los distintos esfuerzos y planteamientos de algunos Estados a favor de una prohibición de las posiciones cortas, al final parece haberse impuesto la solución consistente en un régimen informativo más severo, que permita seguir llevando a cabo este tipo de operaciones. En esa línea, el Comité Europeo de Reguladores de Valores adoptó una iniciativa consistente en fijar un régimen informativo común en el ámbito de su influencia, y de ahí el origen del Acuerdo de la CNMV.

Complementando el anterior Acuerdo, la CNMV publicó el pasado 4 de junio de 2010 una versión actualizada de lo que pretende ser una guía para resolver las cuestiones que plantea el nuevo régimen de comunicación. En ese documento se incorpora el formulario conforme al que deberá facilitarse información sobre las respectivas posiciones cortas, que dejan de ser ya objeto de comunicación a través

del Registro de hechos relevantes y que tendrán su cauce específico en la página abierta a cada sociedad.

Paralelamente, la Comisión Europea continúa con sus trabajos en esta área, con vistas a la eventual preparación de una normativa destinada a las posiciones cortas o ventas a corto y también a los conocidos como CDS (*Credit Default Swaps*). Las razones de esta nueva consulta, que continúa otra que ya se realizó en abril de 2009, se explican en el informe de 14 de junio de 2010 (dicho informe puede consultarse en la página web de la Comisión: <http://europa.eu>).

Juan Sánchez-Calero Guilarte

13. MEDIACIÓN DE SEGUROS Y REASEGUROS PRIVADOS: DESARROLLO DE LA LEY 26/2006 POR EL REAL DECRETO 764/2010

1. Contexto: la reforma de la regulación de los seguros y reaseguros privados

La regulación de los seguros y reaseguros privados se encuentra, en la actualidad, inmersa en un proceso de reforma que afecta a sus dos pilares esenciales:

Por un lado, la regulación del estatuto jurídico de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, donde el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre (en adelante, TRLOSSP), está sometido a un proceso de reforma para adaptarlo a las exigencias armonizadoras de la Directiva 2009/138/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (versión refundida), que tendrá efectos a partir del 1 de noviembre de 2012 y algunos de cuyos preceptos deben ser adaptados por los Estados miembros no más tarde del 31 de octubre de 2012 (arts. 309 y ss.) [ver nuestra noticia sobre "La Directiva 2009/138/CE de Seguros (Solvencia II)" en esta *RDBB* número 117, 2010, pp. 282 a 288].

Por otro lado, el régimen general del contrato de seguro, donde la Ley 50/1980, de Contrato de Seguro, está sometida a un proceso de reforma para adaptarla a la realidad de nuestro mercado de seguros y a las nuevas exigencias de armonización comunitaria, derivadas también de la Directiva de Solvencia II.

En este contexto se publica, en el BOE número 143, del sábado 12 de junio de 2010, el Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados en materia de información estadístico-contable y del negocio y de competencia profesional (correc-

ción de errores en el BOE número 159, del jueves 1 de julio de 2010). Este Real Decreto, que se ampara genéricamente en la potestad reglamentaria reconocida en la Disposición Final Segunda de la Ley 26/2006, derogó el Real Decreto 301/2004 y el art. 4 y el Anexo de la Orden EHA/1805/2007 y entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE.

2. Desarrollo reglamentario de los deberes registrales y de información estadístico-contable

En primer lugar, el art. 49 de la Ley 26/2006 obliga a los corredores y a las sociedades de correduría de seguros y reaseguros a llevar los libros-registro contables que se determinen reglamentariamente; determinación que se realiza en el Capítulo I del Real Decreto 764/2010, que se ocupa de tres aspectos: primero, las reglas generales a las que deben sujetarse tales libros-registro, estableciendo que podrán conservarse en soportes informáticos, deberán estar a disposición de la DGSFP y no podrán llevarse con un retraso superior a 3 meses (art. 1). Segundo, los libros-registro contables de los corredores y las sociedades de correduría de seguros, que son los de pólizas y suplementos intermediados, de primas cobradas, de siniestros tramitados, de auxiliares externos y de otros corredores (art. 2). Tercero, los libros-registro contables de los corredores y las sociedades de correduría de reaseguros, que son los de contratos y riesgos facultativos que se formalicen por su mediación, de auxiliares externos y de otros corredores (art. 3).

En segundo lugar, el art. 48.2 de la Ley 26/2006 obliga a los mediadores y corredores de reaseguros a suministrar a la DGSFP la información periódica que se determine reglamentariamente. Esta determinación se realiza en el Capítulo II del Real Decreto 764/2010, que se ocupa de tres aspectos: primero, las disposiciones generales de las obligaciones contables y deberes de información a que están sujetos los corredores de seguros y reaseguros, los agentes de seguros vinculados y los operadores de banca-seguros vinculados (Sección I, arts. 4 y 5). Segundo, las disposiciones particulares de las obligaciones contables y deberes de información de los corredores de seguros y de los corredores de reaseguros (Sección II, arts. 6 y 7). Tercero, las disposiciones particulares de las obligaciones contables y deberes de información de los agentes de seguros vinculados y los operadores de banca-seguros vinculados (Sección II, arts. 8 y 9).

3. Desarrollo reglamentario de los deberes de formación de los mediadores de seguros

La Ley 26/2006 exige que los mediadores de seguros y sus auxiliares empleados y personal de las redes de distribución de los operadores de banca-seguros que participen directamente en la mediación dispongan de los conocimientos necesarios para el correcto desempeño de su actividad y, para ello, en concreto, el Capítulo III de su Título II se ocupa de los "cursos de formación y pruebas de aptitud en pruebas financieras y de seguros privados". En consecuencia, su Disposición Final Segunda atribuye al Gobierno la facultad de desarrollo reglamentario de las materias legales que resulten pertinentes.

Conforme a lo anterior, el Capítulo III del Real Decreto 764/2010 (arts. 10 a 15) desarrolla el "deber de formación de los mediadores de seguros, corredores de reaseguros y de las demás personas que participen directamente en la mediación de seguros y reaseguros privados", estableciendo tres grupos para adecuar los cursos de formación y las pruebas de aptitud. Se trata del grupo A, que afecta a las personas físicas que sean agentes de seguros vinculados, corredores de seguros y corredores de reaseguros y directivos de las personas jurídicas que actúen en aquellas condiciones; el grupo B, que afecta a las personas físicas que sean agentes de seguros exclusivos y los directivos de las personas jurídicas que actúen en aquella condición, y el grupo C, que afecta a los auxiliares externos de los mediadores de seguros o corredores de reaseguros, a los empleados de cualquiera de las clases de mediadores de seguros o corredores de reaseguros que desempeñen funciones auxiliares de captación de clientes o de tramitación administrativa, sin prestar asesoramiento ni asistencia a los clientes en la gestión, ejecución o formalización de los contratos o en casos de siniestro. Se establece también el régimen de adaptación del diploma de Mediador de Seguros Titulado, conforme a lo previsto en la Disposición Adicional Quinta de la Ley 26/2006 (Disposición Adicional Única), y de las pruebas de aptitud y cursos de formación continua impartidos conforme a la Resolución de 28 de julio de 2006 de la DGSFP (Disposición Transitoria Única).

Alberto Javier Tapia Hermida

14 TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA 2009/65/CE SOBRE DETERMINADOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS (OICVM)

La entrada en vigor el 1 de julio de 2010 de la Directiva 2009/65/CE sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (L 302, DO de 17 de noviembre de 2009), que es una versión refundida de la normativa comunitaria sobre esta materia, ha de tener un amplio significado sobre el régimen de estos organismos.

La Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) francesa ha efectuado importantes estudios sobre esta cuestión y ha sometido a informe público una consulta sobre ella, cuyos resultados son de interés. En una comunicación publicada al efecto indica que la entrada en vigor de la Directiva va a producir cuatro cambios importantes: una simplificación y mejora de la información comunicada a los inversores mediante el *Key Investor Document*, documento de información de dos páginas enviado a los inversores antes de la suscripción y que comprende todas las informaciones esenciales sobre el producto; un procedimiento de comercialización al extranjero de los fondos coordinados más sencillos y más rápidos; la posibilidad de gestionar los OICVM en un Estado miembro diferente del Estado de origen de la sociedad de gestión, que permita

a los profesionales reorganizar la domiciliación de su actividad, y las nuevas oportunidades transfronterizas que permitan obtener economías de escala y reorganizar o racionalizar sus fondos.

Por otra parte, es claro que las oportunidades que ofrece esta nueva Directiva servirán para reestructurar la industria europea. Podrá racionalizar la variedad de los fondos a través de operaciones transfronterizas, tales como la fusión de fondos establecidos en Estados diferentes o la creación de estructuras dominantes. Igualmente podrá desarrollar su clientela en otro Estado miembro, sin que sea necesario crear nuevos fondos o entidades.

La nueva Directiva OICVM va a afectar profundamente el modelo de gestión de activos. Hasta ahora descansaba en dos pilares: de un lado la regulación de las sociedades de gestión de carteras, y de otro los OICVM. Uno y otro se han de complementar más en cuanto la sociedad de gestión permita apreciar mejor la calidad de la oferta de sus productos y viceversa. La industria francesa de gestión de activos, que posee ya el 23 por 100 del mercado europeo en esta materia, así como los poderes públicos, deben preparar los cambios a favor de la transposición de esta Directiva. Es preciso —dice el comunicado de AMF— conciliar el mantenimiento de un alto nivel de protección de los ahorradores en Francia y un refuerzo del marco reglamentario, con el fin de atraer a Francia a los inversores extranjeros y a los actores de la gestión. Estas dos ambiciones, en lugar de ser contradictorias, se coordinan en una lógica común. Francia debe ofrecer un cuadro de regulación garantizado, evitando complicar el desarrollo de la gestión, ante el riesgo, si fuera el caso, de ver a los inversores o a los profesionales dirigirse a la oferta de otra plaza, quizá menos exigente en cuanto a la protección de sus intereses.

Con tal finalidad el regulador francés ha constituido un Comité especial para reflexionar sobre las medidas que permitan conciliar las exigencias de protección de los inversores con el desarrollo de una industria nacional fuerte. Los trabajos del Comité especial han permitido identificar tres puntos básicos estratégicos: asegurar una transposición fiel de la directiva OICVM; centrar la regulación de la gestión de activos sobre el control de la distribución de los OICVM y contribuir a desarrollar la competitividad de la plaza financiera francesa.

Trabajos que, por otro lado, deben estimular la labor de la transposición de la Directiva por parte de otros Estados vecinos.

Fernando Sánchez Calero

15. MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN APLICABLE A LA PUBLICIDAD DE SERVICIOS Y PRODUCTOS BANCARIOS

En nuestro Ordenamiento, desde, prácticamente, la adopción de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito y, en concreto, de su desarrollo por medio de la Orden de 12 de diciembre de 1989, la publicidad bancaria estaba sometida a un régimen especialmente riguroso de previa autorización a la publicidad de operaciones y servicios bancarios. Con ello se quería evitar que se produjera un efecto de confusión entre la clientela sobre el coste o rentabilidad que determinados servicios y productos pudieran tener. El Ministerio de Economía y Hacienda ha aprobado la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio (BOE de 29 de junio de 2010), de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, que supone un cambio sustancial con respecto al modelo que ha imperado durante casi dos décadas.

Puede decirse que se abandona el régimen de autorización previa a favor de un régimen que toma en consideración no simplemente las circunstancias particulares de la normativa aplicable a la actividad bancaria, sino también la que rige en otros aspectos del Derecho publicitario. Se señala en el Preámbulo de la Orden la importancia que tienen, en particular, los movimientos tendentes a hacer efectivo el principio de autorregulación publicitaria, y también el hecho de que el Ordenamiento ha fortalecido los instrumentos que permiten exigir la correspondiente responsabilidad a quienes a través de la publicidad pudieran lesionar determinados intereses.

De esta manera se sustituye el régimen de autorización previa por un sistema que, según describe la propia Orden, se basa en dos elementos. El primero, que se define como preventivo, y que supone el establecimiento de una serie de principios que deberán ser observados por la publicidad en este ámbito. Así, la propia Orden establece el primero de ellos, que es muy sencillo y que impone que la publicidad bancaria "deberá ser clara, suficiente, objetiva y no engañosa y deberá quedar explícito y patente el carácter publicitario del mensaje". El segundo mecanismo de control se dice que es corrector porque en definitiva supone atribuir al Banco de España una específica competencia para poder requerir en cualquier momento que la publicidad sea objeto de rectificación o de adición, con el fin de adecuar el mensaje a lo que podríamos llamar los correctos principios. La Orden delega en el Banco de España la determinación de los demás principios generales y los criterios que debe cumplir la publicidad tanto en cuanto a su contenido, como en relación con el formato del mensaje publicitario.

Se dice específicamente que esta Orden será de aplicación también a la actividad publicitaria que desarrollen las entidades de pago, que, como se sabe, es un sector particularmente activo a la hora de fomentar la contratación de ciertos servicios de transferencia y similares por vía publicitaria.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

16. LA NUEVA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LOS EE.UU.

1. Durante el pasado mes de agosto, la prensa económica se hacía eco de que Standard & Poor's y Moody's habían rebajado recíprocamente las calificaciones crediticias de sus respectivas matrices, que cotizan en bolsa, a resultas de las incertidumbres derivadas de la nueva regulación emanada del Senado de los EE.UU. en mayo y suscrita por el Presidente el 21 de julio pasado (*vid. Expansión* de 16 de agosto de 2010, p. 12). Esta nueva regulación que ha suscitado las incertidumbres que llevaron a las mismas agencias a revisar a la baja las calificaciones crediticias de sus matrices es la "Ley de Responsabilidad y Transparencia de las Agencias de Calificación Crediticia de 2009" *(Accountability and Transparency in Rating Agencies Act of 2009),* que forma parte —como Subtítulo B del Título V, dedicado a los "Mercados de Capitales"— de la "Ley de Reforma de Wall Street y Protección del Consumidor de 2009" *(The Wall Street and Consumer Protection Act of 2009).*

2. Los antecedentes normativos de esta nueva Ley de 2009 están contenidos en la "Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia de 2006" *(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)* que había surgido de la Ley Sarbanes-Oxley de 23 de enero de 2003 (*vid.* nuestra monografía sobre *Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de Rating,* Aranzadi/Thomson Reuters, Cizur Menor, 2010, pp. 79 y ss.). En concreto, esta nueva regulación de las agencias de rating parte del Proyecto de mayo de 2010 de "Ley para promover la estabilidad financiera de los Estados Unidos mediante la mejora de la responsabilidad y la transparencia en el sistema financiero, acabar con el *too big to fall,* proteger al contribuyente americano, proteger a los consumidores de prácticas abusivas en los servicios financieros y otras finalidades" —en síntesis, "Ley para Restaurar la Estabilidad Financiera de 2010" *(Restoring American Financial Stability Act of 2010)*— que, como subtítulo C al título IX sobre "Protección del Inversor y Mejoras de la Regulación de los Valores" contenía una serie de "Mejoras de la Regulación de las Agencias de Rating" (Secciones 931 y ss.).

3. En términos generales, la nueva regulación estadounidense de las agencias de rating comparte la etiología "escandalosa" que es común a todas las reformas de la regulación financiera del siglo XXI, en el sentido de que nacen motivadas por escándalos que perjudican a las grandes masas de inversores y, en consecuencia, están condicionadas por estos "traumas infantiles" que justifican su promulgación; como así ha ocurrido, en Europa, con el Reglamento (CE) número 1060/2009. Valga como ejemplo la especial atención que la nueva regulación estadounidense dedica a la prevención de los conflictos de intereses que puedan mantener tanto las propias agencias como sus empleados, a las calificaciones de productos financieros estructurados y a la necesaria transparencia de los ratios históricos de calificaciones fallidas; aspectos todos ellos esenciales para explicar la responsabilidad que se ha imputado a las agencias de rating en la gestación y el agravamiento de la última gran crisis financiera global surgida en el verano del año 2007. Conviene añadir que este carácter coyuntural de las reformas financieras hace que muchas de ellas nazcan condenadas a su próxima revisión y carezcan, en muchas ocasiones, de la objetividad y generalidad necesarias para

establecer una regulación eficiente de los intereses sociales —públicos y privados— implicados.

4. El contenido de esta "Ley de Responsabilidad y Transparencia de las Agencias de Calificación Crediticia de 2009" se distribuye en las secciones 6002 a 6013 de la "Ley de Reforma de Wall Street y Protección del Consumidor de 2009" y opera, formalmente, reformando distintas secciones de la *Securities Act* de 1933, de la *Securities Exchange Act* de 1934 y de otras leyes financieras que contienen referencias a las calificaciones crediticias o a las agencias de rating. Es importante señalar que se sustituye la denominación de estas agencias, que pasa de la actual identificación como *Nationally Recognized Statitstical Organizations* a la nueva como *Nationally Registered Statitstical Organizations"* (Sección 6005). Asimismo, para evitar la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias, se eliminan las referencias a dichas calificaciones contenidas en distintas leyes financieras, tales como la *Federal Deposit Insurance Act,* la *Federal Housing Enterprises Financial Act* de 1992, la *Investment Company Act* de 1040 y la *Securities Exchange Act* de 1934 (Sección 6009). Por último, se establece el deber de la SEC de realizar diversos estudios sobre los efectos de los nuevos requisitos de registro de las NRSO, sobre las calificaciones crediticias de diferentes clases de bonos, sobre la estandarización de las calificaciones, etc. (Sección 6013).

5. Desde el punto de vista sustancial, esta nueva regulación incide en los siguientes aspectos:

a) La estructura orgánica de las NRSO incidiendo especialmente en el gobierno corporativo, la organización y la prevención y gestión de los conflictos de intereses. En concreto, toda agencia deberá contar con un consejo de administración con vocales independientes, que tendrá una serie de deberes legalmente establecidos, y con un director de cumplimiento normativo *(compliance officer),* cuyos deberes, limitaciones, remuneración e informes se prevén legalmente. Asimismo, deberá informar a la SEC sobre algunas transacciones de sus empleados.

b) La metodología de calificación que utilicen las NRSO deberá seguir las reglas que establezca la SEC, someterse a su supervisión y ser transparente ante el mercado.

c) La transparencia de las calificaciones, con particular atención a los valores estructurados y a los índices históricos de calificaciones fallidas.

d) La responsabilidad civil por daños, mediante la modificación de la *Securities Exchange Act* de 1934 para establecer que será suficiente que toda acción por daños pecuniarios contra una NRSO se base en hechos que permitan inferir directamente que dicha agencia violó de forma consciente y reiterada las leyes sobre valores (Sección 6003), y la revisión de la Regulación FD por parte de la SEC para eliminar la exención de la que gozaban las entidades cuyo negocio principal fuera la emisión de calificaciones crediticias (Sección 6008).

e) El control de las NRSO por parte de la SEC mediante el establecimiento tanto de nuevas competencias de supervisión como de nuevas estructuras dentro de la

SEC. Entre las nuevas competencias, cabe resaltar la revisión de los procesos internos de las agencias para establecer las calificaciones crediticias, la habilitación para dictar normas sobre los aspectos antes citados (metodología, transparencia, etc.), el refuerzo de las facultades sancionadoras, etc. De las nuevas estructuras internas de la propia SEC cabe citar la nueva oficina encargada de gestionar las normas sobre las NRSO y el Consejo Asesor *(Credit Ratings Agency Advisory Board),* cuyos deberes se establecen en la Sección 6008 de la nueva Ley.

6. La importancia de esta nueva regulación estadounidense de las Agencias de Calificación Crediticia en nuestro mercado financiero y en el mercado europeo en general es manifiesta si tenemos en cuenta dos circunstancias: la primera es que las tres agencias que operan globalmente en los mercados de valores tienen sus respectivas sedes en los EE.UU., por lo que esta regulación será la predominante como la del Estado de origen de tales agencias. La segunda —relacionada con la anterior— afecta directamente al ámbito comunitario europeo, porque el Reglamento (CE) número 1066/2009 se aplicará a las ACC comunitarias (las establecidas en la Comunidad y registradas conforme a él) y a las calificaciones crediticias emitidas por ACC extracomunitarias que sean refrendadas por ACC comunitarias o que obtengan la certificación, previo examen por la Comisión de que la regulación de las ACC extracomunitarias emisoras de aquellas calificaciones es equivalente a la que establece el Reglamento (arts. 4 y 5). Por lo tanto, las calificaciones de estas ACC domiciliadas en los EE.UU. podrán ser utilizadas por los intermediarios financieros e inversores europeos a los fines reglamentarios previstos en aquel Reglamento (al respecto, ver nuestra monografía sobre "Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de Rating", antes citada, pp. 70 y ss., y nuestra noticia sobre "El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")" en esta *RDBB* número 116, 2009, pp. 306 y ss.).

7. En conclusión, resulta relevante estar al tanto de la regulación vigente de las agencias de rating en los EE.UU. porque, en los últimos meses, hemos asistido y seguimos asistiendo a la constatación de la relevancia y el poder de influencia que mantienen —a pesar de las aceradas críticas que reciben— estas agencias de rating en los mercados financieros en forma de la enésima representación del efecto de los "vasos comunicantes" entre el descenso de la calificación crediticia de la deuda pública de un Estado comunitario —en este caso, Irlanda— y el encarecimiento de su financiación, expresada en forma de diferencial de más de 300 puntos básicos de interés que debe ofrecer respecto del bono alemán que sirve de referencia.

Alberto Javier Tapia Hermida

Bibliografía

DERECHO BANCARIO

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

MERLE, P./BOBET, F., "Toilettage du code de déontologie des commissaries aux comptes – Décret núm. 2010-131 du 10 février 2010", en *Revue des Sociétés* núm. 4 (2010), p. 207.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

AUTENNE, A./NAVEZ, E.-J., "Cartasio – Les contours incertains de la mobilité transfrontalière des sociétés revisitées", en *Cah. Dr. Eur.* núm. 1-2 (2009), p. 91.

BOURGEIX, L., "Ayudas estatales y crisis financiera. La rápida reacción de la Comisión Europea y su posible impacto futuro: España como caso de estudio", en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* núm. 16 (2010), p. 31.

HARDT, J., "A first assessment of the impact of MiFID on competition in the European equity markets", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 9.

JACQUEMIN, H., "Le patriotisme économique à l'épreuve du droit communautaire", en *The Journal of Differential Equations* núm. 163 (2009), p. 265.

JOHNSTON, A./SYRPIS, P., "Regulatory competition in European company law after Cartesio", en *ELR* núm. 3 (junio 2009), p. 378.

KERJEAN, S., "The European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG): 10 years of legal contributions to the integration of European financial markets", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 13.

KOVAR, R., "Le Conseil d'Etat et l'effect des directives: le fin d'une longue histoire", en *Europe* núm. 1 (2010), p. 5.

OSTI, C., "Interpreting Convergence: Where Antitrust Meets Consumer Law", en *European Competition Journal* núm. 2 (agosto 2009), p. 377.

POISSONNIER, G., "Vers une réelle protection du consommateur dans les contrats de credit affecté", en *LPA* núm. 132 (julio 2009), p. 10.

TIMMERMANS, C., "Impact of EU Law of International Company Law", en *European Review of Private Law* núm. 3 (2010), p. 549.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CERA, M., "Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 276.

CHARVÉRIAT, A., "De quelques difficultés relatives à la nullité d'une decision sociale irrégulière", en *Revue des Sociétés* núm. 4 (2010), p. 212.

FUENTES CRUZ, A.M.ª, "Comentario a la DA 3.ª de la Ley de Modificaciones Estructurales: las modificaciones estructurales de las entidades de crédito", en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 2 (2010), p. 25.

MATEO HERNÁNDEZ, J.L., "Régimen jurídico de las novedosas entidades de pago introducidas por la Ley 19/2009 de servicios de pago", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 505.

— CAJAS DE AHORROS

CASTILLA CUBILLAS, M., "El coste social de las cajas de ahorros y la atribución de derechos políticos a las cuotas participativas", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 217.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

ALCOCK, A., "House of Lords Revisits Auditors' Liability", en *Journal of Business Law* núm. 5 (2010), p. 444.

KRAUSKOPF, B./STEVEN, C., "The institutional framework of the European System of Central Banks: Legal Issues in the practice of the first ten years of its existence", en *CMLR* núm. 4 (agosto 2009), p. 1143.

— RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)

ARSALIDOU, D., "The Banking Crisis: Rethinking and Refining the Accountability of Bank Directors", en *The Journal of Business Law*, núm. 4 (2010), p. 284.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

ESTEVES, T./CAETANO, A., "Estudos empíricos sobre práticas de gestão de recursos humanos, atitudes e comportamentos de trabalho no sector bancário portugués: síntese", en *Revista da Banca* núm. 67 (2009), p. 5.

FERRETTI, R., "Les modes alternatifs de règlement des différends dans le secteur bancaire italien", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 85.

— CONTRATOS BANCARIOS

BECKER, H., "La protection du consommateur à la suite de l'amendement de la nouvelle loi allemande contre la concurrence déloyale", en *Gaz. Pal.* núm. 144 (mayo 2009), p. 10.

BHATIANI, R., "Cross-border Access to, and Exchange of credit data: towards a well-functioning Single Market of financial services", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 109.

BUEB, J.F., "Des enterprises éthiques pour lutter contre le fraude aux intérêts financiers de l'Union", en *Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne* núm. 538 (2010), p. 323.

CACHIA, P., "Consumer contracts in European private international law: The sphere of operation of the consumer contract rules in the Brussels I and Rome I Regulations", en *ELR* núm. 3 (junio 2009), p. 476.

CAPRIGLIONE, F., "La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 261.

CAPOBIANCO, E., "Gli accordi stragiudiziali per la soluzione della crisi d'impresa. Profili funzionali e strutturali e conseguenze dell'inadempimento del debitore", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 295.

FISCHER, G., "La incapacidad del pago", en *Anuario de Derecho Concursal* núm. 21 (2010), p. 133.

GARCÍA-POMBO, A., "Los créditos que tienen su origen en contratos de permuta financiera", en *Anuario de Derecho Concursal* núm. 21 (2010), p. 379.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D., "El distintivo público de confianza en línea en materia de servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico: el desarrollo de Cataluña como paradigma de referencia", en *Revista Jurídica de Cataluña* núm. 3 (2010), p. 745.

MANJIAO, C., "Application of the UNIDROIT Principles in China: Successes, Short-

comings and Implications", en *Uniform Law Review* núm. 1 (2010), p. 5.

MARÍN NARROS, H.D., "Estudio sobre el concepto y los efectos del precontrato", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* núm. 718 (2010), p. 487.

PIEDELIEVRE, S., "L'ordonnance du 15 juillet 2009 relative aux conditions régissant la fourniture de services et de paiement (1.er partie), en *Gaz. Pal.* núm. 249 (septiembre 2009), p. 5.

PORTALE, G.B., "Dalla 'pietra del vituperio' alle nuove concezioni del fallimento e delle altre procedure concorsuali", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 389.

OSMAN, F., "Les modes alternatives de règlement des différends: l'exemple de la médiation bancaire. Lecture de droit communautaire et comparé", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 19.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., "Algunos pasos para mejorar la situación del concursado en fase de cumplimiento del Convenio", en *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 4 (2010), p. 23.

RUPERTO, S., "L'Arbitro Bancario Finanziario", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 325.

SANTORO, V./SCIARRONE ALIBRANDI, A., "La nuova disciplina dei servizi de pagamento dopo il recepimento della direttiva 2007/65/CE (d.lgs. 27 gennaio 2010, núm. 11)", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 1.ª (2010), p. 347.

TARDIVO, C.M., "Brevi note in tema di interessi di mora e risoluzione di finanziamento fondiario", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 2.ª (2010), p. 324.

VALENTE, M.S., "Da licitud da intervenção ao exercício do direito ao segredo bancário", en *Revista da Banca* núm. 67 (2009), p. 59.

VAN EMPEL, M., "Retail payments and the arduous road to SEPA", en *CMLR* núm. 3 (junio 2009), p. 921.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARILLÀ, G.B., "Le Sezioni unite e il Garantievertrag un quarto di secolo dopo: una pronuncia 'storica' fa chiarezza sui differenti modelli di garanzie bancarie autonome", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 2.ª (2010), p. 279.

FORLANI, F., "In tema di escussione abusiva di garanzia bancaria autonoma: tra exceptio doli ed opponibilità dei limiti oggettivi della dichiarazione di garanzia", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 2.ª (2010), p. 379.

SÁNCHEZ PAREDES, M.ªL., "Fianza solidaria en garantía del pago de una deuda ajena otorgada simultáneamente al contrato principal de préstamo (SJM 1 Oviedo 18 de febrero de 2010)", en *Anuario de Derecho Concursal* núm. 21 (2010), p. 353.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

DÍAZ FRAILE, J.M.ª, "La nueva regulación de las novaciones y subrogaciones de los préstamos hipotecarios en la Ley 47/2007, de 7 de diciembre, del Mercado Hipotecario", en *Noticias de la Unión Europea* núm. 306 (2010), p. 5.

CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.ªC., "Publicación del Estudio sobre prácticas de supervisión y aplicación de Corporate Governance en los Estados miembros de la Unión Europea", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 613.

GIMENO GÓMEZ-LAFUENTE, J.L., "La aproximación del Derecho español al de la Unión Europea en materia de hipotecas. La Ley 47/2007 de 7 de diciembre", en *Noticias de la Unión Europea* núm. 306 (2010), p. 17.

GÓMEZ GÁLLIGO, J., "La reforma del mercado hipotecario por la Ley 41/2007 de 7 de diciembre", en *Noticias de la Unión Europea* núm. 306 (2010), p. 27.

LE NABASQUE, H., "Responsabilité des dirigeants, Com. 9 mars 2010", en *Revue des Sociétés* núm. 4 (2010), p. 230.

MADRID PARRA, A., "Reforma del mercado hipotecario a 2009 y crisis financiera", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* núm. 719 (2010), p. 1093.

MOCK, S.,"Le statut financier des sociétés de capitaux et la comptabilité internationale (IFSR)", *Revue Practique des Sociétés* (2.º trimestre 2009), p. 208.

MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, M.ª P., "Propuesta de Actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 593.

PARDO NÚÑEZ, C., "Las causas de vencimiento anticipado de los préstamos hipotecarios", en *Noticias de la Unión Europea* núm. 306 (2010), p. 37.

SÁNCHEZ LINDE, M., "La proporcionalidad entre votos y capital en la Sociedad Anónima. Reflexiones en torno a la mayoría económica en la Junta de Accionistas", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* núm. 718 (2010), p. 551.

TILLEUX, A., "La loi audit: vers une meilleure gouvernance d'entreprise?", en *Revue Practique des Sociétés* (2.º trimestre 2009), p. 143.

VALLE MUÑOZ, J.L., "El mercado secundario de títulos y bonos hipotecarios", en *Noticias de la Unión Europea* núm. 306 (2010), p. 55.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

VIGO, R., "Gruppo di società e manipolazione del mercado. Una pronuncia delle Sezioni unite", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 2.ª (2010), p. 312.

RELMI, J.-P., "Impartialité et autorité des marches financiers: de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle?", en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* núm. 1 (2010), p. 29.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

PASTRANA PIÑA, J.M.ª, "Modelo de Auditoría Legal ("Due Diligence") en operaciones de adquisición societaria", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 295.

SABATELLI, E., "Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore", en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 3, parte 2.ª (2010), p. 356.

— OPAS

ALFREDO, P., "La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition – Transposition de la directive OPA- Etude comparative des droits français et espagnol", en *Revue des Sociétés* núm. 4 (2009), p. 761.

ARRANZ MADRID, M.ªD., "Modificaciones del régimen de las ofertas públicas de adquisición y cambio en el ordenamiento jurídico italiano", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 621.

JARRELL, G.A., "A Trip Down Memory Lane: Reflections on Section 203 and Subramanian, Herscovici, and Barbetta", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 779.

LAMB, S.P./GORRIS, J.M., "A practical Response to a Hypothetical Analysis of Section 203's Constitutionality", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 771.

NUGENT, E., "A Timely Look at DGCL Section 203", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 753.

PÉREZ MILLÁN, D., "La noción de actuación en concierto a efectos de OPA obligatoria", en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 236 (2010), p. 5.

RIBSTEIN, L.E., "Preemption as Micromanagement", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 789.

SPARKS, A.G./BOWERS, H., "After Twenty-Two Years, Section 203 of the Delaware General Corporation Law Continues to Give Hostile Bidders a Meaningful Opportunity for Success", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 761.

SUBRAMANIAN, G./HERSCOVICI, S./BARBETTA, B., "Is Delawere's Antitakeover Statute Unconstitutional?", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 685.

SUBRAMANIAN, G./HERSCOVICI, S./BARBETTA, B., "Is Delawere's Antitakeover Statute Unconstitutional? Further Analysis a Reply to Symposium Participants", en *The Business Lawyer* núm. 3 (2010), p. 799.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

MADRID PARRA, A., "Información y transparencia en la gestión de instituciones de inversión colectiva", en *Revista Derecho de los Negocios* núm. 238-239 (2010), p. 5.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

CREMERS, T., "Reflexions on "intermediated securities" in the Geneva Securities Convention", en *Euredia* núm. 1 (2010), p. 93.

— ACCIONES

GONZÁLEZ CASTILLA, F., "En torno a la *traditio* de los títulos en la compraventa de acciones al portador pignoradas. (A propósito de la STS de 17 de noviembre de 2008)", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 347.

ORTIZ MÁRQUEZ, M., "La asistencia financiera intragrupo. (Comentario a la sentencia de la Audiencia Nacional de 25 de septiembre de 2008)", en *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 34 (2010), p. 399.

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSATIL*

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales de investigación 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 ellos 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 de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para recensiones 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 el 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 entre 4 y 6 palabras clave, todo ello tanto en

castellano como en inglés. 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 total 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 del 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.